基本面持续修复，关注细分结构

——宏观月报

报告要点：

- **PMI 好于市场预期，供需两端均有改善**

作为我国经济的重要先行指标，9 月中采制造业 PMI 指数为 51.5%，略高于市场预期，连续 7 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 55.9%，较上月略有回升。供给端与需求端同步改善，原材料价格小幅回升，出厂价格出现回落。服务业和建筑业仍保持较高景气度区间，但就业压力仍存。

- **GDP 进一步回升，猪肉带动 CPI 回落**

三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度回升 1.7 个百分点，略低于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，年内转正。三大产业继续修复，第一产业同比已经回升至疫情前水平；三季度第三产业改善较快，经济结构出现边际变化。9 月 CPI 同比上涨 1.7%，前值 2.4%，猪肉回落带动 CPI 下行。PPI 同比下降 2.1%，前值为-2%，修复进程边际放缓。

- **工业增加值超预期，制造业加速回暖**

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，1-9 月工业增加值累计同比增长 1.2%，较上期回升 0.8 个百分点，工业增加值增速再次超出市场预期，制造业加速回暖，17 个主要行业增加值增速与 8 月相比多数上行。

- **消费、投资、进出口整体表现良好，细分项出现结构性分化**

消费方面，9 月社零加速回升，同比增速为 3.3%，较上月回升了 2.8 个百分点，高于市场预期。必需品消费在年初高增后逐步恢复正常增长节奏，可选消费品维持稳定增长，汽车消费景气度持续。投资方面，固定资产投资累计同比增速 0.8%，年内首次转正。其中制造业投资平稳恢复；房地产投资仍然较强，但需求放缓；基建回升速度低于预期。进出口方面，我国进出口数据表现强劲，同比增长 11.4%。其中出口受替代效应和传统需求回暖影响较上月小幅回升；进口受大宗商品价格效应及去年进口低基数影响大幅好于前值。

- **社融表现亮眼，信贷结构边际改善**

9 月社融余额同比增长 13.5%，M2 当月同比增长 10.9%，新增人民币贷款 1.9 万亿元。社融增速超预期，政府债券仍为社融主要拉动项。企业及居民中长期贷款增幅明显，信贷结构边际改善。M2 增速边际回升，实体经济活力逐渐释放。前三季度中国信贷和社融规模增速保持合理增长，考虑到允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济信用支持的政策已取得显著成效，同时我国货币政策的首要目标已由保就业过渡至金融稳定，预计我国货币政策将维持中性。

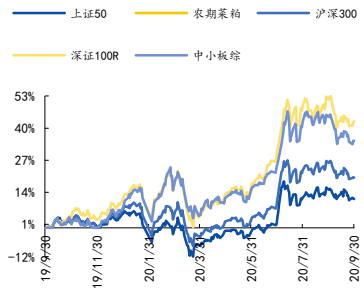
整体上看，9 月及前三季度宏观经济持续修复。3 季度累计 GDP 同比已在年内转正，三大产业均边际改善。从供给侧角度看，我国工业制造业加速回暖，工业增加值超预期。需求侧角度看，消费，投资，进出口均表现良好。同时在适度灵活的稳健货币政策引导下，社融和信贷数据表现亮眼。预计四季度我国基本面将进一步改善，考虑到假期及“双十一”带来的消费拉动，消费或成经济新增长点，同时可关注基建投资的后续增长情况。但考虑到制造业仍受外需偏弱的影响以及地产调控政策趋严，经济恢复或出现边际放缓。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦升级，海内外经济超预期下滑

主要数据：

上证综指：	3218.05
深圳成指：	12907.45
沪深 300：	4587.40
中小盘指：	4261.80
创业板指：	2574.76

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-跨季资金无忧，短端波动加大-宏观流动性双周报(第 5 期)》2020.09.28

《国元宏观-复苏趋势延续，经济结构优化-宏观月报》2020.09.21

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. PMI 好于预期，基本面持续改善 4
1.1 PMI 好于预期，生产需求同步改善 4
1.2 原材料价格小幅回升，出厂价格出现回落 4
1.3 小型企业边际改善，服务业景气回升 5
2. GDP 累计同比转正，三大产业继续修复 5
3. CPI 加速回落，PPI 修复波动放缓 6
3.1 猪肉价格回落带动 CPI 下行 6
3.2 原油价格回落带动 PPI 修复出现波动 7
4. 9 月工业增加值加速回升 8
5.消费：可选持续景气，必选消费回升 9
6.投资：投资年内首次转正，房地产投资仍景气 10
7.贸易：进出口两侧均表现强劲 12
8.货币金融：社融表现亮眼，信贷结构边际改善 13
8.1 M2 增速边际回升，M1 增速仍维持相对高位 13
8.2 中长期贷款增幅明显，信贷结构边际改善 13
8.3 社融增速表现亮眼，政府债券仍为社融主要拉动项 14

图表目录

图 1：生产与新订单 4
图 2：中采 PMI 分项 4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数 4
图 4：小型企业 PMI 边际改善 5
图 5：服务业持续回升 5
图 6：三季度 GDP 增速略低于市场预期 6
图 7：三大产业继续修复 6
图 8：第二产业成为主要拉动项 6
图 9：消费对 GDP 同比贡献率大幅回升 6
图 10：9 月 CPI 加速下行 7
图 11：9 月核心 CPI 与上月持平 7

图 12：猪肉价格同比大幅回落 7
图 13：猪肉对 CPI 拉动大幅下行 7
图 14：9 月 PPI 同比降幅扩大 8
图 15：石化产业链拖累 PPI 继续修复 8
图 16：9 月工业增加值加速回升 9
图 17：四大产业工业增加值同比 9
图 18：上游行业继续回升 9
图 19：主要工业品产量维持高增 9
图 20：9 月社零继续修复 9
图 21：必选消费回升 9
图 22：汽车仍是社零增长的拉动项 10
图 23：固定资产投资完成额累计同比年内转正 11
图 24： 基建投资回升速度放缓 11
图 25：制造业投资平稳回升 11
图 26：房地产投资额维持高增 11
图 27： 住宅投资回升较快 11
图 28：商品房销售面积开始放缓 11
图 29：进出口维持高景气度 12
图 30：机电产品出口回暖 12
图 31：M1 与 M2 剪刀差小幅扩张 13
图 32：新增人民币存款情况 13
图 33：居民中长期贷款企稳回升 14
图 34：企业中长期贷款增幅明显 14
图 35：9 月社融规模维持相对高位 14
图 36：政府债券仍为社融主要拉动项 14

