恒大研究院
EVERGRANDE RESEARCH INSTITUTE

货币将流向哪？

——9 月金融数据点评

恒大研究院研究报告

宏观研究　　点评报告　　2020/10/15

首席经济学家： 任泽平

研究员： 石玲玲

shilingling@evergrande.com

研究助理： 王孟嫫

wangmengmo@evergrande.com

事件：中国 9 月社会融资规模增量为 34800 亿元，预期 29500 亿元，前值 35823 亿元。9 月存量社融增速 13.5%，前值 13.3%。9 月新增人民币贷款 19000 亿元，预期 17492 亿元，前值 12775 亿元。M2 货币供应同比增 10.9%，前值增 10.40%，预期增 10.4%。

1、9 月金融数据和货币政策呈七大新特点及趋势：

1）2020 年上半年货币政策总量超宽松，但并未引发通胀。M2 和社会融资规模存量同比增速重回两位数，分别由 2019 年末的 8.7%和 10.7%回升至 2020 年 9 月的 10.9%和 13.5%。**9 月 CPI 同比 1.7%，核心 CPI 持续低迷，PPI 同比-2.1%。一方面是疫情后就业低迷、消费需求恢复缓慢、货币流通速度下降、外需不振；另一方面基建尤其新基建、资产市场吸纳了剩余流动性。财政部门加杠杆，居民和企业杠杆相对稳定。**

5-6 月份以来，随着疫情控制住和经济恢复，货币政策开始回归正常化，下半年结构性宽松与结构性收紧并存。

下一步货币政策引导货币流向新基建和实体经济，社融、信贷和 M2 的回升，表明经济开始逐步弱恢复，从宽货币走向宽信用。

2020 年货币政策表现值得肯定，把握住了力度、节奏和结构。

2）下一阶段，货币政策将趋于正常化，加强传导渠道的疏通；鼓励财政部门加杠杆，加强对新基建的投入。

3-9 月主要是财政部门加杠杆，财政投放节奏和力度加大，企业和居民部门杠杆基本保持稳定。

3）社融层面，9 月存量社融增速 13.5%再创新高，政府债券、信贷为主力。信贷方面，居民和企业中长期贷款仍是主要支撑。但值得注意的是，随着地产调控政策边际收紧，居民中长期贷款占新增信贷比重已由 7 月的年内高点 61%下降至 9 月的 34%。

4）M2 增速环比大幅回升 0.5 个百分点，财政投放节奏和力度明显加大，财政存款环比大幅减少 1.4 万亿元，提振 M2。M1 增速环比提升 0.1 个百分点，实体经济活跃度继续上升。

5）流动性层面，9 月公开市场操作资金投放力度高于去年同期。但超储率低位，监管压降结构性存款，银行负债端承压，资金面紧平衡。

6）展望未来，当前经济形势可以概括为，经济逐步弱恢复，但基础不牢，中美贸易摩擦、疫情反复、就业低迷等不确定性仍存。

从货币政策取向看，总量层面，结构性宽松和结构性收紧并存，长期货币政策趋于正常化。结构层面，流动性精准投向新基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

7）双循环的三大抓手：新基建、城市群和放开生育。

新基建是实现稳增长、宽信用和促创新的重要抓手。当前中国经济面临的主要矛盾是总需求不足，**对于扩大内需、实现双循环，财政政策和货币政策应相互配合。**中央加快启动以“新基建”领衔的一揽子宏观对冲方案，新基建兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用，**我们长期旗帜鲜明倡导“新基建”（参考《是该启动“新”一轮基建了》《中国新基建研究报告》以及专著《新基建》）。**

