

## 宏观点评

### “此降非彼降”——如何看待社融增速拐头下降

**事件:** 11月新增人民币贷款1.43万亿,预期1.36万亿,前值6898亿元;新增社融2.13万亿,预期2万亿,前值1.42万亿;M2同比10.7%,预期10.6%,前值10.5%;

**1.新增信贷延续同比多增,居民贷款反映消费改善和地产韧性,企业中长贷仍是企业贷款主支撑,票据融资止跌回升。**11月新增信贷1.43万亿,同比多增400亿元,其中居民贷款新增7534亿元,同比多增703亿元;企业贷款新增7812亿元,同比多增1018亿元;非银机构贷款减少1042亿元,同比多减1316亿元。分项看:1)居民短贷和中长贷分别同比多增344和360亿元,反映消费改善、地产仍有韧性。2)企业贷款最大支撑仍来源于企业中长贷。11月企业中长贷新增5887亿元,同比多增1681亿元,占企业贷款比重为75%,反映中长期融资需求仍较旺盛。3)表内票据止跌回升。11月表内票据增加804亿元,此前5个月为减少1000-2000亿元。

**2.社融同比多增规模明显下降,社融增速12个月以来首降,表内贷款、政府债券和委托贷款是11月社融主支撑。**11月新增社融2.13万亿,同比多增1363亿元,但多增量显著低于此前(3月以来月均1.16万亿,最低4055亿);社融存量同比增速回落0.1个百分点至13.6%(去年11月以来首降),剔除政府债券口径的同比增速回落0.15个百分点至12.26%(今年2月以来首降),我们预计拐点已到、后续总体上将趋势下行。1-11月新增社融累计超33万亿,预计全年可达35万亿以上。

**11月社融主由表内贷款、政府债券和委托贷款支撑:**1)社融口径新增人民币贷款1.53万亿,同比多增1667亿元。与金融机构新增人民币贷款口径相比多的1000多亿,应是剔除了非银机构减少的那部分,表明信贷对实体支持作用较强。2)11月新增政府债券4000亿元,同比多增2284亿元。1-11月累计新增政府债券7.6万亿,预计12月地方债新增2000亿元用于中小银行补充资本金,国债额度还余3000-4000亿元,对社融仍有支撑,但不及三季度。3)11月委托贷款减少31亿元,同比少减928亿元,对表外融资和社融形成一定支撑。4)需指出的是,11月企业债券融资新增862亿元,同比少增2468亿元,与信用风险事件冲击债市有关。

**3.M1、M2双回升,M1-M2负的剪刀差继续收窄。**11月M1同比回升0.9个百分点至10%,创2018年2月以来新高;M2同比回升0.2个百分点至10.7%;M1-M2负的剪刀差收窄0.7个百分点至-0.7%。1)M1同比继续走高,M1-M2负的剪刀差收窄反映地产韧性较强,且企业现金流改善,货币活性更强。2)存款端:居民、企业存款环比增加、政府存款环比减少,与季节规律有关,即财政投放增加,部分转化成居民和企业存款。但季节规律无法解释全部,居民存款和非银存款分别同比多增3868亿元和1537亿元,体现了贷款对存款的创造,也与11月股市行情较好有关。此外,财政存款同比小幅多增594亿元,与政府债券净融资同比多增相呼应。

#### 4.如何理解社融增速拐头向下?

1)社融增速下降意味着信用收紧,但主要是结构性紧,实体经济端尚未收缩。根据我们前期报告的观点(参见《信用已宽数月,有何特点?明年呢?》、《重塑与重估—2021年宏观经济展望》),中性假设下2021年社融存量增速从13.6%降至10.7%-11.6%,直观看信用环境将显著收紧,但本质看是结构性紧与结构性松并存:一方面,本轮信用收紧,主要对应的是防止经营贷违规进入房地产、或打击票据与结构性存款套利形成的资金空转问题。这类新增信用没有直接服务实体经济活动,需要优先去掉这部分杠杆。另一方面,信用虽边际收紧,但与实体经济仍然匹配。据我们测算,中性假设下今明两年名义GDP增速为2.8%和11.4%,社融增速分别13.6%和11.2%。测算新增社融占当年名义GDP比重,2020年为34%,2021年可能回落至28%,但仍高于2018和2019年的24%和26%,说明2021年信用环境与实体经济仍能大致匹配,金融条件仍有望对经济形成有效支撑。