1. PMI 好于预期，基本面持续改善

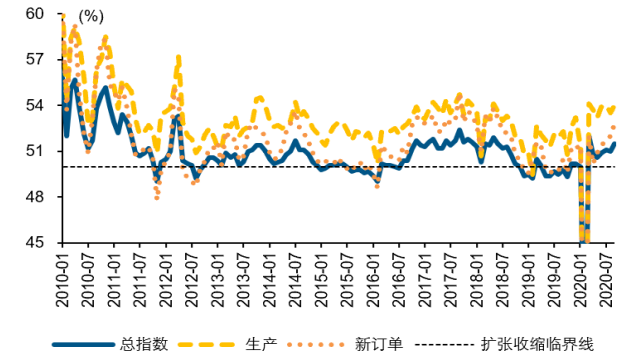
1.1 PMI 好于预期，生产需求同步改善

9 月中采制造业 PMI 指数为 51.5%，较上月上升 0.5 个百分点，略高于市场预期，连续 7 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 55.9%，较上月上升 0.7 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月上升 0.6 个百分点。

从细分项来看，9 月生产指数为 54%，较上月上升 0.5 个百分点，连续 7 个月维持在 53%以上，工业生产良好趋势继续延续。新订单指数上行 0.8 个百分点至 52.8%，其中新出口定单指数上行 1.7 个百分点至 50.8%，今年以来首次升至荣枯线以上。内需方面受益于经济基本面持续修复以及极端天气减少等因素影响，整体呈现企稳向好的趋势；外需方面由于海外疫情反复，带疫复工下供需缺口仍存，新兴市场国家疫情依然严重，对我国出口订单的需求持续增加。

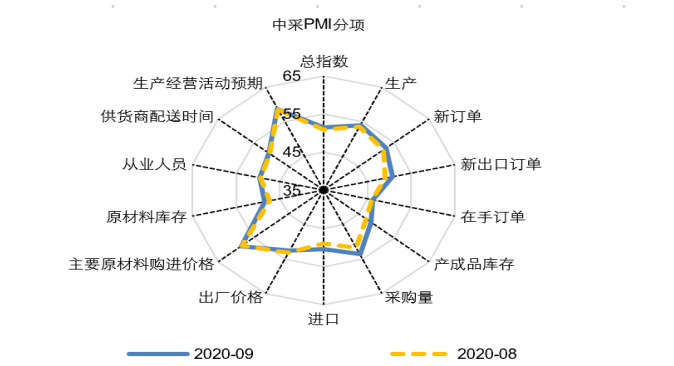
在库存方面，原材料库存指数上升 1.2 个百分点至 48.5%，达到自 4 月份以来的最高值；产成品库存指数上升 1.3 个百分点至 48.4%。伴随着经济企稳回暖与需求端进一步改善，工业企业库存将有望逐步从被动去库存转入主动补库存阶段。在就业方面，从业人员指数小幅上升 0.2 个百分点至 49.6%。其中大型企业从业人员指数为 51.1%，已经处于 50%以上的扩张区间，较上月回升 1 个百分点；而中小型企业从业人员指数同为 48.1%，都处于荣枯线之下，中型企业还较上月回落了 1 个百分点。由此可见，就业压力仍然存在。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

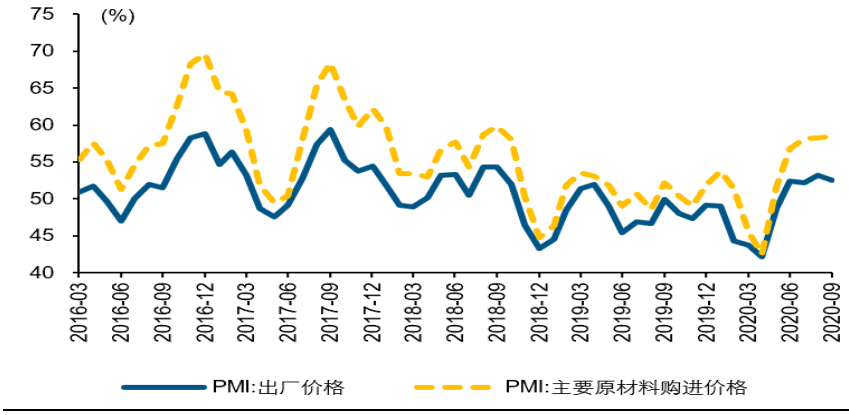


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 原材料价格小幅回升，出厂价格出现回落

9 月主要原材料购进价格指数为 58.5%，较上月小幅回升 0.2 个百分点；出厂价格指数为 52.5%，较上月回落了 0.7 个百分点。9 月以来钢铁煤炭等上游原材料冲高回落，但仍维持在相对高位，疫情对于供给端的影响已经趋弱。原材料购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差并未明显收窄，工业企业利润的进一步改善或存在压力。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



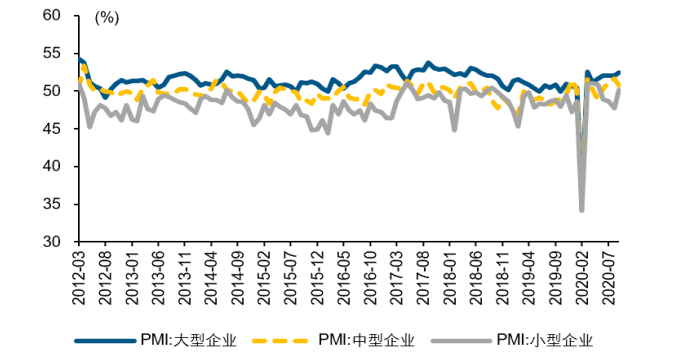
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 小型企业边际改善，服务业景气回升

9 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.5%、50.7%、50.1%，较上月分别上升 0.5，回落 0.9，上升 2.4 个百分点。自 3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 7 个月处于荣枯线以上，仍处于较高景气区间。同时伴随政策扶持力度加强以及市场需求持续改善，小型企业 PMI 回升至荣枯线以上。

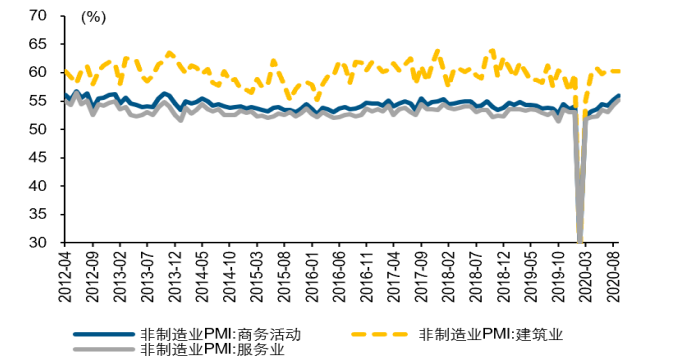
9 月非制造业 PMI 为 55.9%，较上月上升 0.7 个百分点。其中服务业 PMI 指数为 55.2%，较上月上升 0.9 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.2%，与上月持平。服务业方面，随着经济基本面持续修复，居民服务型消费显著回升，餐饮、住宿、休闲娱乐等行业景气度边际改善。建筑业方面，伴随着基础设施建设的稳步推进，建筑业或将继续维持在较高的景气度水平。

