

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

南华期货 NANHUA FUTURES

宏观策略周报 2020 年 11 月 15 日

增量季节性走弱，总体结构优化

——2020年10月金融数据点评

核心观点：

1. 10 月新增信贷季节性走弱，虽低于市场预期，但整体结构有所改善。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调控升级下居民按揭贷款出现增量回落所致**。根据全年 20 万亿新增信贷的上限目标来看，截至 10 月今年新增信贷 16.9 万亿，剩下的 11-12 月新增信贷余额为 3.1 万亿，而考虑到 11 月为信贷新增的季节性旺季，预计 11 月新增信贷增量或将接近 9 月水平。

2. **社融增量低于预期主要是由于非标类贷款尤其是未贴现承兑汇票的回落所致**。向后看，按照全年 35 万亿作为新增社融上限来看，截至 10 月累计新增社融共 31.0401 万亿，前 10 个月社融月均增量为 3.1 万亿，未来两个月新增社融上限为 3.96 万亿，月均增量为 1.98 万亿，社融增速收敛在所难免，考虑到 11 月为社融季节性走高的月份以及 12 月银行基本收紧信贷，叠加 10 月底政府债券已基本发行完毕，年内政府债券发行余额不多，预计社融增速或将于本月或下月见顶。

本周关注：欧美疫情发展超预期　中美关系超预期变化
美国大选超预期

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 增量弱于季节性，总体结构优化 3
1.1. 信贷弱于季节性，企业中长期是主力 3
1.2. 社融增量不及预期，政府债券为主要贡献点 4
第 2 章 上周重要数据跟踪 6
免责申明 8

第1章　增量弱于季节性，总体结构优化

事件：

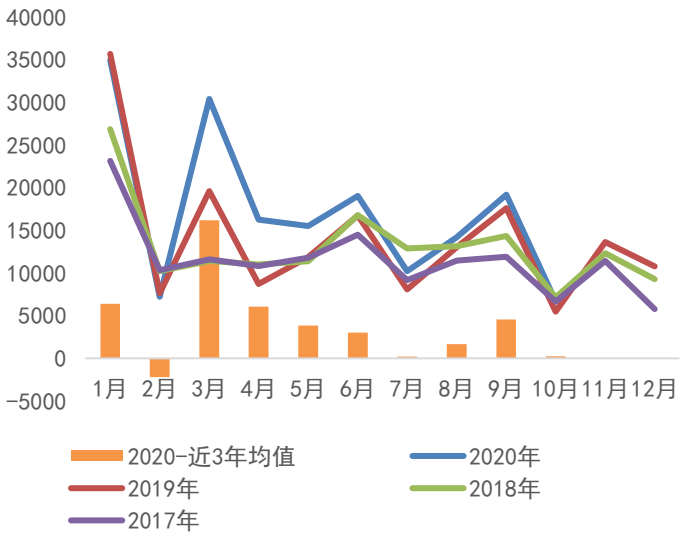
央行公布 10 月金融数据，新增信贷 6898 亿，前值 1.9 万亿；社融增量 1.42 万亿，前值 3.48 万亿；社融存量同比 13.7%，前值 13.5%；M2 同比 10.5%，前值 10.9%。。

1.1. 信贷弱于季节性，企业中长期是主力

10 月新增信贷 6898 亿元，略高于去年同期，但低于市场预期的 7880 万亿。从新增信贷的季节性特征来看，10 月是信贷增量季节性小月，但今年 2 月以来，新增信贷基本都高于往年同期水平，10 月增量微高于去年同期，较季节性水平略微偏弱。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 118%，其次居民中长期贷款对新增信贷的贡献为 59%，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 2369 亿元，而居民中长期同比多增仅为 472 亿元，增量分别为三季度月均水平的 49.35%和 34.54%，**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**。根据全年 20 万亿新增信贷的上限目标来看，截至 10 月今年新增信贷 16.9 万亿，剩下的 11-12 月新增信贷余额为 3.1 万亿，而考虑到 11 月为信贷新增的季节性旺季，预计 11 月新增信贷增量或将接近 9 月水平，但结构层面预计居民中长期贷款因房地产持续受到压制，企业中长期则有望随着经济接近潜在经济增速而延续扩张。