2)社融存量增速对经济增长的领先性是否稳定?“货币-信用”周期对资产配置的影响逻辑是否发生变化?历史数据显示,社融存量增速大约领先名义GDP增速1-3个季度,前期报告《基于四维度宏观环境的大类资产配置框架》我们也曾分析不同货币、信用环境下大类资产配置规律。鉴于2020年经济活动阶段性停滞、疫情常态化防控仍在,尽管创新货币政策直达企业,但大量新增债务仍冗余在金融部门或借新还旧,社融对经济的支持不能从创造增加值部门充分体现,由此,本轮社融对经济的领先时间可能被拉长。从这个角度,鉴于2020年10月为本轮信用宽松的顶点,但信用对实体经济的支撑可能会到2021年Q2。此外,随着信用流向的变化,例如以往大部分进入房地产,后续可能加大对制造业、小微企业、绿色金融、科技等领域支持,信用与实体的结构性关系也将发生变化,对大类资产配置的指向意义也可能发生变化。

3)社融见顶领先利率顶的关系是否稳定?历史数据显示,社融存量增速见顶后,利率也有望见顶回落,但领先时间并不稳定,主要受货币政策基调、实体经济情况和金融监管等扰动,综合当前情景,倾向于认为,本轮利率趋势性见顶回落的时间有可能被拉长。维持我们年度报告观点,十年期国债收益率水平有望从当前的3.3%左右震荡向上寻顶,配置价值凸显,趋势性下行的拐点应是经济基本面转弱之际,第一次可能是年底或2021年Q1(环比实质转弱),第二次可能是2021年二三季度(经济增速回落至疫情前甚至更低)。

**风险提示:** 政策执行力度不及预期,经济回暖不及预期,模型测算有偏差。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号: S0680520070002

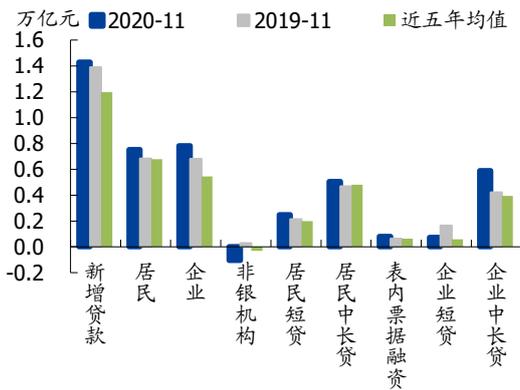
邮箱: hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《重塑与重估—2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 2、《信用已宽数月,有何特点?明年呢?——兼评10月金融数据》2020-11-12
- 3、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”?》2020-10-23
- 4、《“正常的货币政策”不等于转向——兼评9月金融数据》2020-10-14
- 5、《8月社融怎么看?兼谈流动性拐点与信贷拐点》2020-09-12
- 6、《基于四维度宏观环境的大类资产配置框架》2020-08-02

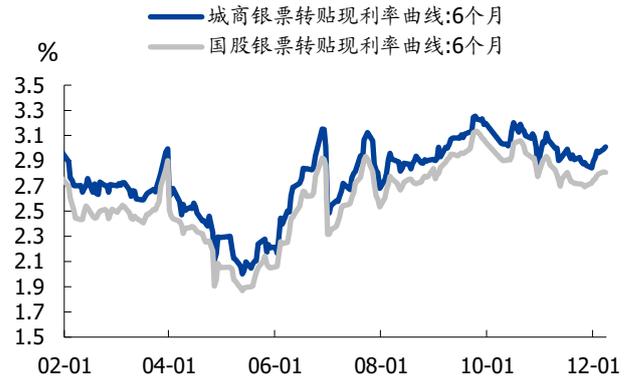


图表 1: 11月居民、企业贷款同比多增



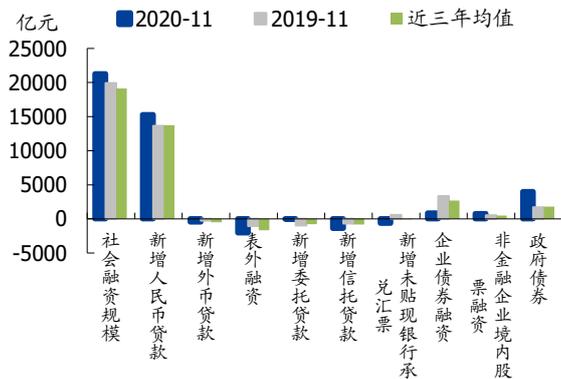
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 11月国股和城商银票转贴利率下降