2、总量层面，9 月存量社融增速 13.5%再次超预期。

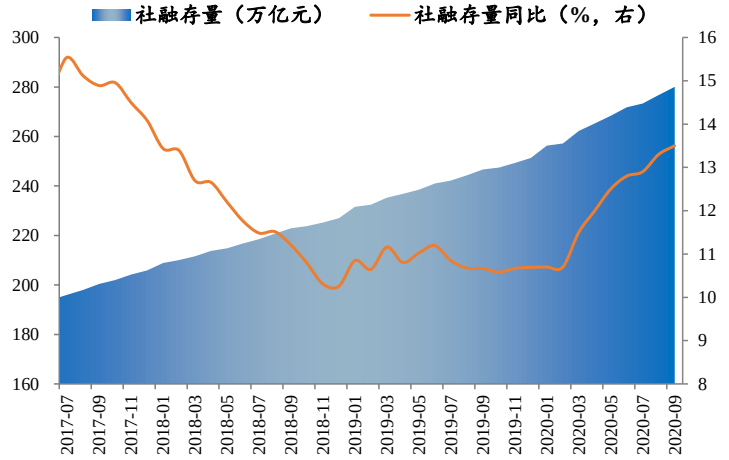
9 月社融增速 13.5%，环比提升 0.2 个百分点，再创新高，为 2018 年 1 月以来最高点。

9 月新增社会融资规模 3.48 万亿元，同比大幅多增 9630 亿元，同比增速 13.5%，环比提升 0.2 个百分点。

供给端，货币政策强调精准导向直达实体，同时加强与财政协同、促进政府债顺利发行。

需求端，经济持续恢复，生产和需求均稳步回升。PMI 连续 7 个月位于荣枯线以上，地产韧性仍强，出口持续超预期，制造业投资和消费同比首次转正，实体投资及居民消费需求继续恢复。

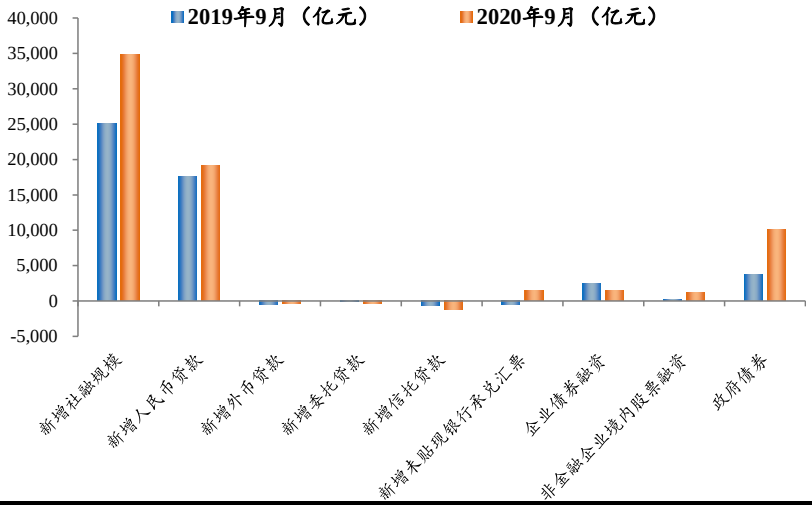
图表：9 月社融增速环比提升 0.2 个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

3、结构层面，财政部门加杠杆，政府债券放量发行、人民币贷款延续多增。

图表：2020 年 9 月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

其他融资方面，9 月政府债券同比大幅多增 6326 亿元。9 月新增政府债券融资 1.01 万亿元，同比大幅多增 6326 亿元，地方政府专项债及一般国债放量发行。专项债剩余额度约 3000 亿元将在 10 月发行完毕，一般国债及地方政府一般债券剩余额度超 1.1 万亿元将在 10-12 月发行，叠加去年同期低基数效应，**四季度政府债券仍将是社融最主要的支撑项。**

表内融资方面，信贷同比延续多增，实体经济需求继续恢复。9 月新增人民币贷款 1.9 万亿元，同比多增 1580 亿元，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

表外融资方面，非标同比多增 1151 亿元，信托压降，主要是未贴现银行承兑汇票多增。9 月表外融资新增 26 亿元，同比多增 1151 亿元。其中，未贴现承兑汇票、信托贷款、委托贷款分别同比多增 1933 亿元、多减 487 亿元、多减 295 亿元。一方面，信托贷款及委托贷款压降节奏加快，9 月同比多减量创年内新高。另一方面，在监管层规范票据发行背景下，表外票据连续数月多增，或印证实体经济活跃度上升、企业开票需求回升。监管整治金融乱象态度明确，叠加四季度信托到期量大，**预计四季度非标压降节奏将有所加快，构成社融主要的拖累项。**