图 4：小型企业 PMI 边际改善



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：服务业持续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

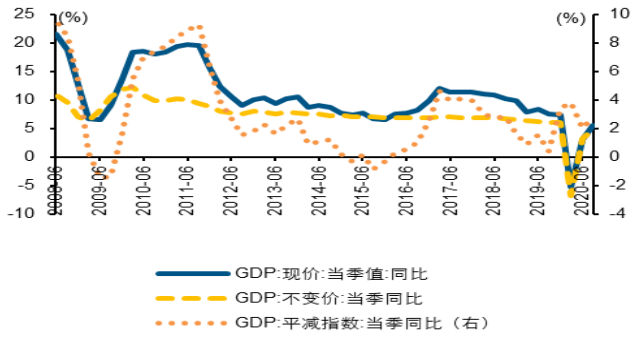
2. GDP 累计同比转正，三大产业继续修复

前三季度 GDP 累计增速转正，当季增速小幅低于市场预期。三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度回升 1.7 个百分点，略低于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，年内转正。分产业看，第一产业同比增长 3.9%、较二季度改善 0.6 个百分点，已经回升至疫情前水平；第二产业同比增长 6.0%，较二季度改善 1.3 个百分

点；第三产业同比增长 4.3%，较二季度改善 2.4 个百分点。三季度第三产业改善较快，主要因为我国疫情控制良好，线下消费、服务消费加速回暖。

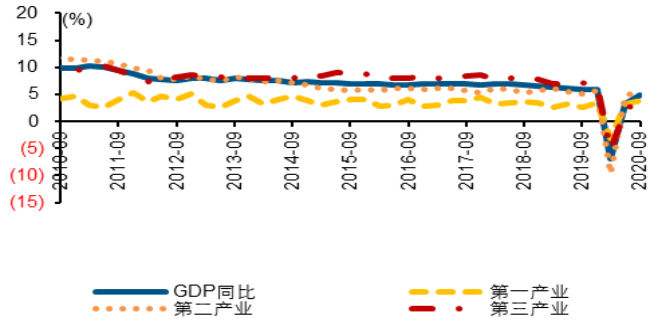
三季度 GDP 回升，主要有以下三点因素。一是出口持续超预期。今年二季度以来我国出口持续高景气，主要因为防疫物资拉动，外需回暖，以及我国工业生产迅速恢复形成的相对优势的影响。其次地产投资三季度维持高增。3 月份以来商品房销售大幅反弹，地产投资也随之回升，8 月地产销售当月增速创 2017 年下半年以来新高，地产投资也已超去年水平。最后是消费加速修复。三季度线下消费、服务业开始加速修复，同时叠加部分可选消费品种持续高景气，需求不断修复。

图 6：三季度 GDP 增速略低于市场预期



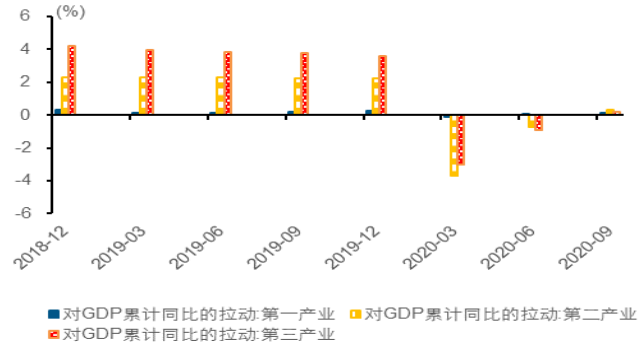
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 7：三大产业继续修复



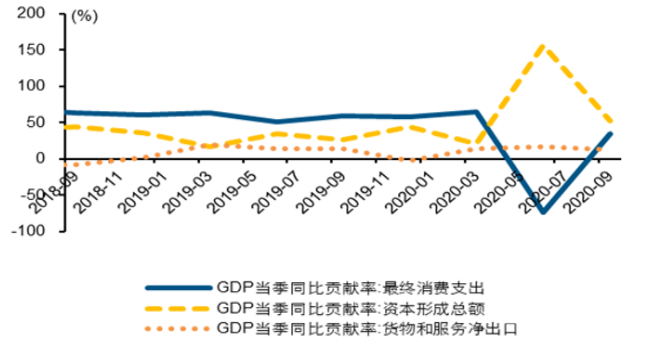
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：第二产业成为主要拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 9：消费对 GDP 同比贡献率大幅回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

3. CPI 加速回落，PPI 修复波动放缓

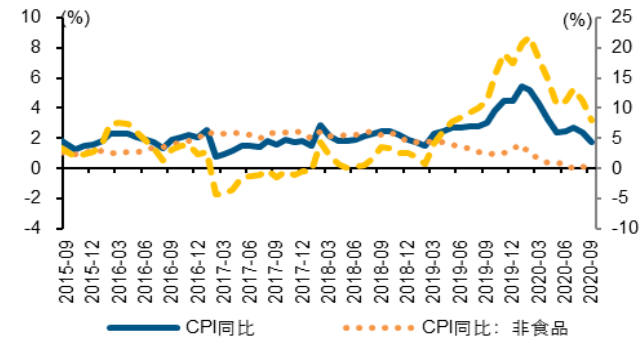
3.1 猪肉价格回落带动 CPI 下行

国家统计局 10 月 15 日公布数据显示，9 月 CPI 同比上涨 1.7%，前值上涨 2.4%，环比上涨 0.2%，前值上涨 0.4%；9 月 PPI 同比下降 2.1%，前值下降 2%，环比上涨 0.1%，前值上涨 0.3%。CPI 涨幅基本符合市场预期，PPI 降幅超出市场预期。

9 月食品 CPI 同比上涨 7.9%，增速较上月回落 3.3 个百分点；非食品 CPI 同比持平，增速较上月回落 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月持平。

