总量增长，结构优化，M2 与社融增速缺口收窄

——央行前三季度金融数据点评

行业点评

● 高基数背景下 9 月人民币贷款依然高歌猛进，同比多增 2100 亿元。9 月当月人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2100 亿元，高于市场预期，贷款余额同比增长 13%，增速与上月末持平，比 2019 年同期高 0.5 个百分点。从贷款结构来看，中长期贷款占比较高，依然延续高增长。其中，9 月居民和企业中长期贷款总额为 17042 亿元，同比多增 6462 亿元，在总贷款中占比为 89.69%。分部门来看，居民部门和企业中长期信贷表现亮眼。9 月居民部门贷款增加 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。其中，居民消费贷回暖推动部门短期贷款持续修复，短期贷款增加 3394 亿元，同比多增 687 亿元。企业端票据融资大幅下滑，中长期贷款延续高增速，有力支撑了固定资产投资继续回升，但是随着货币政策边际收敛，短端利率回升，票据融资大幅下降。企业票据融资已经连续四月出现负增长，显示监管部门对打击票据-结构性存款套利行为依然较为坚决，另一方面，也显示在央行货币政策出现边际收紧背景下，商业银行揽储压力加大，主动降低短贷和票据融资规模，票据融资将继续呈现回落态势。

● 信贷、非标和政府债券直接融资推动社融增速创 2017 年底以来新高，四季度增速有望迎来拐点。2020 年 9 月当月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比 2019 年同期多增 9630 亿元，继续高于市场预期，除信贷高于市场预期外，非标、政府债券增量、股权融资均表现亮眼。三季度末社会融资规模存量为 280.07 万亿元，同比增长 13.5%，增速较 8 月末和 2019 年同期高 0.2 和 2.8 个百分点，增速继续创 2017 年底以来新高。

● 信贷快速扩张，M2 与社融增速缺口收窄。9 月 M2 在信贷快速扩张带动下，摆脱回落态势，增速快速回升。2020 年 9 月末，M2 余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上月末回升 0.5 个百分点，比上年同期高 2.5 个百分点；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； M2 增速与社融增速缺口收窄，显示信贷与社融保持同步复苏，实体经济需求正在逐渐恢复，市场需求持续向好。M0 同比增长 11.19.4%，增速较 8 月末回升 1.7 个百分点，前三季度净投放现金 5181 亿元。

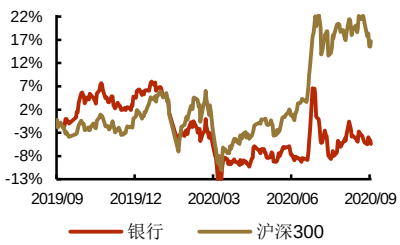
● 投资建议：9 月社融增速在信贷、非标推动下继续快速增长，有助于实体经济的快速复苏。随着社融增速继续创出新高，下半年产出缺口由负转正，经济增速持续回升，预计三季度经济增速将回归常态，明年一季度经济增速创出近期新高，四季度货币政策将提高对宏观杠杆率抬升的容忍度，发挥结构性货币政策工具作用，加大对受疫情影响比较大的中小微企业中长期贷款力度，未来降息和降准的可能性进一步下降。前八个月金融系统为实体经济减负已超过 1 万亿元，其中通过降低企业贷款利率已减负约 5260 亿元；中小微企业延期还本付息和普惠小微信用贷款两项直达工具抓紧推进，约为实体经济减负 2000 亿元；银行业会继续通过减免服务费用、支持企业进行重组和债转股等方式为实体经济减负，从而实现全年减负 1.5 万亿的既定目标。随着实体经济的复苏，市场对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

行业指数一年走势



相关报告

《银行景气指数回升，分化格局初步显现》2020-09-10

《聚焦银行业公司治理，长期持有并关注经营稳健的商业银行》2020-08-31

《蚂蚁金服：见证蚂蚁成为大象之路》2020-08-27

《乘风破浪，下半年中国金融业对外开放步伐明显加快》2020-08-08

《货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成》2020-08-21

目 录

1、 高基数背景下 9 月人民币信贷继续保持高歌猛进.....3
2、 信贷、非标、政府融资推动社融增速创 2017 年底新高.....5
3、 信贷快速扩张，M2 与社融增速缺口收窄.....7
4、 投资建议.....8
5、 风险提示.....9