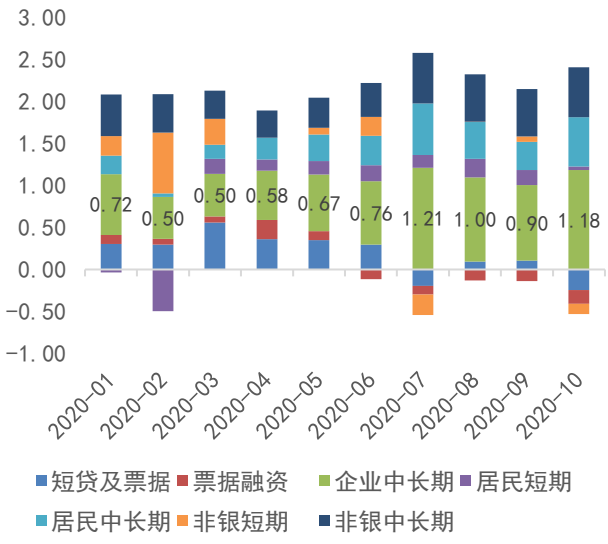
M1 同比进一步回升 1pct 至 9.1%，M2 同比小幅回落 0.4pcts 至 10.5%(从新增存款看，M2 同比的小幅回落主要系大量资金停留在财政存款所致，新增存款同比多增情况看，唯有财政存款同比多增 3499 亿元，其余分项存款同比均有所回落)。总体而言，M1-M2 剪刀差进一步扩大，显示企业对未来的经济预期进一步向好。

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

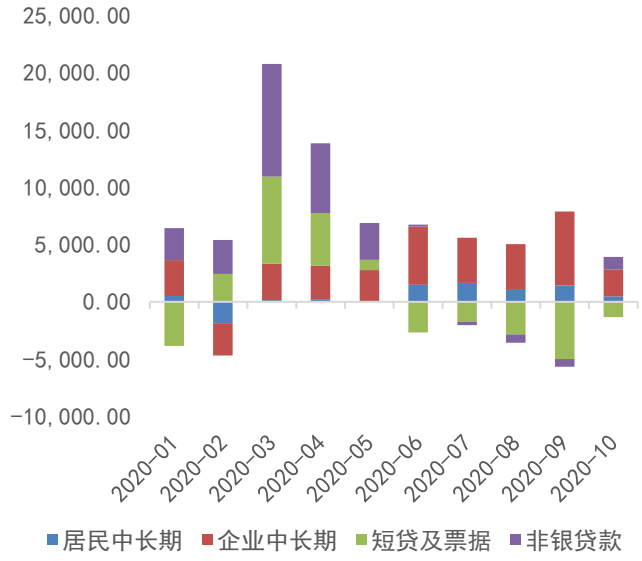
图 1.1.2：新增信贷中各口径贡献率（100%）



数据来源：Wind 南华研究

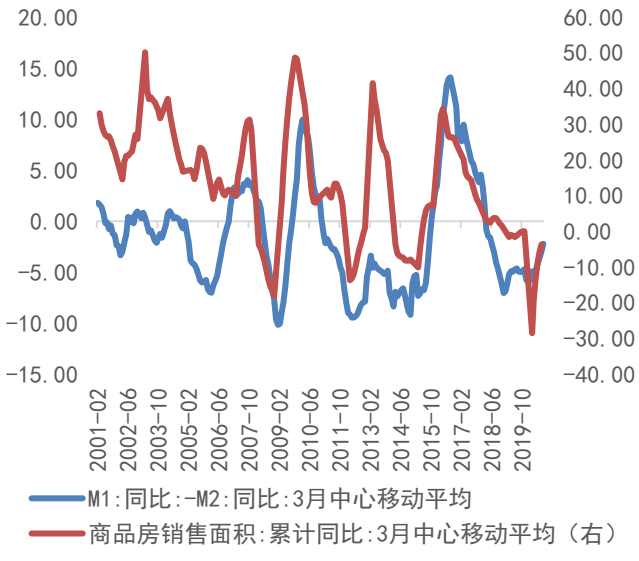
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.1.3：新增人民币贷款同比多增情况（亿元）



