日期：2020 年 10 月 15 日

季末效应下货币回升

——2020 年 9 月份金融数据点评

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

信贷、货币季节性回升

9 月份信贷和货币增长的实际情况表明，中国货币当局维持货币政策正常化的政策实施，并没有改变流动性宽松局面。不过，央行对维持货币政策正常化的明确取向也没有改变，9 月份的货币增长回升，基本上属于季节性波动，不具有改变趋势的特征，也不改变货币当局再度回归维持中性稳健的政策基调，货币政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上也仅是有限放松。

宽信用逐步得到确认

9 月份货币增长的回升，在货币政策边际收紧格局下，属于季末效应，不改变未来货币增长缓慢回落、宽信用逐渐得到发展的流动性结构变化趋势。2020 年 8 月份，中国社融增长结束延续 2 年多（自 2018 年 4 月起）的同比增长持续低于信贷增长状态，超越信贷增长，9 月这一趋势进一步扩大，信贷余额同比增长受货币政策影响保持平稳的同时，社融增长持续回升态势并没有收到政策临时性放松政策回撤的影响，表明中国“宽信用”发展已然来临，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

中小企业融资利率有所下行

就中国金融市场上的现有利率体系看，高房价是整体利率水平在货币过分充裕下保持不降的根基！虽然高房价仍未有得到控制迹象，政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率延续了趋向下行局面！

货币增长仍将缓慢回落

广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。按照通常的货币增长中性基准（GDP 增速+1/2*CPI+1/2*PPI），2020 年 M2 在 7.5-8.5 间仍将是政策合意水平，8.5 上方意味着货币环境已过度宽松。9 月货币回升属季末效应，流动性偏松格局边际后撤的趋势不会改变，各部门、各期限信贷均显著回升，足以表明这点。不过结构政策效应初现，市场利率下降明显，信用市场风险显性化，利率曲线应不会再升高。

事件： 9 月份金融数据公布

广义货币增长 10.9%。2020 年 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%。

人民币各项贷款增长 13.0%。2020 年 9 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。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。分部门看，住户部门贷款增加 6.12 万亿元，企（事）业单位贷款增加 10.56 万亿元，非银行业金融机构贷款减少 4720 亿元。9 月份，人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元。

人民币各项存款增长 10.7%。2020 年 9 月末,人民币存款余额 211.08 万亿元，同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 2.4 个百分点。前三季度人民币存款增加 18.15 万亿元，同比多增 4.93 万亿元。其中，住户存款增加 9.95 万亿元，非金融企业存款增加 5.49 万亿元，财政性存款增加 6278 亿元，非银行业金融机构存款增加 4765 亿元。9 月份，人民币存款增加 1.58 万亿元，同比多增 8633 亿元。

9 月社会融资规模增量为 3.48 万亿元，比上年同期多 9630 亿元。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。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币季节性回升

随着中国经济进入后疫情时代，市场对疫情期间偏宽松的政策预期逐渐消退；前期货币和信贷增长的放缓，流动性宽松边际回落已基本成市场共识，各机构间已没有多少分歧。2020 年 9 月份，人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元；人民币贷款余额 169.3 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。信贷增长在规模和增速上，和市场预期基本一致，虽略超市场预期，但整体上仍保持了平稳态势。央行前期虽然已明示疫情期间临时性的宽松政策将逐步退出，但发挥资本市场功能是政策架构中一直努力方向，货币政策边际回撤下的货币平稳，将会带来“宽信用”，从而流动性仍能保持偏松状态，这是笔者上月时对货币环境的判断。9 月份货币实际增长状况，正是如此：虽然信贷增长平稳，但货币回升比较显著。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，回升程度明显超出市场和我们预期。

表 1　2020 年 9 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
上月实际	12800	10.4	13.0
提前预期中指		10.4	
提前预期均值		10. 8	
本月实际	19000	10.9	13. 0
本月预测	17000	10. 2	12. 9

数据来源：《证券市场周刊》，上海证券研究所

从预测分布看，货币环境宽松状况将边际收紧为市场普遍预期，但受海外疫情严峻形势和主要经济体宽松货币政策的影响，大部分机构认为中国货币政策由偏松转回中性的步伐也将比较缓慢，甚至会维持偏松环境。进入 3 季度后，中国疫情得到有效控制的局面已基本得到确认，经济由复工复产转向后疫情时代的正常运行，如何适应新形势下的经济生产需要，成为现阶段经济工作的新任务，临时性的疫情影响救助措施逐步退出，货币政策正常化步伐已实际展开。9 月份信贷和货币增长的实际情况表明，中国货币当局维持货币政策正常化的政策实施，并没有改变流动性宽松局面。不过，央行对维持货币政策正常化的明确取向也没有改变，9 月份的货币增长回升，基本上属于季节性波动，不具有改变趋势的特征，也不改变货币当局再度回归维持中性稳健的政策基调，货币政策重心仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，在量上也仅是有限放松。

