信用环境依然宽松，助力经济复苏

—9 月金融数据点评

宏观研究报告

2020 年 10 月 15 日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：万亮

期货从业证书号：F3048197

投资咨询证书号：Z0015573

电话：023-67071029

邮箱：wl@swfutures.com

一、社融总量增长，信贷结构优化

2020 年 10 月 14 日，央行发布了我国 9 月金融数据。初步统计，2020 年前三季度社会融资规模增量累计为 29.62 万亿元，比上年同期多 9.01 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.69 万亿元，同比多增 2.79 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 3052 亿元，同比多增 3863 亿元；委托贷款减少 3190 亿元，同比少减 3264 亿元；信托贷款减少 4137 亿元，同比多减 3059 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 5676 亿元，同比多增 1.09 万亿元；企业债券净融资 4.1 万亿元，同比多 1.65 万亿元；政府债券净融资 6.73 万亿元，同比多 2.74 万亿元；非金融企业境内股票融资 6099 亿元，同比多 3756 亿元。9 月份，社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比上年同期多 9630 亿元。

初步统计，9 月末社会融资规模存量为 280.07 万亿元，同比增长 13.5%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 168.26 万亿元，同比增长 13.2%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.35 万亿元，同比增长 7.7%；委托贷款余额为 11.13 万亿元，同比下降 5.1%；信托贷款余额为 7.03 万亿元，同比下降 8.5%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.9 万亿元，同比增长 18.7%；企业债券余额为 27.39 万亿元，同比增长 20.6%；政府债券余额为 44.46 万亿元，同比增长 20.2%；非金融企业境内股票余额为 7.97 万亿元，同比增长 10%。

信贷方面，前三季度人民币贷款增加 16.26 万亿元，同比多增 2.63 万亿元。9 月末，本外币贷款余额 175.49 万亿元，同比增长 12.8%。月末人民币贷款余额 169.37 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.5 个百分点。

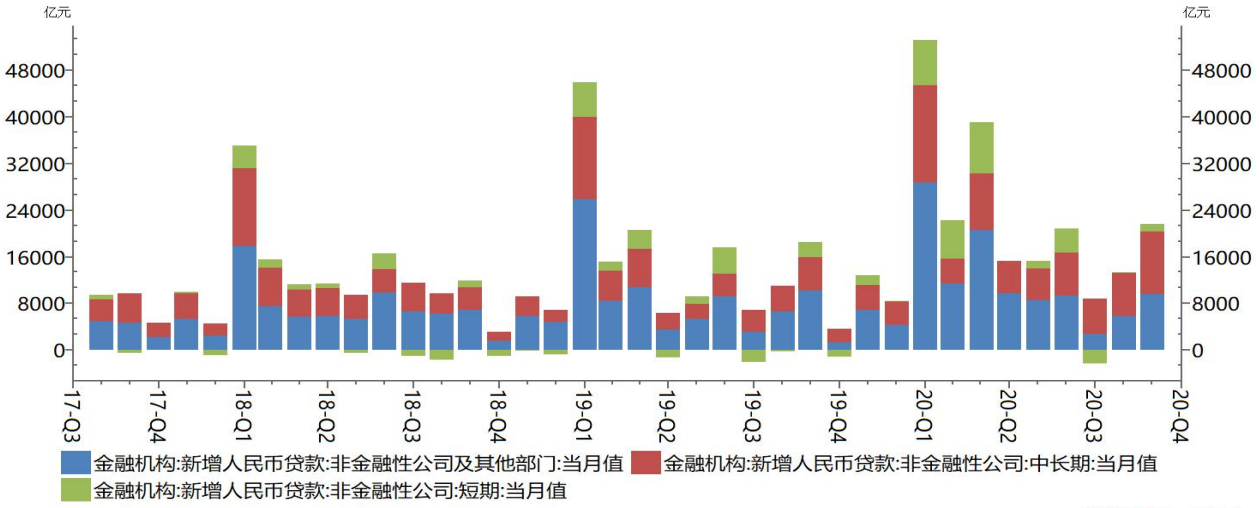
9 月金融、信贷数据全面超预期，社融增速进一步上升至 13.5%，再创本轮信用扩张周期的高点。信贷增速则略微回落至 13.2%，但中长期贷款占比明显上升，信贷结构趋于优化。从社融结构上看，增量主要来源于政府债券发行，信贷增速则有所放缓。这主要与地方政府债券与专项债发行、广义财政落地相关，预计将支持基建投资增速进一步回升。

