

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

社融增速预期内见顶

——2020年11月金融数据点评

核心观点：

1. 11 月新增信贷 14200 亿元，略高于去年同期以及市场预期的 13716.67 亿。从结构看，**企业中长期贷款是新增信贷的主力，居民中长期贷款的力度趋弱主要是受到房地产企业融资政策收紧下居民按揭贷款出现回落所致，但总体而言居民中长期贷款对信贷支撑仍在。**

2. **导致社融增速见顶回落的拖累因素主要是由于永煤违约导致的企业债券融资大幅收缩以及非标收缩尤其是未贴现承兑汇票的回落所致。**除此之外，外币贷款和其他对新增社融的贡献分别为-15%和-80%。近期部分地方国企债务违约对债券市场冲击较大，市场风险偏好降低，受此影响，预计企业债券融资将持续萎靡一段时间，对社融形成一定拖累。从社融与 M2 的剪刀差来看，剪刀差较上月有所回落，主要原因在于社融增速的见顶回落，或暗示货币政策将发生微调。

本周关注：疫苗进展超预期　政策变化超预期

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 社融增速预期内见顶 3
1.1. 信贷季节性走强，企业中长期贷款仍是主力 3
1.2. 政府债券和人民币贷款支撑社融增量超预期 4
第 2 章 上周重要数据跟踪 6
免责申明 8

第1章　社融增速预期内见顶

事件：

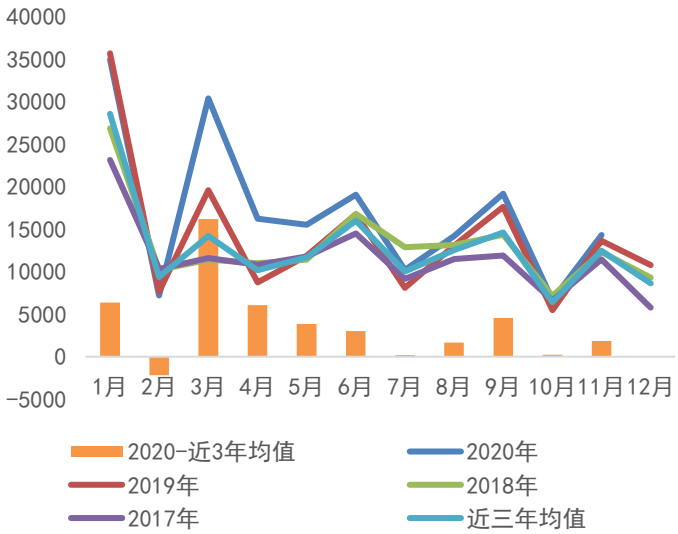
央行公布 11 月金融数据，11 月社融新增 2.13 万亿元，高于预期的 1.98 万亿元，社融存量同比为 13.6%，弱于前期的 13.7%，是今年以来首次下滑；M2 同比增速为 10.7%，高于前值的 10.5%和预期的 10.6%。

1.1. 信贷季节性走强，企业中长期贷款仍是主力

11 月新增信贷 14200 亿元，略高于去年同期以及市场预期的 13716.67 亿。从新增信贷的季节性特征来看，与银行贷款投放的规律有关，11 月是信贷增量季节性走高的月份，且今年 2 月以来，新增信贷基本都高于往年同期水平，因此 11 月信贷投放基本与季节性相符。从结构看，新增信贷中主要受到企业中长期贷款的影响，企业中长期贷款对新增信贷的贡献率高达 76%，其次居民中长期贷款对新增信贷的贡献为 41%，仅次于企业中长期。但是从各分项同比多增的数据来看，相对于去年同期水平而言，今年新增信贷主要来源于企业中长期，企业中长期同比多增 2041 亿元，而居民中长期同比多增仅为 360 亿元，增量分别为三季度月均水平的 26.34%和 42.52%，**可见企业中长期贷款是新增信贷的主力，居民中长期贷款的力度趋弱主要是受到房地产企业融资政策收紧下居民按揭贷款出现回落所致，但总体而言居民中长期贷款对信贷支撑仍在。**