直接融资方面，股票融资维持高位，企业债券融资同比环比均现回落。9 月新增企业债券融资 1422 亿元，同比、环比分别少增 1009 亿元、少增 2211 亿元。9 月资金面紧平衡、银行负债端承压背景下信用债利率继续上行，企业债发行利率已接近去年末水平，对企业债券融资形成压制。9 月新增股票融资 1140 亿元，同比大幅多增 851 亿元，股市月内回调，但前期创业板注册制落地、股市交易热度仍存，带动股票融资继续维持高位。

4、信贷扩张节奏平稳，金融机构贷款继续小幅多增。

9 月金融机构口径信贷同比多增 2047 亿元。9 月金融机构口径新增人民币贷款 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元，延续 6 月以来的小幅多增态势。1-9 月，金融机构口径信贷合计新增 16.26 万亿元，同比大幅多增 2.63 万亿元。

一方面，宽信用力度边际放缓，央行维持资金面紧平衡状态，金融机构在超储率低位、压降结构性存款背景下负债端承压，多重因素制约信用派生节奏，信贷同比仅小幅多增。另一方面，季末银行加大信贷投放力度，信贷环比明显回升。

四季度新增信贷月均值或保持在 1.3 万亿元左右，低于上半年的月均 2 万亿元，延续下半年以来的平稳增长态势。

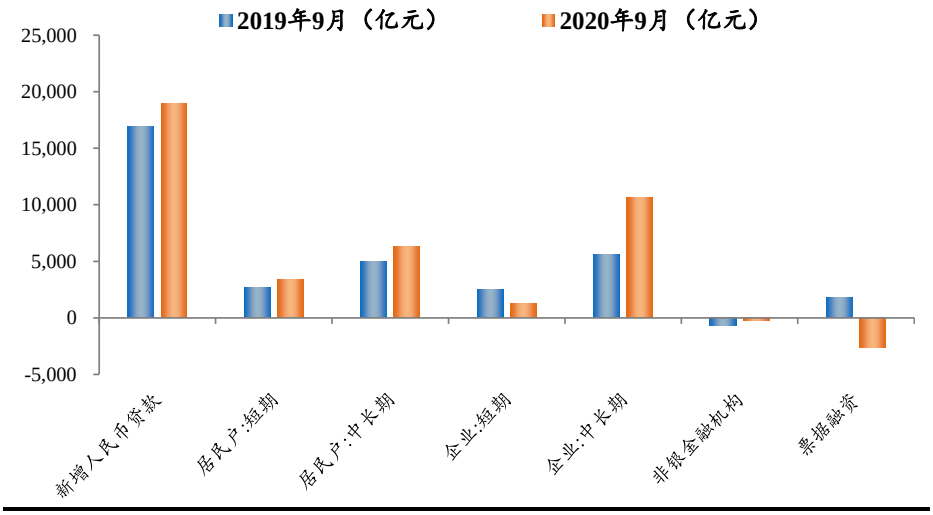
5、信贷结构层面，企业和居民杠杆基本平稳，企业和居民中长期贷款仍是主要支撑，票据延续 6 月以来的压降态势。

企业贷款层面，货币政策强调直达实体，监管打击套利，银行负债端承压，票据继续缩减，企业中长期贷款大幅新增 1.1 万亿元创年内次高，占比保持高位。9 月新增企业贷款 9458 亿元，同比少增 655 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 1276 亿元、大幅多增 5043 亿元、大幅多减 4422 亿元。监管层压降结构性存款、规范票据发行，银行负债端压力上升，票据继续缩减，延续 6 月以来的压降态势。企业中长期贷款大幅新增 1.1 万亿元创年内次高，占新增信贷比重保持高位，信贷结构延续改善。一方面，季末考核压力加大，另一方面，基建项目带动中长期配套贷款增加，制造业投资单月同比增速由负转正，实体经济投融资需求继续回暖。

居民贷款层面，短期与中长期贷款均为多增，居民消费继续恢复、购房需求维持高位但边际有所回落。9 月新增居民贷 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。其中，短期贷款新增 3394 亿元，同比多增 687 亿元，社会消费品零售总额同比增速 8 月首次由负转正，乘用车零售维持高位，线下

消费活跃度继续上升。中长期贷款新增 6362 亿元，同比多增 1419 亿元。但值得注意的是，随着地产调控政策边际收紧，银行控制涉房信贷，9 月房地产销售市场热度较 8 月回落，居民中长期贷款占新增信贷比重已由 7 月的年内高点 61%大幅回落至 9 月的 34%。