从居民信贷结构来看，2020 年前三季度，住户部门贷款增加 6.12 万亿元，其中，短期贷款增加 1.53 万亿元，中长期贷款增加 4.6 万亿元，均显著高于去年同期水平。居民中长期贷款高增，表明居民加杠杆的意愿仍很强，侧面证实了房地产销售增速维持高位。预计房地产市场的景气仍将延续。

从企业部门的信贷结构来看，前三季度企（事）业单位贷款增加 10.56 万亿元，其中，短期贷款增加 2.71 万亿元，中长期贷款增加 7.25 万亿元，票据融资增加 4368 亿元;非银行业金融机构贷款减少 4720 亿元。企业中长期贷款维持高位表明信用环境宽松，切实体现了金融部门对实体经济的支持

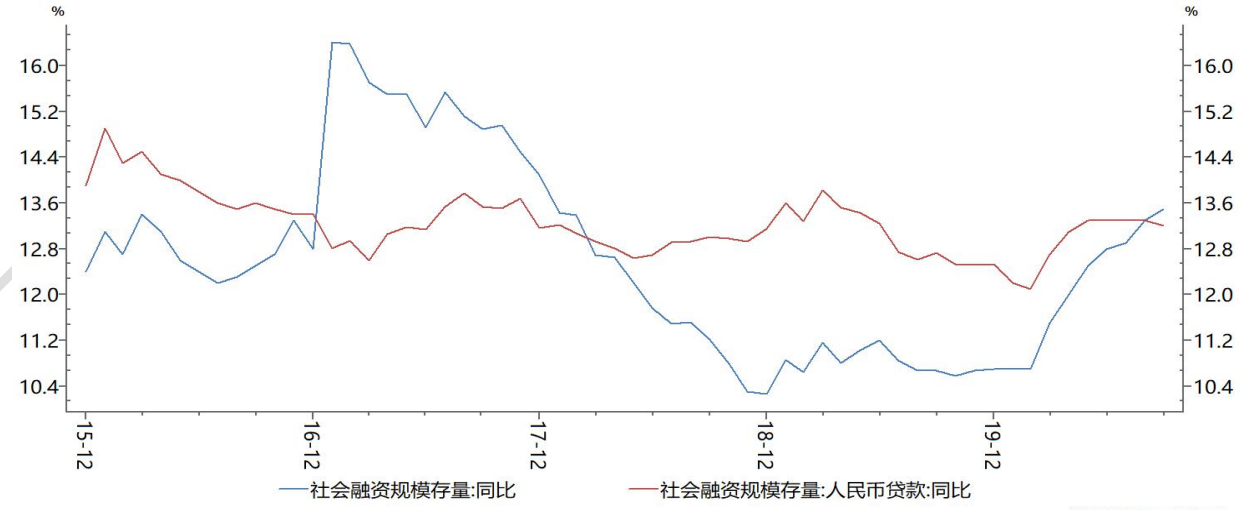
力度，也体现了实体企业旺盛的融资需求。因此，尽管企业贷款总量上增速放缓，但信贷结构更趋于优化。

图 1：企业信贷结构



数据来源：Wind

图 2：社会存量与人民币贷款增速



数据来源：Wind

对于未来社融与人民币贷款增速的走向，央行在金融统计数据新闻发布会上表示，“三季度应该说信贷和社融的增速我们感觉还是合理增长，还没有到偏快增长的状况。”“应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。”这表明在新冠疫情的特殊背景下，央行将维持信用宽

松的政策环境，允许宏观杠杆率的阶段性上升以支持经济，无需担心货币政策的过快收紧。随着名义 GDP 增速进一步修复，社融、M2 增速与名义 GDP 增速剪刀差将进一步收窄，这也为未来更好的保持合理的宏观杠杆率的水平创造了条件。