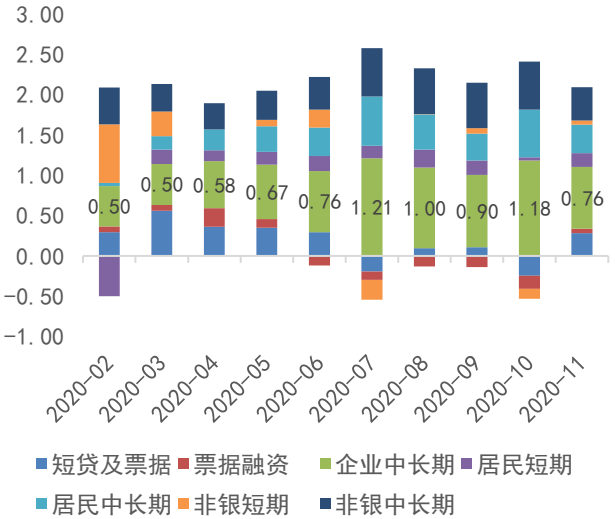
11 月 M2 同比增速为 10.7%，M1 同比大幅回升，由上月的 9.1%涨至 10.0%，M1-M2 同比延续缩窄趋势。从新增存款看，M2 同比回升主要受益于居民存款和非银金融机构存款的增加，同比多增分别为 3868 亿元和 1537 亿元，相较而言，财政存款同比净增 594 亿元，表明财政支出节奏仍然偏慢，财政政策或将逐步回归常态化。总体而言，M1-M2 剪刀差持续收敛，反映存款持续活期化，企业和居民的需求持续向好。

图 1.1.1：新增人民币贷款季节性（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

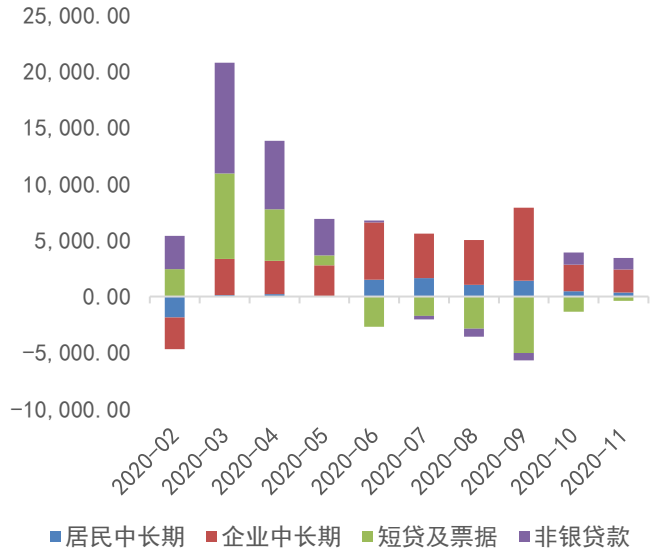
图 1.1.2：新增信贷中各口径贡献率（100%）



数据来源：Wind 南华研究

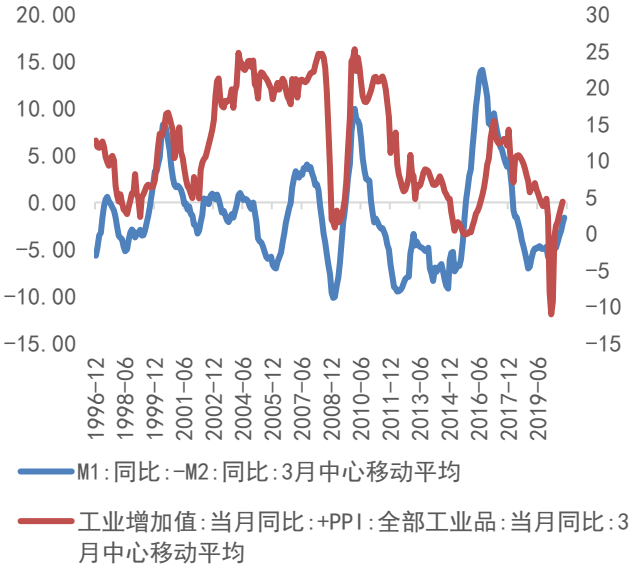
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.1.3：新增人民币贷款同比多增情况（亿元）