图表目录

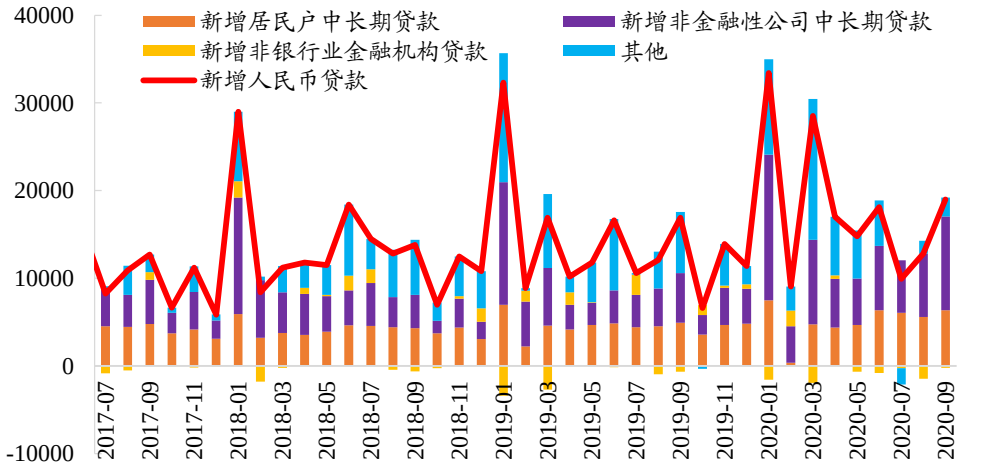
图 1: 9 月人民币贷款同比多增 2100 亿元.....3
图 2: 9 月居民中长期贷款同比多增 1419 亿元.....4
图 3: 9 月企业中长期贷款同比多增 5043 亿元.....4
图 4: 新增短期贷款及票据融资（%）.....5
图 5: 9 月社融同比多增 9658 亿元.....6
图 6: 社融增量分解（亿元）.....6
图 7: 非标融资拆解（亿元）.....7
图 8: 社融增速环比回升 0.2 个百分点（%）.....7
图 9: M2 增速环比回升 0.5 个百分点（%）.....8
图 10: M1 增速环比回升 0.1 个百分点（%）.....8

事件：2020 年 10 月 14 日，央行公布前三季度金融数据，前三季度社融增量为 29.62 万亿元，比上年同期多 9.01 万亿元，其中，9 月当月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比上年同期多 9658 亿元，同比增长 13.5%，环比回升 0.2 个百分点，继续保持回升态势；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，其中 9 月当月人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2100 亿元。前三季度末 M2 同比增长 10.9%，增速比上月末高 0.5 个百分点，比 2019 年同期高 2.5 个百分点；M1 同比增长 8.1%，增速分别比上月末和 2019 年同期高 0.1 个和 4.7 个百分点；M0 同比增长 11.1%，前三季度净投放现金 5181 亿元。

1、 高基数背景下 9 月人民币信贷继续保持高歌猛进

高基数背景下 9 月人民币贷款依然高歌猛进，同比多增 2100 亿元。9 月当月人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2100 亿元，高于市场预期，贷款余额同比增长 13%，增速与上月末持平，比 2019 年同期高 0.5 个百分点。**从贷款结构来看，中长期贷款占比较高，依然延续高增长**。其中，9 月居民和企业中长期贷款总额为 17042 亿元，同比多增 6462 亿元，在总贷款中占比为 89.69%。分部门来看，居民部门和企业中长期信贷表现亮眼。9 月居民部门贷款增加 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。其中，居民消费贷回暖推动部门短期贷款持续修复，短期贷款增加 3394 亿元，同比多增 687 亿元；房贷需求依然旺盛，中长期贷款增加 6362 亿元，同比多增 1419 亿元，居民部门信贷延续了修复格局。