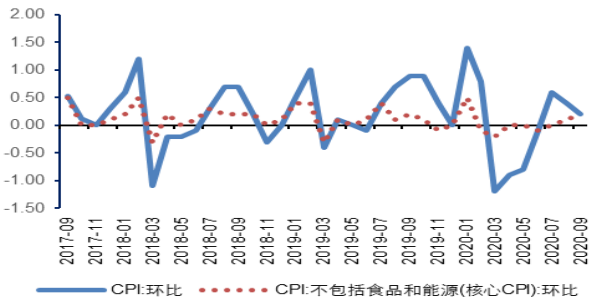
9 月食品烟酒类价格同比上涨 6.4%，影响 CPI 上涨约 2 个百分点。食品中猪肉价格同比上涨 25.5%，影响 CPI 上涨约 1 个百分点，但同比涨幅较上月大幅回落 27.1 个百分点；鲜菜价格同比上涨 17.2%，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点，同比涨幅较上月扩大了 5.5 个百分点。生猪生产持续恢复，存栏不断改善，猪肉供给增加，猪肉价格环比由上月上涨 1.2%转为下降 1.6%。但受季节因素及部分地区降雨影响，鲜菜价格环比上涨 2.4%，但涨速较上月放缓。其他七大类中，教育文娱，衣着用品需求逐步恢复，价格环比小幅上行，房租价格环比持平，同比仍维持在-1.2%的低位。

图 10：9 月 CPI 加速下行



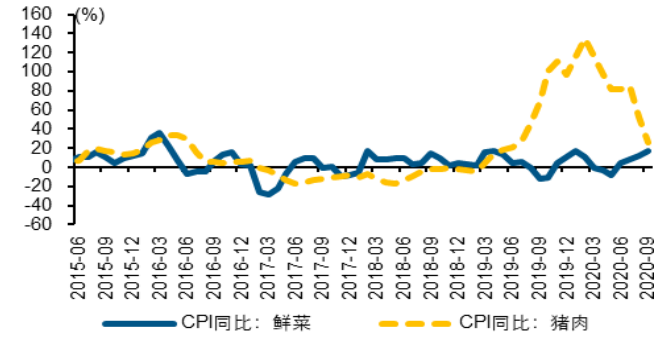
资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究中心

图 11：9 月核心 CPI 与上月持平



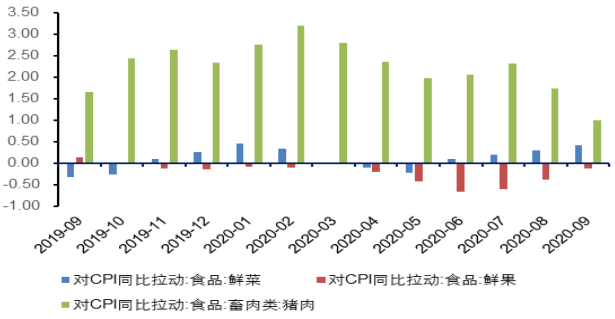
资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究中心

图 12：猪肉价格同比大幅回落



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 13：猪肉对 CPI 拉动大幅下行



资料来源：Wind，国元证券研究中心

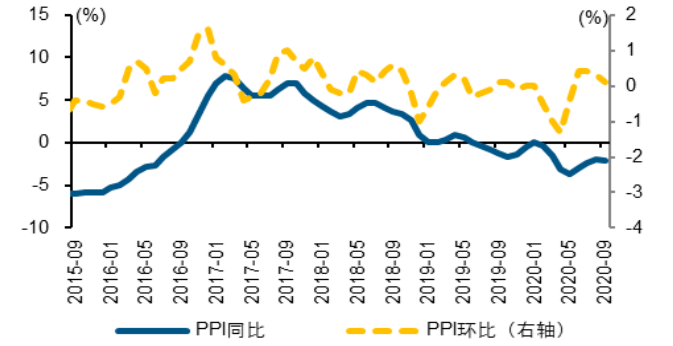
3.2 原油价格回落带动 PPI 修复出现波动

9 月 PPI 同比下降 2.1%，前值下降 2%，环比上涨 0.1%，前值上涨 0.3%。9 月 PPI 生产资料价格同比下降 2.8%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点，环比上涨 0.2%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点；生活资料价格同比由上月上涨 0.6%转为下降 0.1%，环比由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%。

月中受欧美疫情出现反弹的影响，国内外大宗商品价格回落，原油价格下滑带动石油天然气产业链出厂价格环比回落。细分行业看，石油天然气（-2.3%），化学纤维制造

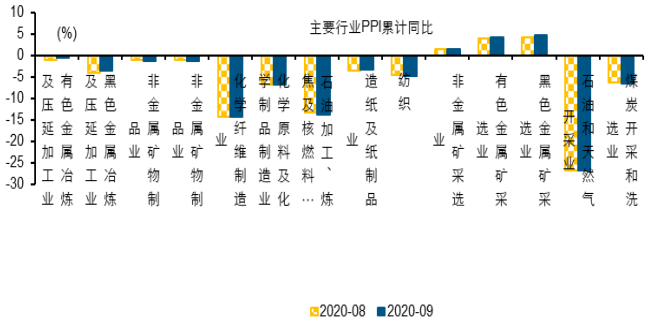
业（-1.2），石油煤炭及其他燃料加工业（-0.5）环比跌幅靠前。煤炭迎来冬储需求推动价格上行，煤炭开采和洗选业（0.3%）环比由负转正。其他行业中，黑色金属矿采选业（+3%），黑色金属冶炼和压延加工业（+1.3%）环比涨幅靠前，计算机、通信和其他电子设备制造业（-0.7%）环比跌幅靠前。

图 14：9 月 PPI 同比降幅扩大



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 15：石化产业链拖累 PPI 继续修复



资料来源：Wind，国元证券研究中心

预计年内 CPI 继续下行，PPI 仍将维持温和修复趋势。年内非食品方面，消费信心逐步修复但难以大幅上行。食品方面，猪肉在价格环比下行，高基数的影响下，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。从 PPI 看，国际原油价格本月企稳回升，短期将带动相关产业链价格回升；中期看全球流动性在年内边际收紧的可能性较小，同时随着疫苗研发进一步推进，全球经济复苏确定性增强，预计 PPI 将年内将维持温和修复趋势，但仍需关注地产政策收紧对未来需求端的影响。