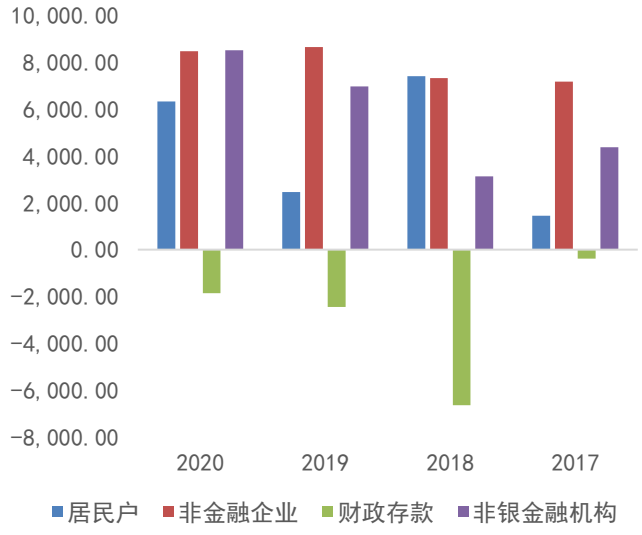
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：M1-M2 剪刀差扩大（%）



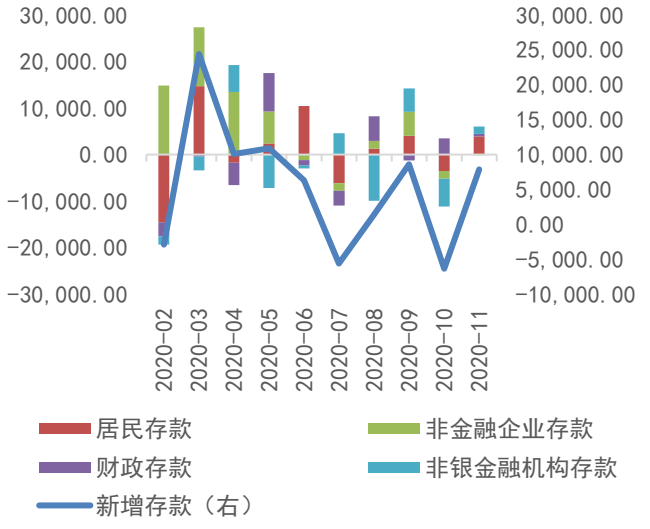
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.5：新增人民币存款历年同期水平（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.6：新增存款当月同比多增情况（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