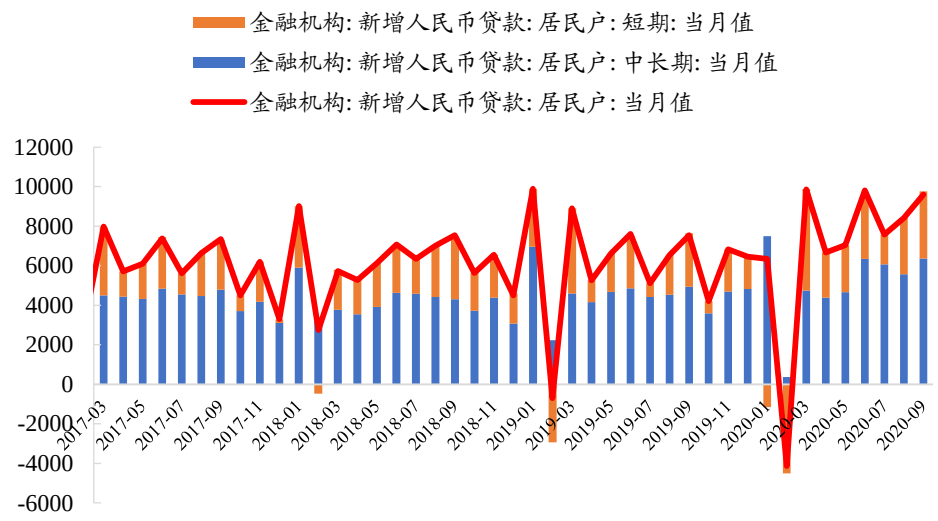
图1： 9 月人民币贷款同比多增 2100 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

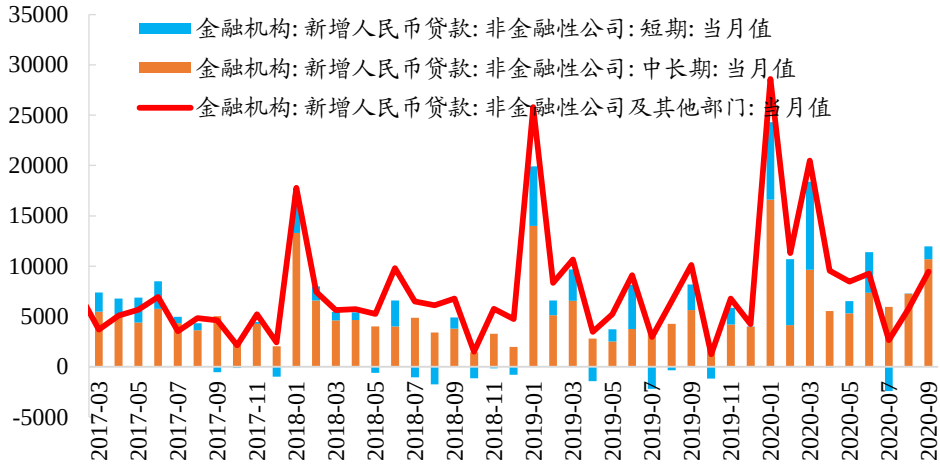
企业端票据融资大幅下滑，中长期贷款延续高增速。9 月企业部门贷款增加 9458 亿元，在严监管背景下企业短期贷款和票据融资大幅下滑，体现了央行货币政策边际收紧的思路。其中，9 月企业新增票据融资为-2632 亿元，同比少增 4422 亿元，由于房企融资颁布新规，部分行业票据融资开始由表内转为表外。9 月非金融企业中长期贷款增加 10680 亿元，同比多增 5043 亿元，表明基建、制造业中长期贷款等仍保持较快速度增长，支撑固定资产投资继续回升，但是随着货币政策边际收敛，**短端利率回升，票据融资大幅下降**。企业票据融资已经连续四月出现负增长，显示监管部门对打击票据-结构性存款套利行为依然较为坚决，另一方面，也显示在央行货币政策出现边际收紧背景下，商业银行揽储压力加大，主动降低短贷和票据融资规模，为了年底之前结构性存款降至年初 2/3 的监管要求，四季度票据融资对信贷的拖累将准备显现，票据融资将继续呈现回落态势。