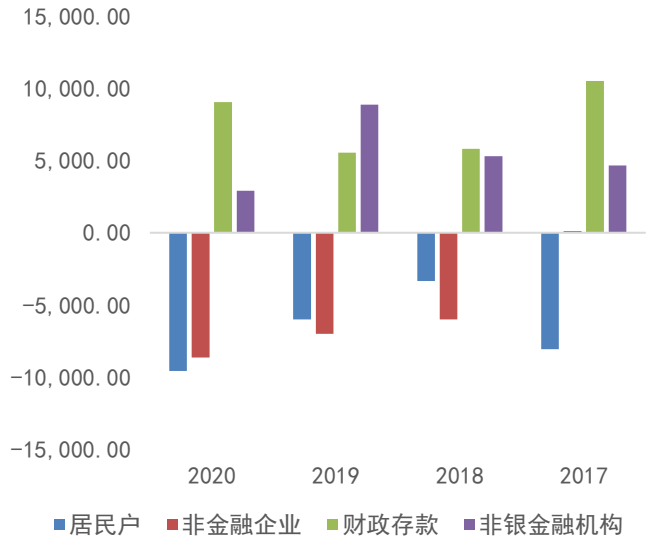
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：M1-M2 剪刀差扩大（%）



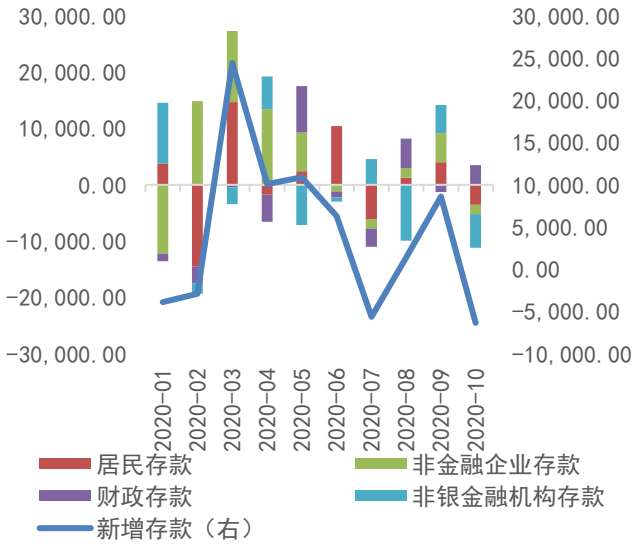
数据来源：Wind 南华研究

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）



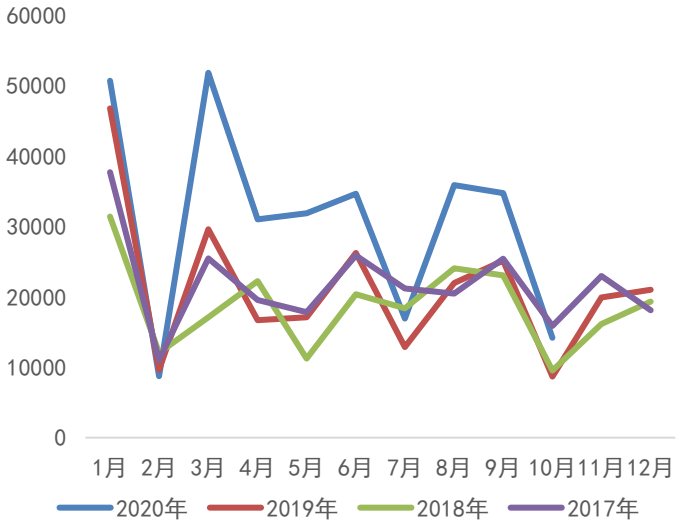
数据来源：Wind 南华研究

1.2. 社融增量不及预期，政府债券为主要贡献点

10 月新增社融 1.42 万亿，与新增信贷类似，10 月是社融增量的季节性小月，社融走低系季节性走弱，不过略低于市场预期。