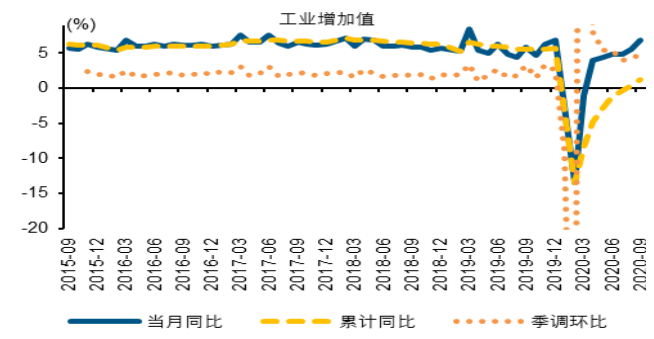
4. 9 月工业增加值加速回升

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，较上月上升 1.3 个百分点，较去年同期上升 1.1 个百分点；1-9 月工业增加值累计同比增长 1.2%，较上期回升 0.8 个百分点。工业增加值增速再次超出市场预期，经济持续恢复。

行业大类看，制造业加速回暖，9 月同比增 7.6%，较上月回升 1.6 个百分点。采矿业和公用事业小幅波动。子行业看，必选消费反弹，食品制造（6.5%）、农副食品加工（2.7%）较上月分别回升 6.0、5.2 个百分点。出口高景气，医药制造（7.4%）纺织（5.6%）较上月分别回升 3.1、2.3 个百分点。汽车制造业（16.4%）维持高增。投资维持高位带动非金属矿物（9.0%）、橡胶塑料（8.4%）、金属制品（12.6%）较上月分别回升 4.0、3.1、2.7 个百分点。

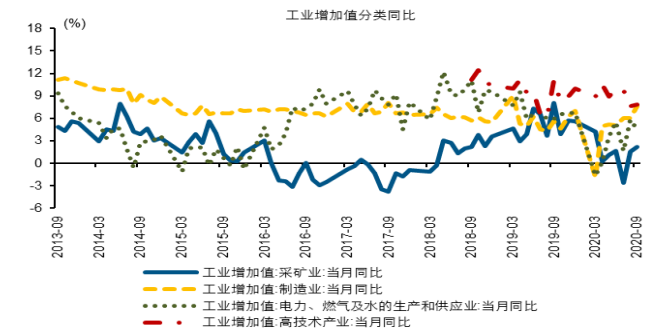
从主要工业品看，9 月发电量同比上升 5.3%，增速较上月小幅回落 1.5 个百分点；钢材产量当月同比上升 12.3%，增速较上月回升 1 个百分点；水泥产量当月同比上升 6.4%，增速较上月小幅回落 0.2 个百分点；而汽车产量当月同比上升 13.8%，增速较 8 月大幅回升 6.2 个百分点。

图 16：9 月工业增加值加速回升



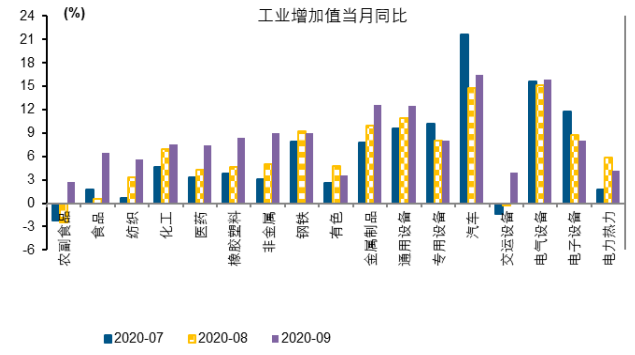
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 17：四大产业工业增加值同比



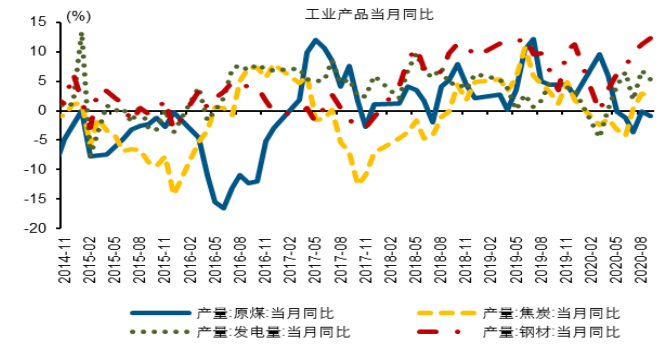
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 18：上游行业继续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 19：主要工业品产量维持高增



资料来源：Wind，国元证券研究中心

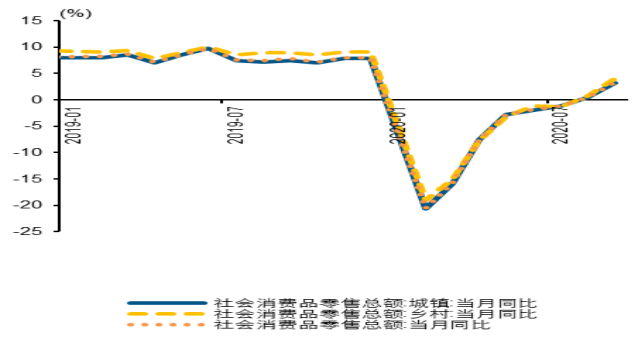
5.消费：可选持续景气，必选消费回升

9 月社零同比增速为 3.3%，较上月回升了 2.8 个百分点，高于市场预期。1-9 月社零累计同比增速为 7.2%，较 1-8 月回升了 1.4 个百分点。9 月社零加速回升。

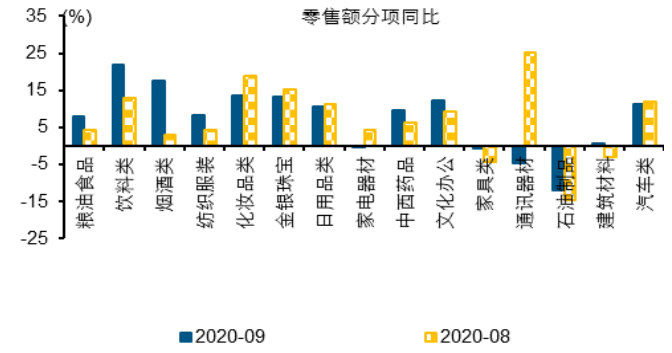
必需品消费在年初高增后逐步恢复正常增长节奏，可选品消费维持稳定增长。必选品中限额以上粮油食品（7.8%）、中西药品（9.6%）增速改善均超过 3 个百分点，日用品（10.7%）保持高增；可选品中汽车（11.2%）消费景气度持续，连续 5 个月高增长。服装鞋帽（8.3%）、家具（-0.6%）增速不同程度改善。餐饮服务持续稳步改善，同比再度上行 4.1 个百分点至-2.9%。