图2： 9 月居民中长期贷款同比多增 1419 亿元



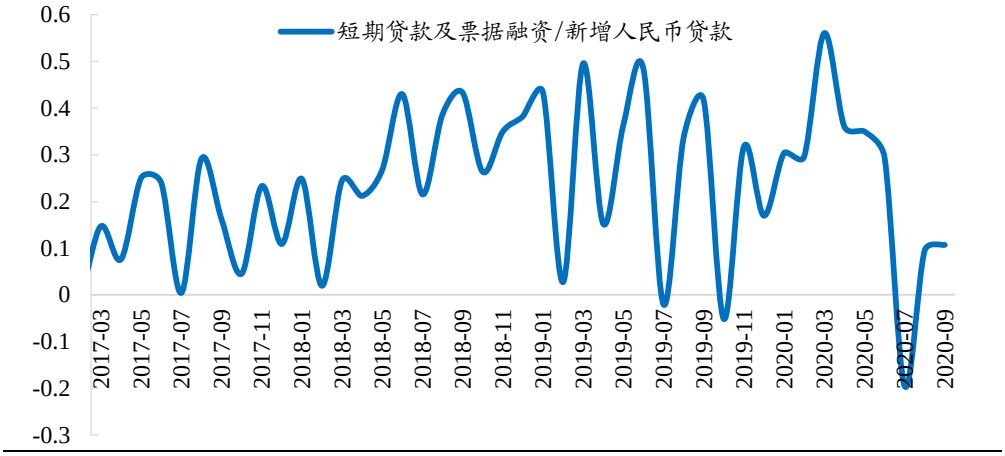
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 9 月企业中长期贷款同比多增 5043 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 新增短期贷款及票据融资（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

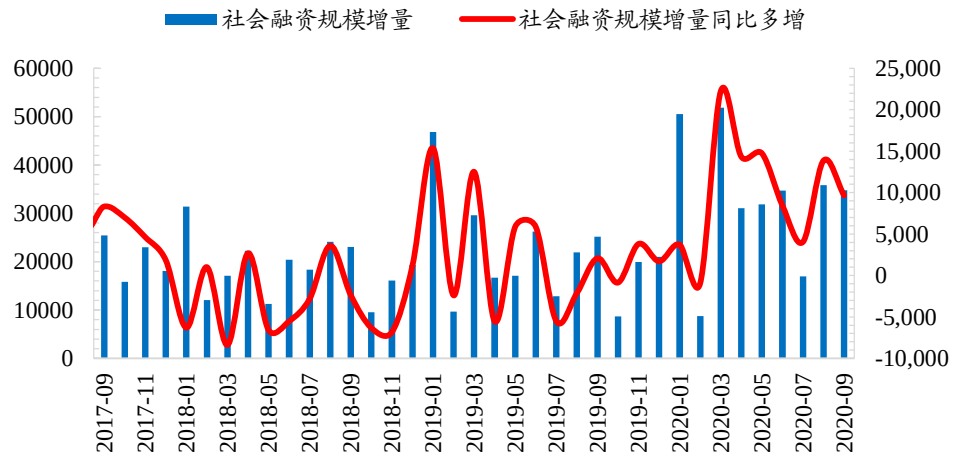
2、 信贷、非标、政府融资推动社融增速创 2017 年底以来新高

信贷、非标和政府债券直接融资推动社融增速创 2017 年底以来新高，四季度增速有望迎来拐点。2020 年 9 月当月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比 2019 年同期多增 9630 亿元，继续高于市场预期，除信贷高于市场预期外，非标、政府债券增量、股权融资均表现亮眼。三季度末社会融资规模存量为 280.07 万亿元，同比增长 13.5%，增速较 8 月末和 2019 年同期高 0.2 和 2.8 个百分点，增速继续创 2017 年底以来新高。

除信贷高于市场预期外，非标融资大幅回升，成为社融高增长的重要推手。社融口径下 9 月对实体经济发放的人民币贷款增加 19192 亿元，同比多增 1580 亿元；从结构看，前三季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 56.3%，同比低 11.1 个百分点，非标和直接融资占比提升，其中，9 月非标融资增加 26 亿元，较 2019 年同期多增 1150.5 亿元，未贴现的银行承兑汇票增加 1502 亿元，同比多增 1933 亿元，是非标融资回升的重要推动力；信托贷款减少 1159 亿元，同比少增 487 亿元，说明房企融资新规之后，信托对地产的融资规模下降。委托贷款减少 317 亿元，同比少增 295 亿元，说明虽然资管新规顺利延期一年，表内融资开始转为表外，但是出了银行承兑汇票外，信托和委托贷款依然面临被压缩趋势，四季度以及下一年对社融的贡献将会显著下降。