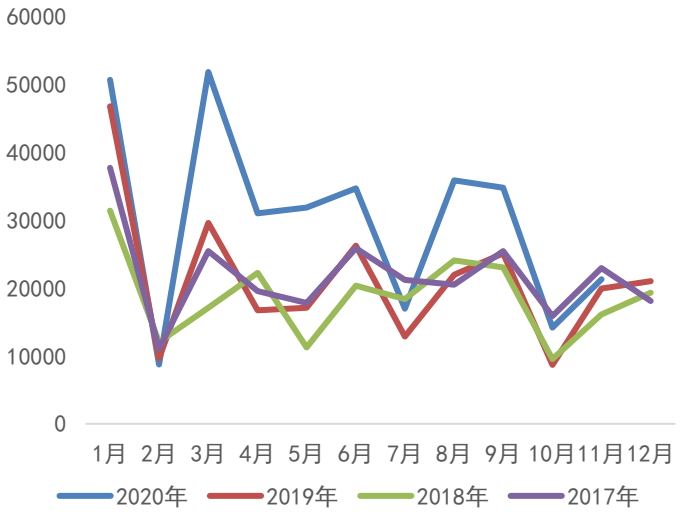
1.2. 政府债券和人民币贷款支撑社融增量超预期

央行公布 11 月金融数据，11 月社融新增 2.13 万亿元，高于预期的 1.98 万亿元，社融存量同比为 13.6%，弱于前期的 13.7%，是今年以来首次下滑，与预期基本一致。从同比情况看，社融当月同比多增 1363.08 亿元，其中主要贡献来自于政府债券，同比多增 2284 亿元，其次是人民币贷款，同比多增 1666.83 亿元。政府债券和人民币贷款

依旧是此次社融超预期的主要原因，除此之外，委托贷款对新增社融的贡献也有所突出。

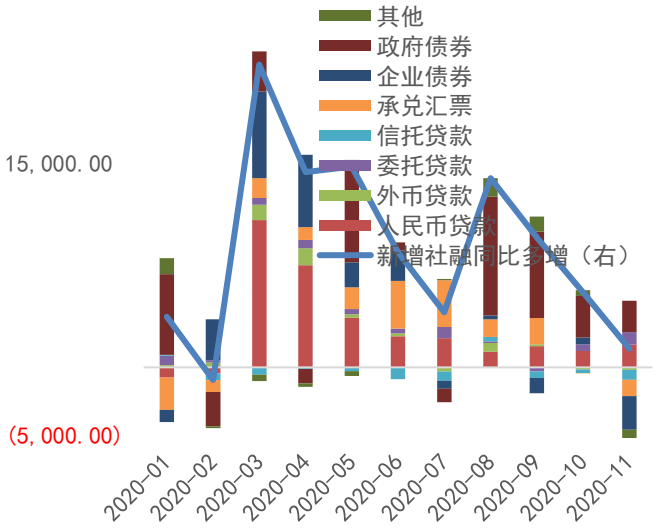
从各分项对新增社融的贡献率来看，其中人民币贷款贡献 122%，政府债券贡献 168%，委托贷款贡献率为 68%，**导致社融增速见顶回落的拖累因素主要是由于永煤违约导致的企业债券融资大幅收缩以及非标收缩尤其是未贴现承兑汇票的回落所致**，其中企业债券融资对 11 月社融增量的贡献率为-181%，未贴现承兑汇票的贡献为-88%，信托贷款的贡献为-52%，除此之外，外币贷款和其他对新增社融的贡献分别为-15%和-80%。近期部分地方国企债务违约对债券市场冲击较大，市场风险偏好降低，受此影响，预计企业债券融资将持续萎靡一段时间，对社融形成一定拖累。

图 1.2.1：新增社融季节性走强，略高于预期（亿元）



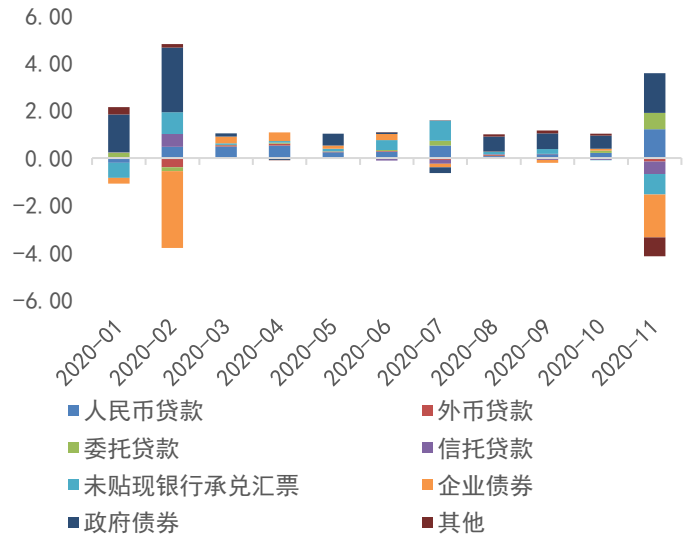
数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：新增社融及各分项同比变化（亿元）