图 20：9 月社零继续修复

图 21：必选消费回升

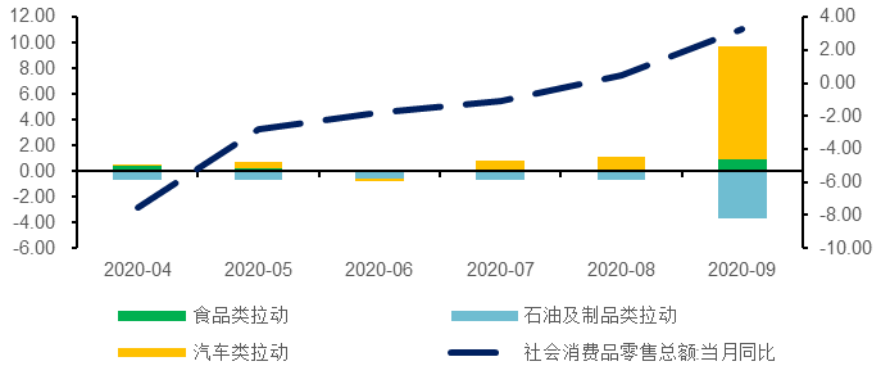


资料来源：Wind，国元证券研究中心



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 22：汽车仍是社零增长的拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

6.投资：投资年内首次转正，房地产投资仍景气

1-9 月全国固定资产投资同比增长 0.8%，较 1-8 月回升了 1.1 个百分点，年内首次转正。

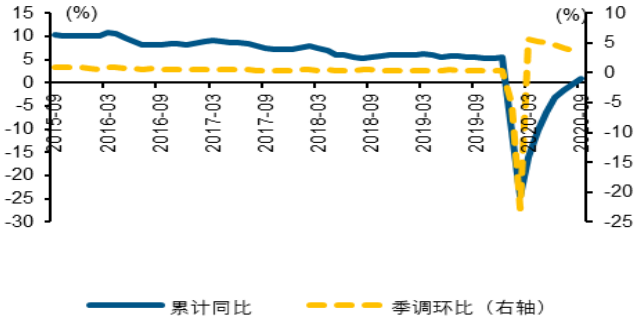
制造业投资平稳恢复。1-9 月，制造业投资累计增速回升至-6.5%，较 1-8 月收窄 1.6 个百分点。1-9 月高新技术制造业投资同比增长 9.3%，较 1-8 月份提高 0.5 个百分点，连续 5 个月正增长。细分行业看，9 月医药、计算机设备维持高增，汽车，专用设备回暖。伴随工业企业利润的持续修复、制造业中长期贷款增速的持续向好，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。

房地产投资仍然强劲，但需求放缓。1-9 月房地产开发投资同比增长 5.6%，较 1-8 月回升了 1 个百分点，按测算 9 月房地产投资同比仍增 12%，仍处于年内高位区间。分类看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 6.1%、0.5%、下降 2.5%，分别较 1-8 月回升 0.8、1.5 和 0.4 个百分点。但是从需求看，房地产需求端逐步放缓。1-9 月商品房销售面积同比增长-1.8%，较 1-8 月回升了 1.5 个百分点。但从单月看，9 月地产销售面积和销售额分别增长 7.3%和 16.0%，较 8 月分别放缓了 6.4 和

11 个百分点。同时高频数据显示 10 月以来 30 大中城市商品房销售同比也开始回落。其他指标看，1-9 月房屋施工面积同比增长 3.1%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点；房屋竣工面积下降 11.6%，降幅扩大 0.8 个百分点。整体恢复动能转弱，预计后续投资中枢可能下移。

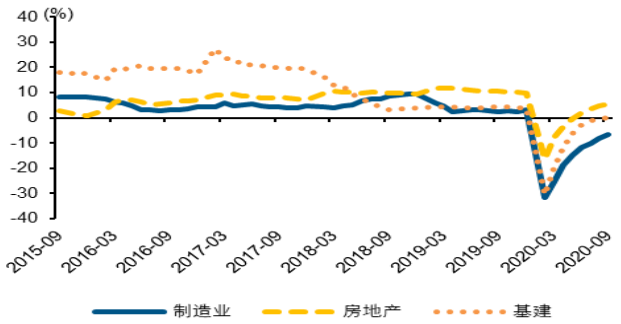
基建回升速度低于预期。1-9 月基建投资同比增长 0.2%，增速较 1-8 月回升了 0.5 个百分点，9 月单月同比增 4.9%，较上月回落了 2.7 个百分点，整体低于市场预期。9 月西南与西北地区雨水天气较多，或一定程度影响了开工进度；同时财政支出进一步落地转化为实际投资也或有 1 个月左右的滞后期，后续的财政支出仍有望延续 9 月较高的增速，预计能够支撑四季度的基建投资保持平稳增长，基建投资增速在四季度或有进一步提升空间。

图 23：固定资产投资完成额累计同比年内转正



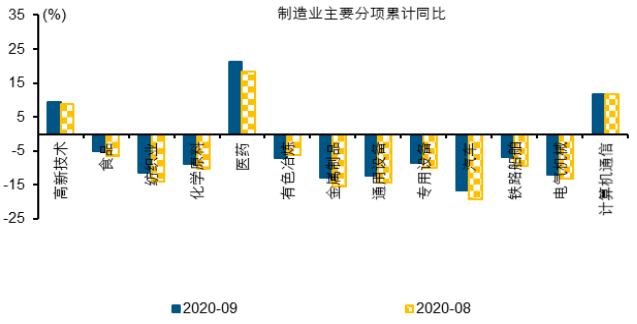
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 24： 基建投资回升速度放缓



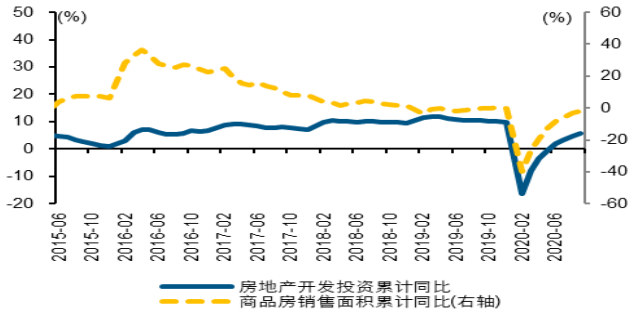
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 25：制造业投资平稳回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