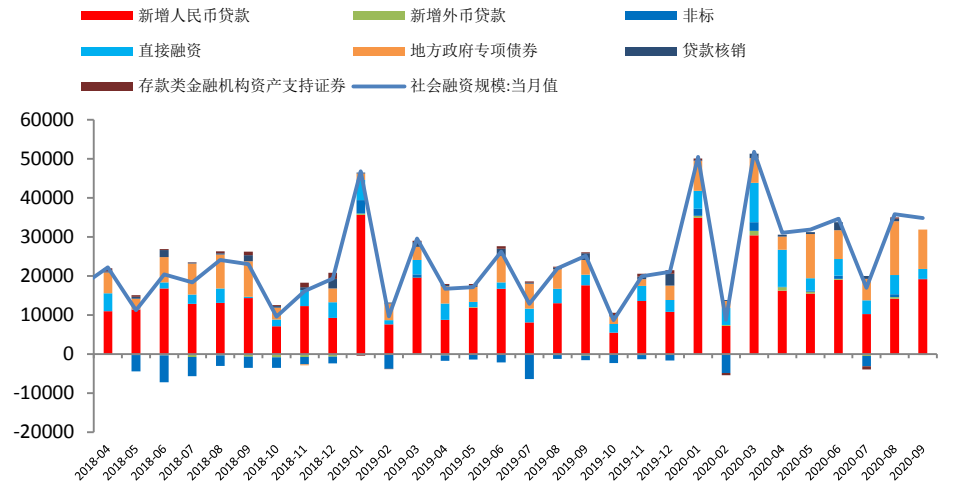
直接融资继续发力，政府债券融资和 IPO 保持较快增长。其中，非金融企业境内股票融资 1140 亿元，同比多增 851 亿元，连续三个月 IPO 融资规模在千亿以上，2020 年将成为继 2015 年以来 IPO 融资增速最快的年份，当然也增加了二级市场资金压力。9 月政府专项债和特别国债发行加速，政府债券净融资 10103 亿元，同比多增 6326 亿元，10 月份政府债券依然保持较大规模的发行量，对社融和基建形成有力支撑，新口径下企业债券净融资 1422 亿元，同比少增 1009 亿元，成为社融的重要拖累。

图5： 9 月社融同比多增 9658 亿元



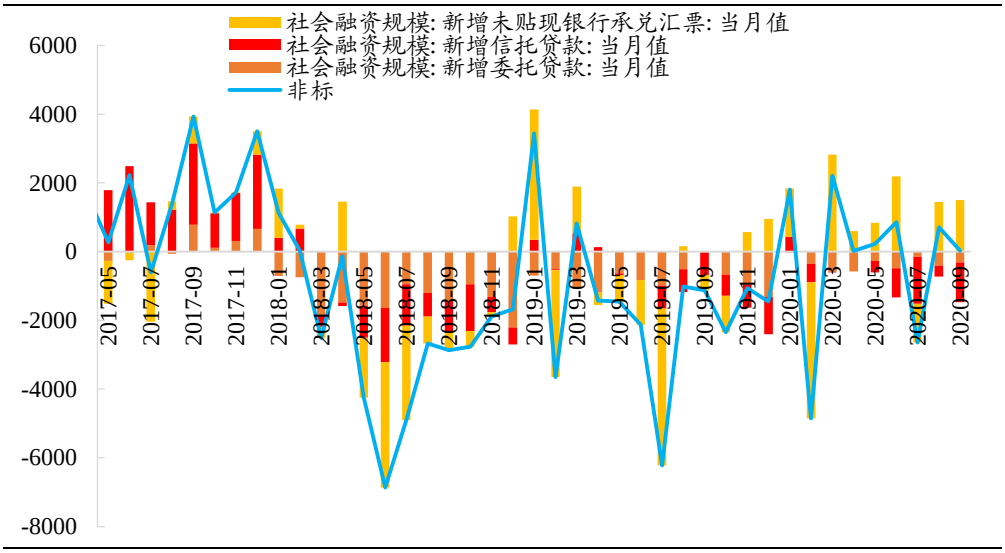
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 社融增量分解（亿元）