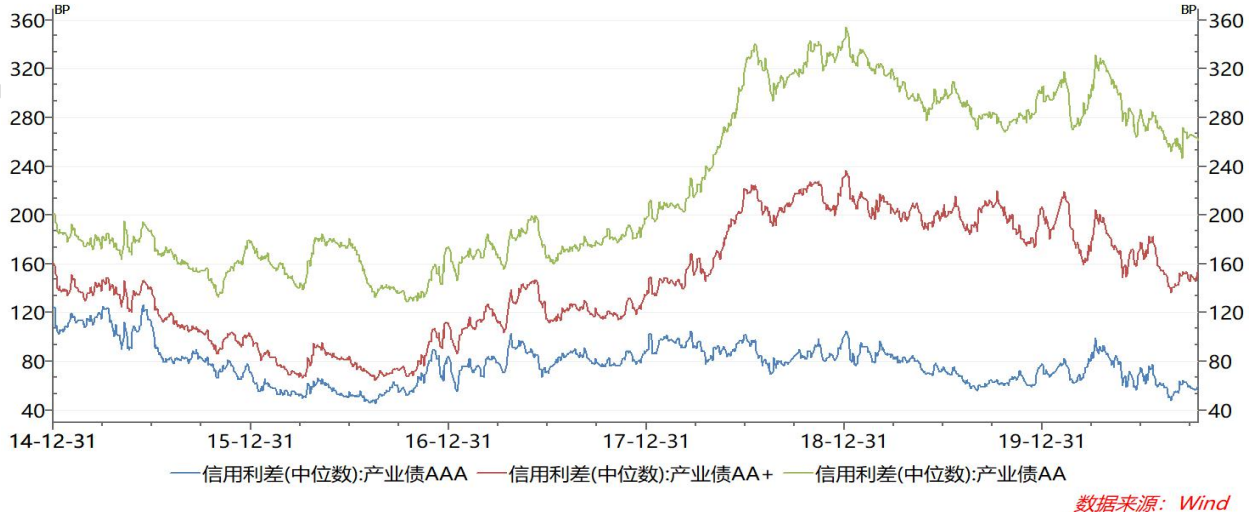
二、M1 和 M2 增速进一步上升，M1-M2 剪刀差略微走阔

9 月末，广义货币(M2)余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.23 万亿元，同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.1 个和 4.7 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.24 万亿元，同比增长 11.1%。前三季度净投放现金 5181 亿元。

M2 增速由 8 月的 10.4%回升至 10.9%，但仍低于二季度的高点 11.1%。与信贷增速类似，随着疫情期间特殊的货币政策退出，流动性边际收紧，货币政策趋于稳健。可以预见，未来社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速的之差，可能将进一步收窄。

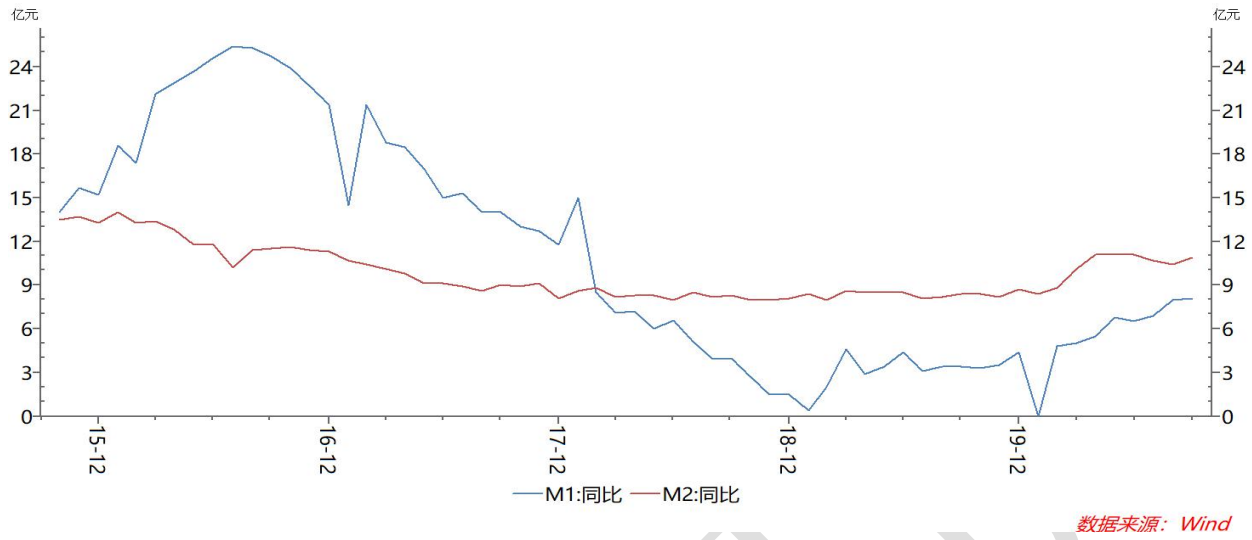
M1 增速则进一步上升至 8.1%，表明企业现金流状况进一步改善，盈利能力和投资信心均在回复。M1-M2 剪刀差尽管较 8 月有所回升，但较前期低点已经显著收窄，证实微观活跃度上升，经济景气度的持续上行，从股票市场风格的角度，利好周期股胜过成长股。