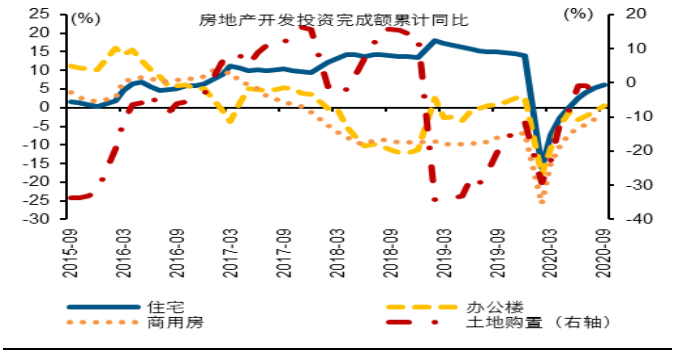
图 26：房地产投资额维持高增



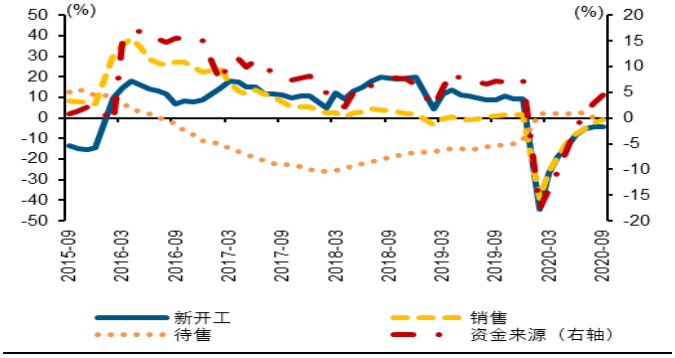
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 27： 住宅投资回升较快

图 28：商品房销售面积开始放缓



资料来源：Wind，国元证券研究中心



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体看，9 月经济数据略弱于市场预期，预计四季度我国经济整体维持复苏趋势，但后期仍需关注结构变化。房地产边际转弱，后期仍需关注基建投资增速以及消费复苏的持续情况。

7.贸易：进出口两侧均表现强劲

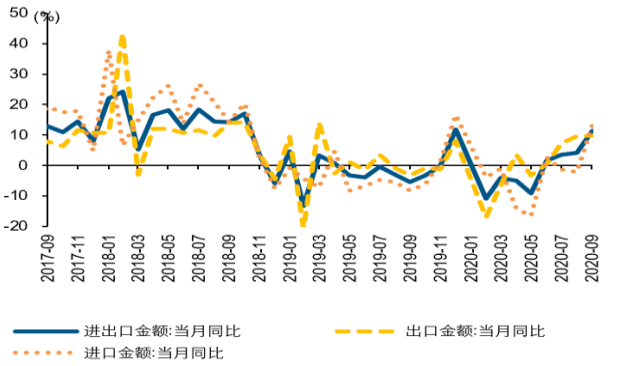
9 月我国进出口总值为 4425.2 亿美元，同比增长 11.4%。其中出口 2397.6 亿美元，同比增长 9.9%，较上月小幅回升 0.4 个百分点；进口 2027.6 亿美元，同比回升 13.2%，大幅好于前值-2.1%；贸易差额为 370 亿美元，较上月小幅下滑。

9 月出口仍处于较高景气度。从国别来看，9 月我国对美国、欧盟与东盟的出口金额累计同比均小幅回升。从出口产品类别看，传统需求回暖，机电产品对出口的拉动有所抬升，同时防疫物资对出口的拉动小幅回落，但仍维持相对高位。**9 月进口大幅超市场预期。**或由于需求端国内基本面持续修复，固定资产投资及消费出现边际改善以及供给端疫情对于海外农产品供给的负面影响，包括钢铁，铜以及大豆等在进口端均出现量价齐升，大宗商品对于出口增幅拉动明显。同时去年 9 月中美贸易争端加征关税造成的进口增速大幅下滑所形成的基数效应，也是 9 月进口同比增速大幅回升的关键因素之一。

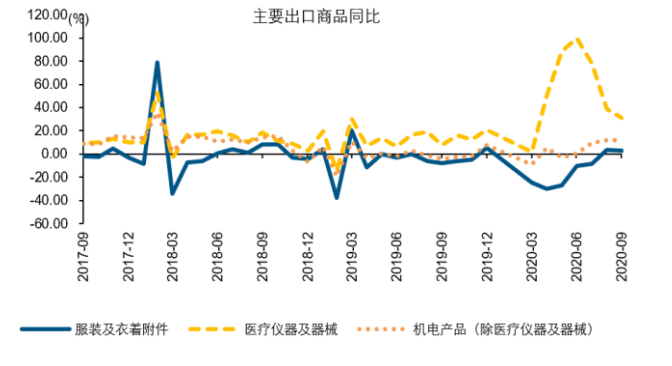
整体上看，我国 9 月进出口数据表现亮眼。展望后续，考虑到我国经济基本面的持续修复与央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率所传递的稳汇率意图，以及有全球经济“金丝雀”之称的韩国进出口数据大幅改善，我国四季度进出口数据或将维持向好趋势，但仍需关注海外各国疫情走势及经济复苏情况。

图 29：进出口维持高景气度

图 30：机电产品出口回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心



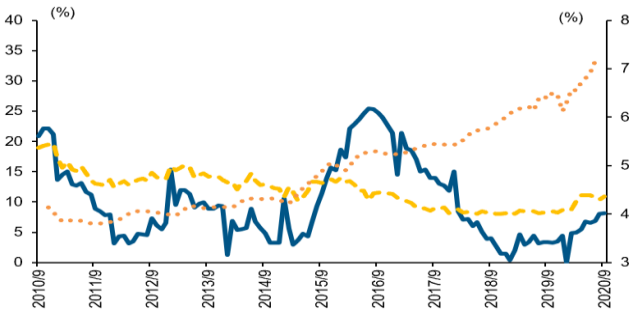
资料来源：Wind，国元证券研究中心

8.货币金融：社融表现亮眼，信贷结构边际改善

8.1 M2 增速边际回升，M1 增速仍维持相对高位

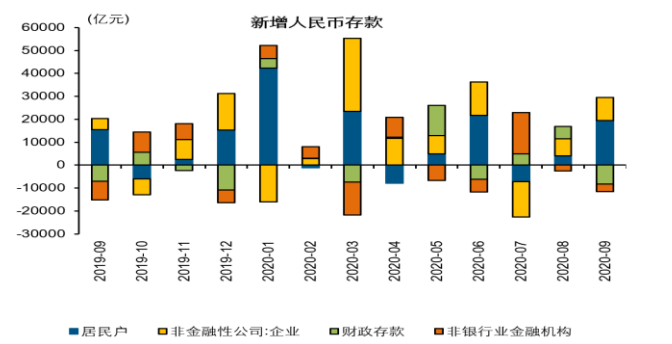
9 月 M2 当月同比增速 10.9%，增速较上月回升 0.5 个百分点，比去年同比高 2.5 个百分点；M1 当月同比增速 8.1%，增速较上月回升 0.1 个百分点，比去年同期高 4.7 个百分点。9 月新增人民币存款 1.58 万亿元，其中居民存款增加 19422 亿元，同比多增 4004 亿元，企业部门存款增加 10109 亿元，同比多增 5201 亿元。8 月财政存款减少 8317 亿元，主要源于政府债券融资后财政支出的边际增长。伴随着经济基本面的持续恢复，实体经济活力逐渐释放，M1 增速仍维持相对高位；同时随着财政支出加速，M2 增速边际回升，M1 和 M2 剪刀差小幅扩张。