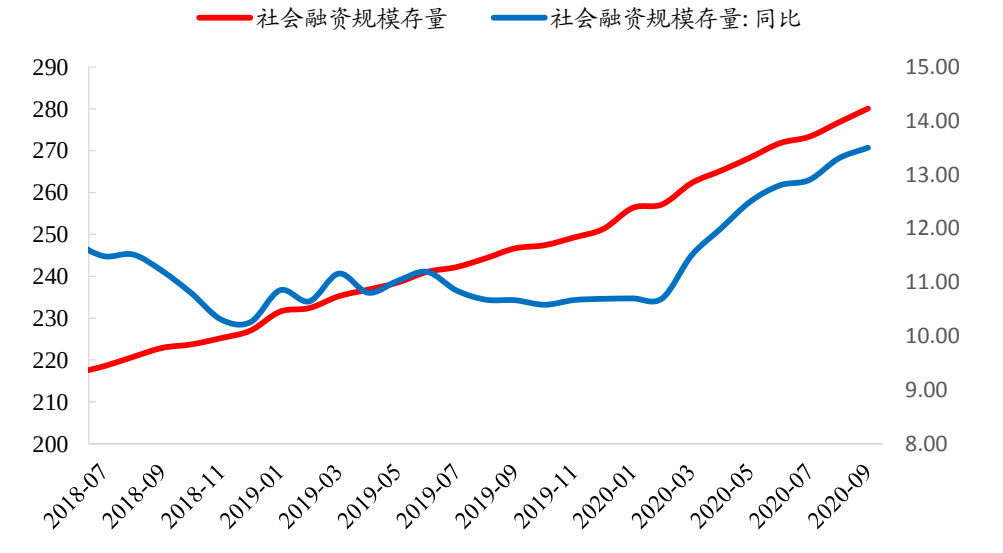
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 非标融资拆解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 社融增速环比回升 0.2 个百分点（%）

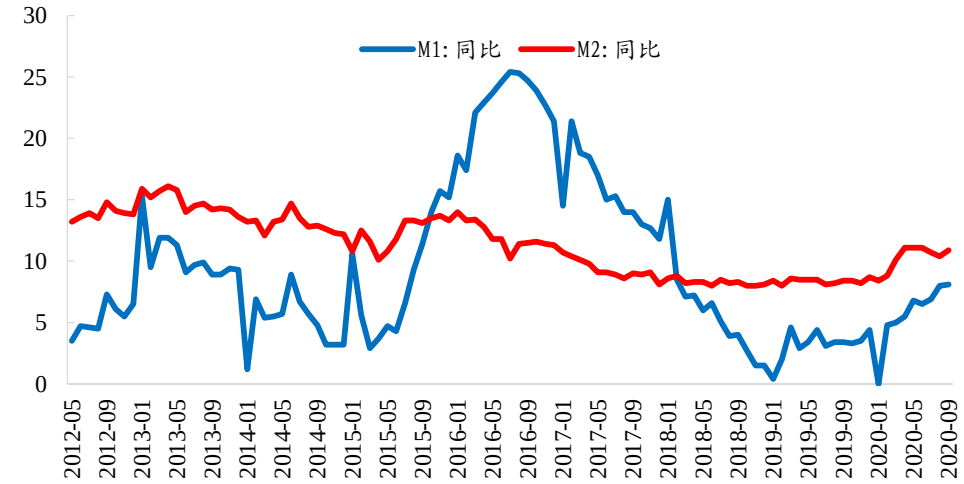


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 信贷快速扩张，M2 与社融增速缺口收窄

9 月 M2 在信贷快速扩张带动下，摆脱回落态势，增速快速回升。2020 年 9 月末，M2 余额 216.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上月末回升 0.5 个百分点，比上年同期高 2.5 个百分点；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；M2 增速与社融增速缺口收窄，显示信贷与社融保持同步复苏，实体经济需求正在逐渐恢复，市场需求持续向好。M0 同比增长 11.19.4%，增速较 8 月末回升 1.7 个百分点，前三季度净投放现金 5181 亿元。