图表：2020 年 9 月新增信贷结构



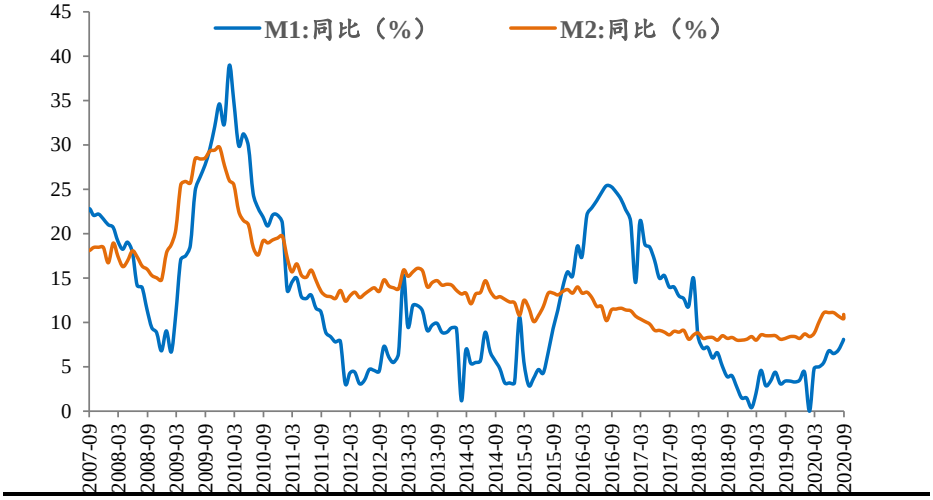
资料来源：Wind，恒大研究院

6、M2 增速环比大幅回升 0.5 个百分点，财政加杠杆，财政存款环比大幅减少 1.4 万亿元，提振 M2。M1 增速环比提升 0.1 个百分点，实体经济活跃度继续上升。

9 月 M2 同比增速 10.9%，环比大幅回升 0.5 个百分点。银行信贷投放平稳增长，虽然政府债继续放量发行，但 9 月为财政投放大月，财政支出效率明显提升，财政存款环比大幅多减 1.4 万亿元，提振 M2 增速。**从结构来看，**1）企业存款增加 1 万亿元，同比多增 5201 亿元，居民存款增加 1.9 万亿元，同比多增 4004 亿元。一方面，季末财政支出节奏和力度加大，财政存款向居民企业存款转化。另一方面，季末为应对考核，银行将理财转化为一般存款，非银存款向居民企业存款转化。2）财政存款减少 8317 亿元，同比多减 1291 亿元，环比大幅多减 1.4 万亿元。9 月为财政投放大月，支出节奏加快，带动财政存款同比环比均多减。3）非银金融机构存款减少 3177 亿元，环比多减 565 亿元，或受季末考核影响。

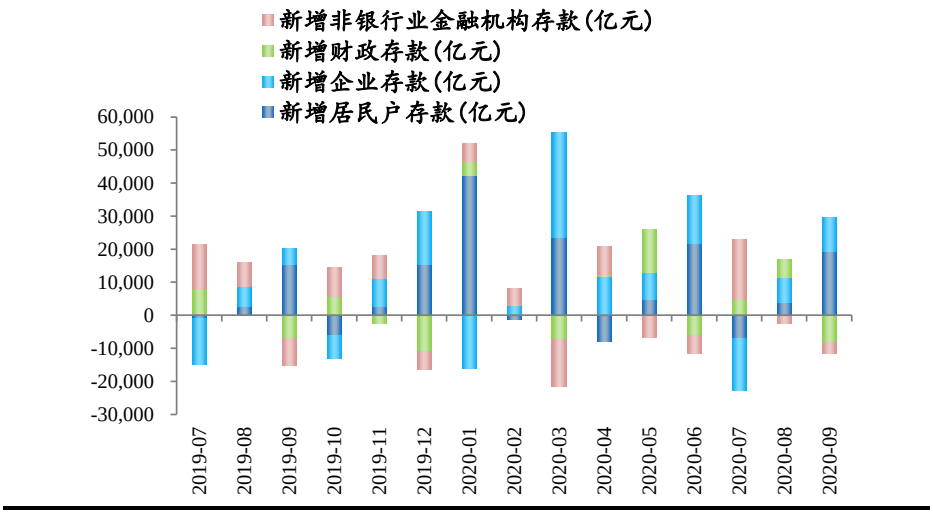
M1 同比增速 8.1%，环比提升 0.1 个百分点，交易性需求持续恢复，实体经济活跃度继续上升。