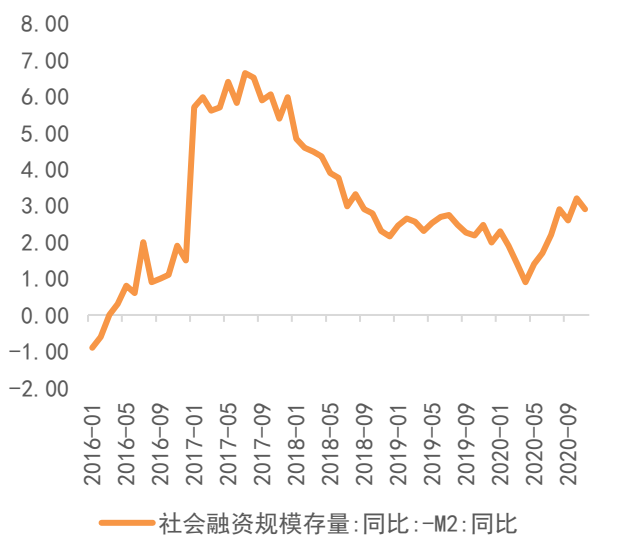
数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.3：新增各分项贡献率（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.4：社融-M2 同比剪刀差进一步走阔（%）



数据来源：Wind 南华研究

从社融与 M2 的剪刀差来看，剪刀差较上月有所回落，主要原因在于社融增速的见顶回落，或暗示货币政策将发生微调。

第2章 上周重要数据跟踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
中国	11 月外汇储备(亿美元)	31,279.82	--	31,784.90
中国	11 月 CPI:同比(%)	0.5	0.05	-0.5
中国	11 月 PPI:同比(%)	-2.1	-1.46	-1.5
中国	11 月 M0:同比(%)	10.4	--	10.3
中国	11 月 M1:同比(%)	9.1	--	10
中国	11 月 M2:同比(%)	10.5	10.58	10.7
中国	11 月社会融资规模:当月值(亿元)	14,200.00	--	21,300.00
中国	11 月新增人民币贷款(亿元)	6,898.00	13,716.67	14,300.00

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
日本	第三季度 GDP(修正):同比(%)	-10.3	--	-5.7
德国	12 月 ZEW 经济景气指数	39	46	55
德国	12 月 ZEW 经济现状指数	-64.3	-66	-66.5
欧盟	12 月欧元区:ZEW 经济景气指数	32.8	--	54.4
欧盟	第三季度欧元区:GDP(终值):环比:季调(%)	-11.7	12.6	12.5
欧盟	第三季度欧元区:实际 GDP(终值):同比:季调(%)	-14.7	-4.4	-4.3
美国	12 月 04 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)	-679	--	15,189.00
美国	11 月 CPI:季调:环比	0	--	0.2
美国	11 月 CPI:同比(%)	1.2	--	1.2
美国	11 月核心 CPI:季调:环比	0	--	0.2
美国	11 月核心 CPI:同比(%)	1.6	--	1.6
美国	12 月 05 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	716,000.00	--	853,000.00
德国	11 月 CPI:环比(%)	0.1	-0.8	-0.8
德国	11 月 CPI:同比(%)	-0.2	-0.3	-0.3
美国	11 月 PPI:最终需求:环比:季调(%)	0.3	--	--

美国	11 月 PPI:最终需求:剔除食品和能源:环比:季调	0.1	--	--
美国	11 月 PPI:最终需求:剔除食品和能源:同比:季调	1.1	--	--
美国	11 月 PPI:最终需求:同比:季调(%)	0.5	--	--
美国	11 月核心 PPI:环比:季调(%)	0	--	--

数据来源：Wind 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点