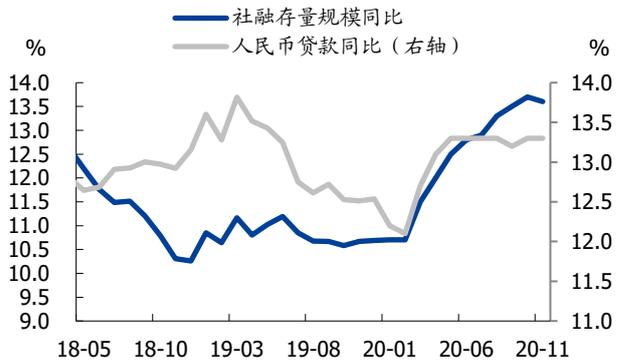
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 11月社融主要由表内贷款、政府债券、委托贷款支撑



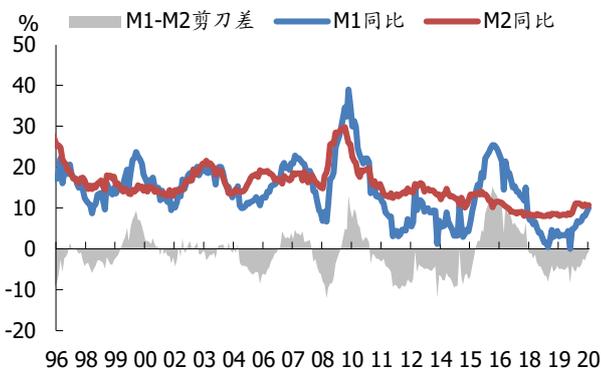
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 11月社融存量同比下滑, 预计信用拐点已现



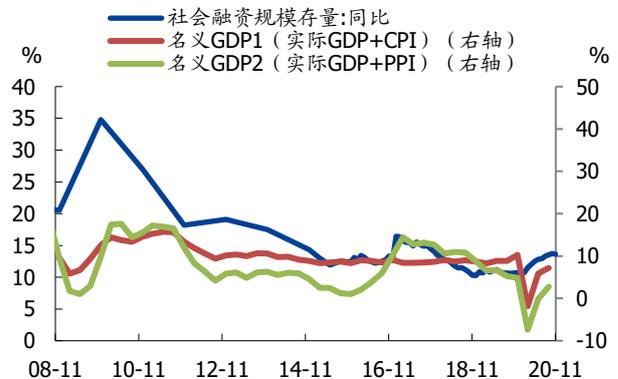
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: M1-M2 负的剪刀差持续缩窄, 企业活力增强



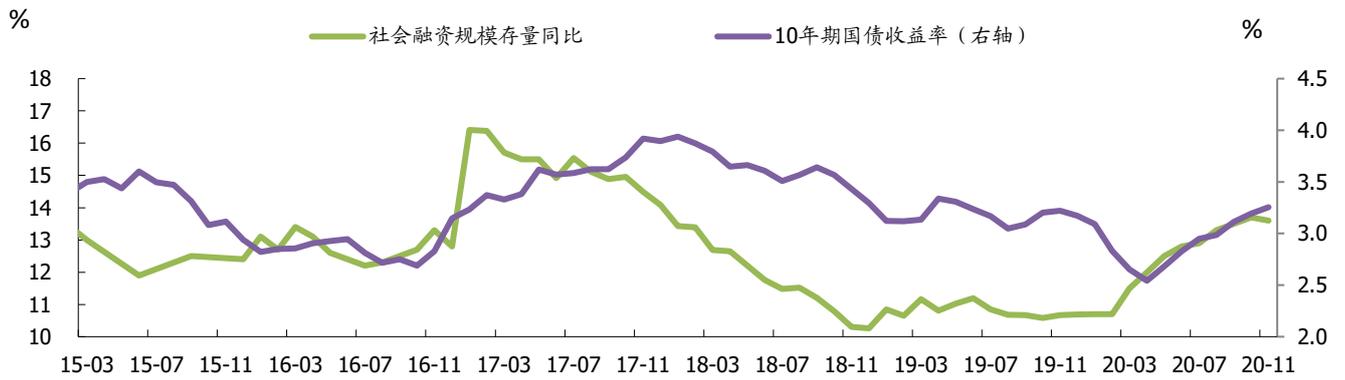
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 社融存量增速领先名义 GDP 约 1-3 个季度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 社融存量增速见顶后, 利率也有望见顶回落, 但领先时间并不稳定



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_963](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_963)