从同比情况看，社融当月同比多增 5520 亿元，其中主要贡献来自于政府债券，同比多增 3060.11 亿元，其次是人民币贷款，同比多增 1193.36 亿元。政府债券净融资的同比多增主要是因为财政部要求地方政府专项债加快发行使用、力争在 10 月底前发行完毕，从而出现政府发债速度加快所导致的。

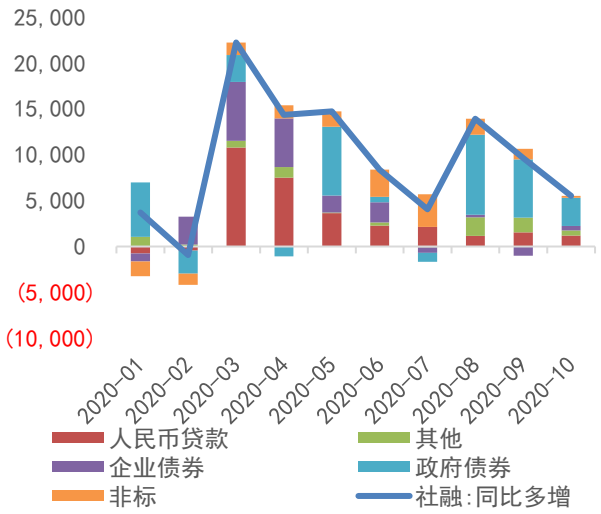
从各分项对新增社融的贡献率来看，其中人民币贷款贡献47%，政府债券贡献35%，企业债券贡献18%，其他贡献为17%，**社融增量低于预期主要是由于非标收缩尤其是未贴现承兑汇票的回落所致**，其中未贴现承兑汇票对10月社融增量的贡献为-8%，信托贷款的贡献为-6%，除此之外，委托贷款和外币贷款对新增社融的贡献均为-1%。票据融资的回落是中国人民银行公布的《标准化票据管理办法》继续规范标准化票据融资机制下票据融资大幅减少所致。