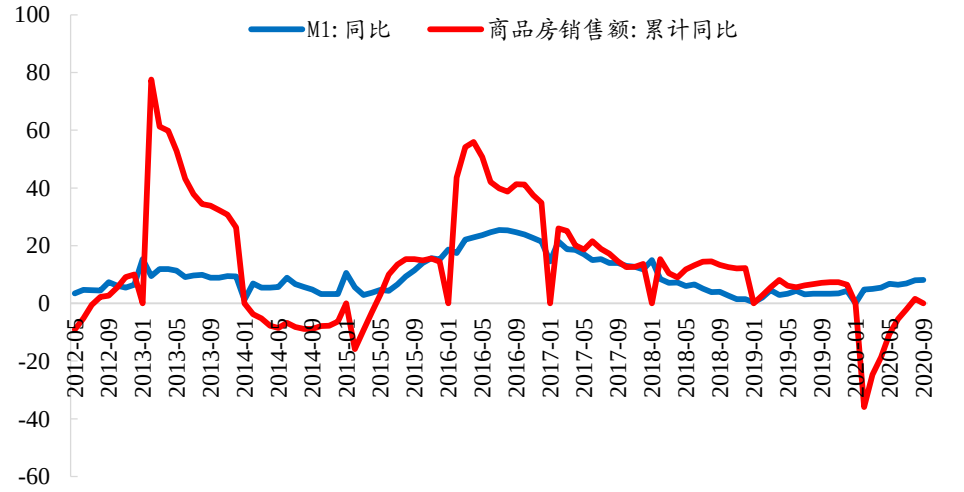
图9： M2 增速环比回升 0.5 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

在新增存款方面，财政支出进度加快，财政存款大幅下降，居民和企业存款显著回流。9 月人民币存款增加 1.58 万亿元，同比多增 8607 亿元。其中，居民和企业存款显著回流，住户存款增加 19422 亿元，非金融企业存款增加 10109 亿元，表明随着商业银行季末加大揽储力度，依然有资金通过赎回等方式回到商业银行表内，存款搬家现象得到缓解，非银金融机构存款连续两个月负增长，9 月减少 3177 亿元；财政性存款减少 8317 亿元，主要是政府加大支出力度所致，有助于提高基建投资增速。

图10： M1 增速环比回升 0.1 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 投资建议

9 月社融增速在信贷、非标推动下继续快速增长，有助于实体经济的快速复苏。

随着社融增速继续创出新高，下半年产出缺口由负转正，经济增速持续回升，预计三季度经济增速将回归常态，明年一季度经济增速创出近期新高，四季度货币政策将提高对宏观杠杆率抬升的容忍度，发挥结构性货币政策工具作用，加大对受疫情影响比较大的中小微企业中长期贷款力度，未来降息和降准的可能性进一步下降。前八个月金融系统为实体经济减负已超过 1 万亿元，其中通过降低企业贷款利率已减负约 5260 亿元；中小微企业延期还本付息和普惠小微信用贷款两项直达工具抓紧推进，约为实体经济减负 2000 亿元；银行业会继续通过减免服务费用、支持企业进行重组和债转股等方式为实体经济减负，从而实现全年减负 1.5 万亿的既定目标。随着实体经济的复苏，市场对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

5、 风险提示

经济增速下行压力加大，企业偿债能力大幅下降，资产质量大幅恶化：银行资产质量受经济增速下行影响较大，一旦企业偿还能力弱化，信用风险将会集中暴露；如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，势必造成整个行业资产质量承压，以及影响不良贷款反弹，从而影响行业利润增速。

金融监管超预期：2020 年资管新规进入过渡期最后一年，目前银保监会表态会根据实际情况进行调整，如果调整幅度低于市场预期，将会影响理财业务发展，影响银行表外资产收益。

中美贸易摩擦超预期：中美虽然第一阶段达成初步协议，但是后续谈判依然不在不确定，贸易摩擦对经济的拖累，可能带来局部的信用风险暴露。

疫情发展超市场预期。海外疫情处于爆发期，对资本市场冲击较大。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐:	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性:	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避:	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/