图 3：信用利差走势



数据来源：Wind

图 4：M1 和 M2 同比增速



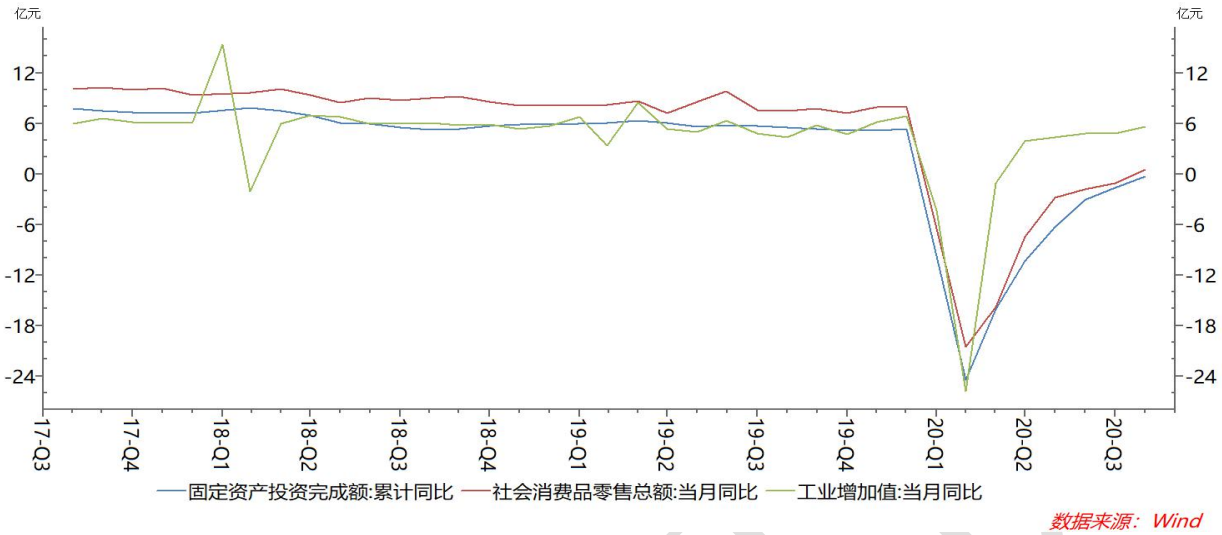
数据来源：Wind

三、宏观经济展望及利率走势分析

总结 2020 年 9 月金融数据，呈现结构优化、总量增长态势。社融、信贷数据均高于预期，政府债券发行保持高位，信贷结构以中长期贷款为主，社融存量增速持续上升，M1 和 M2 增速进一步上升。数据表明，当前信用环境依然宽松，助力宏观经济持续复苏，但随着国内货币政策的回归常态，四季度名义 GDP 有望大幅上行，社融存量、M2 增速与名义 GDP 增速之差，将大概率收窄。

针对国内政策的取向，央行在发布会上表示，“近几个月来随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的。”“下一阶段将保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长，为确保全面建成小康社会和经济高质量发展提供良好的货币环境。”“应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。”因此，预计央行将维持稳货币+宽信用的政策组合，央行将并不急于加码总量上的宽松政策，为未来留出正常的货币政策空间；当前国内货币政策将以宽信用和降成本为主，通过精准的“滴灌”，支持实体企业的复苏。

图 5：固定资产投资与社消增速



数据来源：Wind

对于宏观经济的走势，我们认为，当前信用环境宽松，宏观经济有望延续企稳复苏态势，原因在于：经济周期一般滞后于信用周期两个季度左右，考虑到 2020 年上半年的低基数，2021 年上半年前，GDP 同比增速均有望为高位；宽财政下基建投资增速有望显著回升，房地产行业有望延续高景气状态，融资成本下降和景气度回升双重利好，推动制造业投资低位回升；随着疫情防控趋于常态化，疫苗研发的顺利推进，消费信心有望进一步恢复，汽车、餐饮、旅游等前期受疫情影响较大的服务业有望显著回补；随着国外经济从衰退中修复，外贸部门有望保持韧性并向上修复。因此，在信用、基建、地产、外贸、服务业等多重向上驱动下，国内经济有望延续复苏态势。

对于国债期货的走势，我们仍然维持已有的观点。国内经济有望延续复苏态势，经济数据有望持续修复。国内货币政策整体稳健，流动性边际收紧。信用条件保持宽松，市场风险偏好处于高位。海外经济则努力从疫情引发的经济衰退中复苏，疫苗的顺利推进提振市场信心，整体环境对国债偏空。当前，十年期国债收益率仍处于历史均值水平之下，有望随着经济数据的修复进一步回升。因此仍建议投资者逢高做空国债期货。

【免责声明】

西南期货有限公司具有期货投资咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些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、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：023-67070520

023-63605636

邮编：400023