图表：M2 增速环比大幅提升 0.5 个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政存款环比大幅多减提振 M2 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

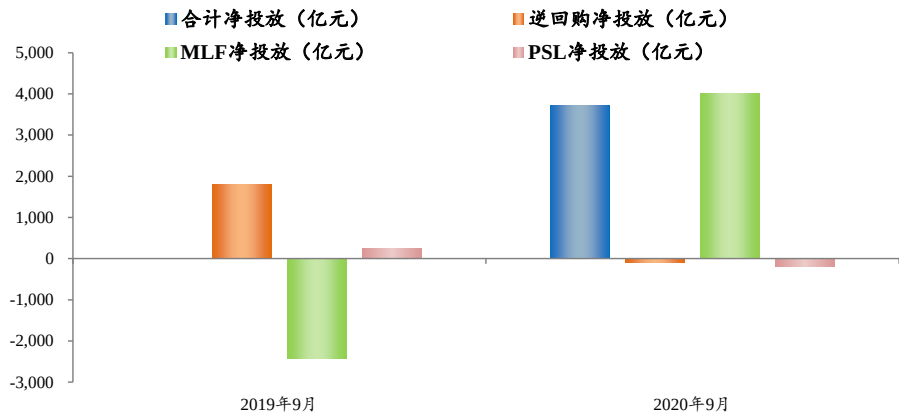
7、流动性层面，9 月公开市场操作资金投放力度高于去年同期。但超储率低位，银行负债端承压，资金面紧平衡，流动性分层加剧。

公开市场操作（不含降准）来看，9 月央行净投放流动性 3718 亿元，高于 2019 年同期水平（净投放 8 亿元）。1）9 月央行加大公开市场操作力度及频次，熨平政府债放量发行带来的资金面波动，累计净投放流动性 3718 亿元，高于去年同期水平。2）9 月 18 日央行重启 14 天逆回购，助力金融机构平稳跨季跨双节，9 月 15 日，在超储率低位、银行负债端压力上升背景下，MLF 再次超量续作，助力同业存单利率企稳。3）公开市场操作（包含降准）来看，9 月央行净投放流动性 3718 亿元，低于 2019 年同期水平（净投放 8008 亿元）。

超储率低位，银行负债端承压，资金面紧平衡。DR007 保持稳定，但流动性分层加剧，同业存单利率逐步企稳。9 月公开市场资金投放力度加大，但政府债券大量发行，金融机构超储率处于低位，资金面整体处于紧平衡状态。1）DR007 月均值保持稳定，围绕 7 天逆回购利率波动。但超储率低位、监管压降结构性存款、银行负债端承压背景下，中小银行减

少对非银融出，流动性分层加剧，R007 与 DR007 利差在 9 月下旬最高上行至 62BP。2）1 年期、10 年期国债收益率月均值分别上行约 26BP、12BP，受制于资金面压力，短端利率上行幅度更大，收益率曲线呈现熊平。3）1 年期同业存单到期收益率上行约 12BP，上行斜率较 6-8 月明显放缓，MLF 超量续作助力存单利率企稳。

图表：9 月央行公开市场操作资金净投放量高于去年同期



资料来源：Wind，恒大研究院

8、展望未来，货币政策长期正常化，鼓励财政部门加杠杆。

10 月 10 日易纲行长在《中国金融》发文，我们认为需要关注以下四点：其一，货币政策将在长期内维持正常化，将经济保持在潜在产出区间，减少经济波动；其二，把好货币总闸门，坚决不搞超低利率和量化宽松，维持物价稳定、汇率稳定，不让百姓手中的钱变“毛”；其三，流动性精准滴灌，加大对制造业、中小微企业和民营企业的信贷支持力度，降低实体融资成本；其四，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

展望未来，总量层面，货币政策长期正常化，结构性宽松与结构性收紧并存，加强货币政策传导机制的疏通。结构层面，鼓励财政部门加杠杆，加强对新基建的投入，引导货币投向实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

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“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼 （200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com