图1.2.1：新增社融季节性走弱，略低于预期（亿元）



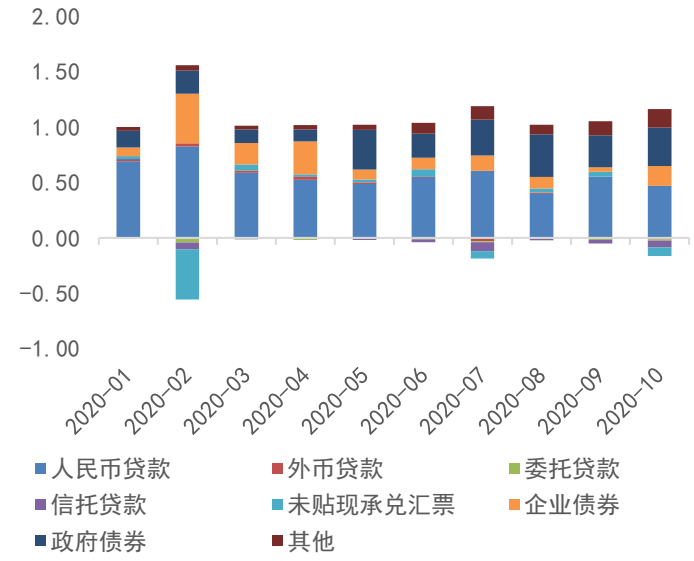
数据来源：Wind 南华研究

图1.2.2：新增社融及各分项同比变化（亿元）



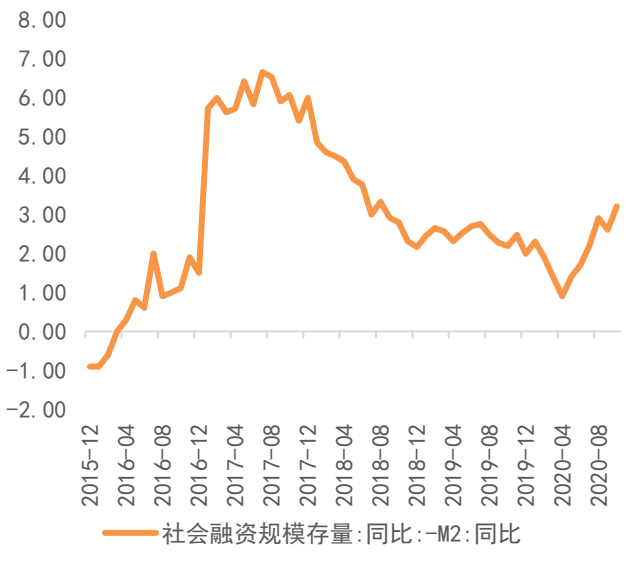
数据来源：Wind 南华研究

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

向后看，按照全年35万亿新增社融上限来看，截至10月累计新增社融共31.0401万亿，前10个月社融月均增量为3.1万亿，未来两个月新增社融上限为3.96万亿，月

请务必阅读正文之后的免责条款部分

均增量为 1.98 万亿，社融增速收敛在所难免，考虑到 11 月为社融季节性走高的月份以及 12 月银行基本收紧信贷，叠加 10 月底政府债券已基本发行完毕，年内政府债券发行余额不多，预计社融增速或将于本月或下月见顶。

从社融与 M2 的剪刀差来看，剪刀差进一步走阔，显示当前实体企业的融资需求较强，经济景气度进一步向好。

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	10 月 CPI:同比(%)	1.7	0.75	0.5
中国	10 月 PPI:同比(%)	-2.1	-2.07	-2.1
中国	10 月 M0:同比(%)	11.1	--	10.4
中国	10 月 M1:同比(%)	8.1	--	9.1
中国	10 月 M2:同比(%)	10.9	10.83	10.5
中国	10 月社会融资规模:当月值(亿元)	34,800.00	--	14,200.00
中国	10 月新增人民币贷款(亿元)	19,000.00	7,880.00	6,898.00

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
德国	11 月 ZEW 经济景气指数	56.1	40	39
德国	11 月 ZEW 经济现状指数	-59.5	-65	-64.3
欧盟	11 月欧元区:ZEW 经济景气指数	52.3	--	32.8
德国	10 月 CPI:环比(%)	-0.2	0.1	0.1
德国	10 月 CPI:同比(%)	-0.2	-0.2	-0.2
英国	第三季度 GDP(初值):同比:季调(%)	-21.46	--	-9.58
美国	10 月 CPI:季调:环比	0.2	--	0
美国	10 月 CPI:同比(%)	1.4	--	1.2
美国	10 月核心 CPI:季调:环比	0.2	--	0
美国	10 月核心 CPI:同比(%)	1.7	--	1.6
美国	11 月 07 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	757,000.00	--	709,000.00
美国	11 月 06 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)	-7,998.00	--	4,277.00
法国	第三季度 GDP(初值):同比:季调(%)	-18.9	--	-4.3
美国	10 月 PPI:最终需求:环比:季调(%)	0.4	--	0.3

美国	10 月 PPI:最终需求:剔除食品和能源:环比:季调	0.4	--	0.1
美国	10 月 PPI:最终需求:剔除食品和能源:同比:季调	1.2	--	1.1
美国	10 月 PPI:最终需求:同比:季调(%)	0.5	--	0.5
美国	10 月核心 PPI:环比:季调(%)	0.4	--	0
美国	10 月核心 PPI:同比:季调(%)	1.3	--	1.2

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