图 31：M1 与 M2 剪刀差小幅扩张



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 32：新增人民币存款情况



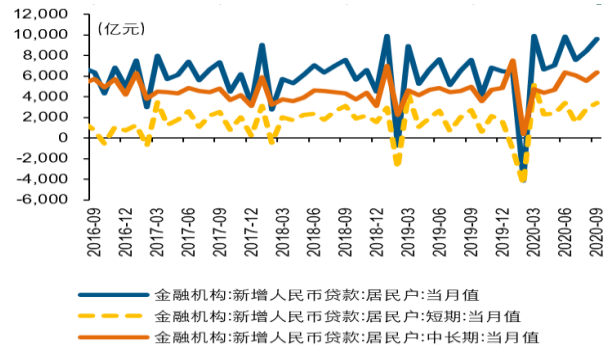
资料来源：Wind，国元证券研究中心

8.2 中长期贷款增幅明显，信贷结构边际改善

9 月份新增人民币贷款 1.9 万亿元，相比去年同期多增加 2100 亿元。(1)居民层面，新增居民贷款 9607 亿元，比去年同期多增 2057 亿元。新增居民中长期贷款 6362 亿元，比去年同期多增 1419 亿元，连续 7 个月超季节性增长，房地产销售景气度仍维持在较高水平。(2)企业融资层面，新增企业贷款 9458 亿元，比去年同期少增 655 亿元，其中企业中长期贷款新增 10680 亿元，较去年同期多增 5043 亿元，显示制造

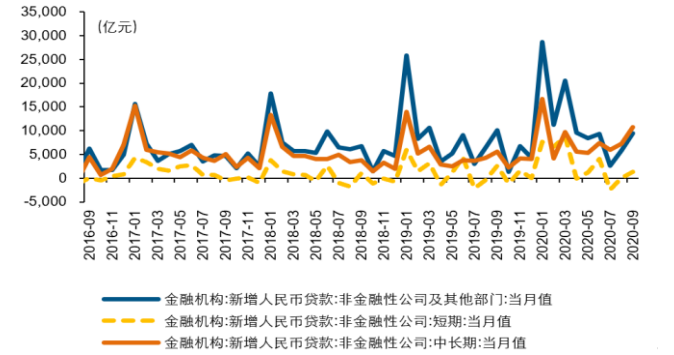
业企业发展进一步向好，利润水平边际改善，对中长期贷款的需求增加；同时企业短期贷款新增 1274 亿元，比去年同期少增 1276 亿元，或与政府打击资金空转与银行信贷资源倾向变化有关。

图 33：居民中长期贷款企稳回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 34：企业中长期贷款增幅明显



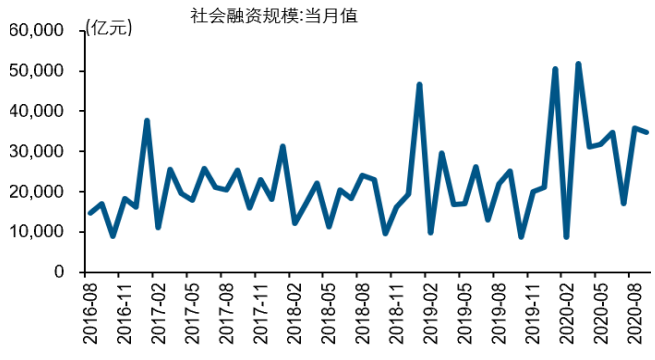
资料来源：Wind，国元证券研究中心

8.3 社融增速表现亮眼，政府债券仍为社融主要拉动项

9 月社融余额同比增速 13.5%，比上月高出了 0.2 个百分点。当月社融规模 3.48 万亿，比去年同期多增 9658 万亿元，社融规模持续增长。从细分项来看，政府债券当月融资 1.01 万亿元，比去年同期多增 6326 亿元，为社融规模增长的主要动力。但考虑到 10 月底政府专项债发行完毕，政府债券对社融的拉动作用或将减弱。

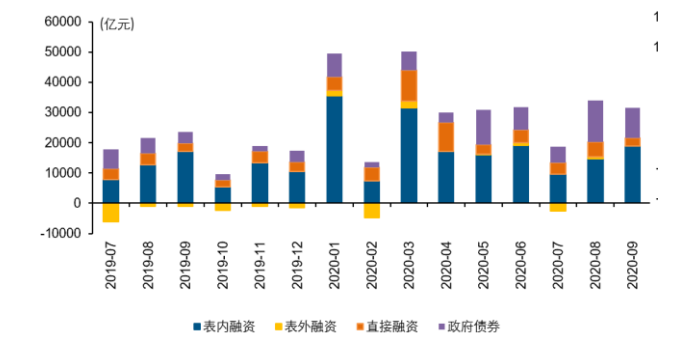
当月新增表外融资 26 亿元，同比多增 1151 亿元，其中当月新增未贴现银行承兑汇票 1502 亿元，同比多增 1933 亿元，但新增委托贷款及信托贷款减少明显，或与近期房地产融资政策变化有关。当月股票融资 1140 亿元，同比多增了 851 亿元，考虑到创业板注册制改革等一系列利好政策影响，股票融资或将成为未来社融增长的一个支撑点。

图 35：9 月社融规模维持相对高位



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 36：政府债券仍为社融主要拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体来看，9 月份社融与信贷数据表现亮眼。M2 增速边际回升，伴随着经济基本面的持续恢复，实体经济活力逐渐释放，M1 增速仍维持相对高位。企业及居民中长期

贷款增幅明显，信贷结构边际改善。社融增速超预期，政府债券仍为社融主要拉动项。但考虑到 10 月底政府专项债发行完毕，政府债券对社融的拉动作用或将减弱。股票融资或将成为未来社融增长的一个支撑点。可以看到前三季度中国信贷和社融规模增速保持合理增长，在允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济信用支持的政策导向下，预计我国宏观经济将进一步边际改善。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦升级，海内外经济超预期下滑

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188