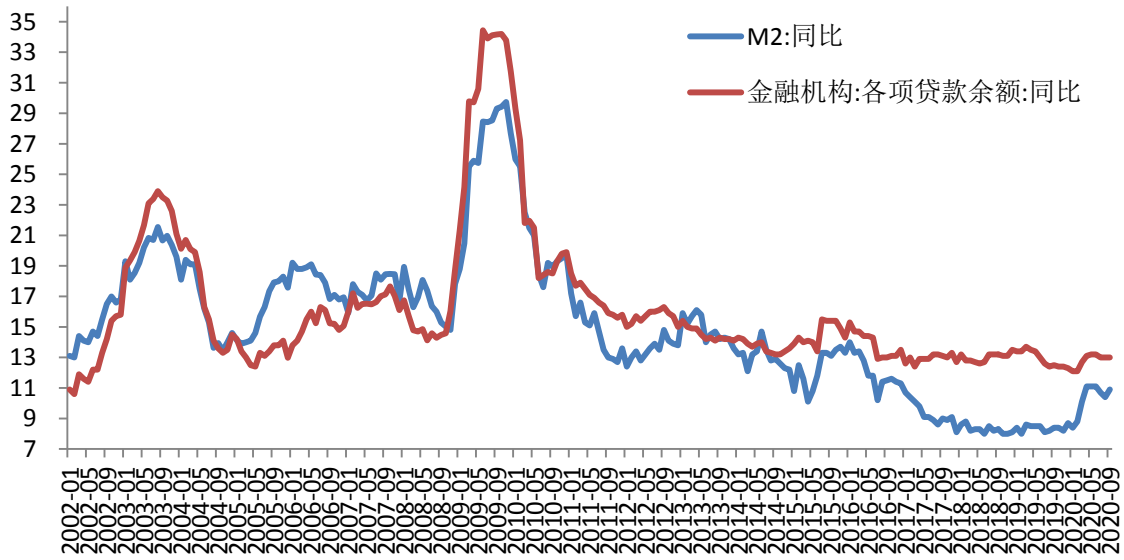
2.货币增长、新增信贷回升，属季节性效应

货币政策回归稳健的取向并没有改变，即使前期出于应对疫情而实施的临时性放松，政策重心也在于“救助”——受疫情影响的企业将定向得到信贷支持。政策实施重心，是对受疫情影响企业的精准、定向支持，政策本意并不在于放松，而是借助各类“直达实体”工具，消除疫情冲击影响，达到救助企业临时性困难的政策目的。应对疫情的金融放松，带有显著的“救助”体征，它强调直达实体，这点与强调总量宽松的反周期货币政策放松，有着显著差异！

疫情期间的临时性宽松政策基调虽已改变，但疫情期间创造的一些结构性直达实体经济工具，仍会保留，有些还会得到进一步发展，以使新增流动性更多地流向实体经济中的中小企业。如普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划等。另外前期对中小企业的普惠金融支持，是疫情期间的重点，由于普惠金融疫情期间受到政策扶持力度较大，因此即使疫情期间普惠金融规模也得到了发展。由于普惠金融规模扩大，未来即使临时性扶持措施退出，在正常化的结构调整支持政策下，普惠金融也将得到加快发展，从而为整体信用和流动性增长，奠定平稳基础。

在货币政策正常化趋势下，2 季度后流动性平稳局面已然呈现，进入 3 季度后流动性偏松局面转向边际收紧，9 月份新增信贷和货币增长的逆势回升，主要是商业银行经营季末效应，并不改变流动性平稳中边际收紧的趋势。商业银行等金融机构，出于经营指标改善和运营管理的需要，存在着比较明显的季末冲规模效应。

图 1　中国信贷和货币增长的月度变化（%）

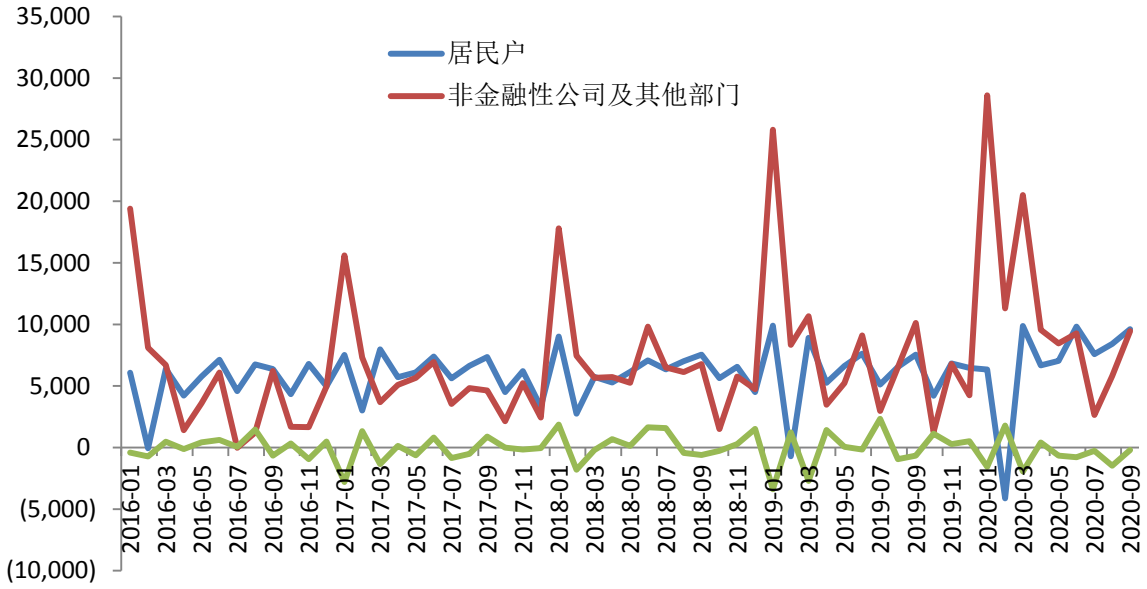


数据来源：Wind，　上海证券研究所

3.各部门、各期限信贷新增均回升

9 月份信贷增长的回升在很大程度上是属于季末效应性质的，这主要体现在家庭和企业两部门信贷增长均回升，以及各部门的全期限信贷增长均回升上。9 月份，人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 9607 亿元，比上月增加 1192 亿元；企（事）业单位贷款增加 9458 亿元，比上月增加 3761 亿元，增长迅速；金融同业信贷缩减了 201 亿元，缩减规模显著下降。

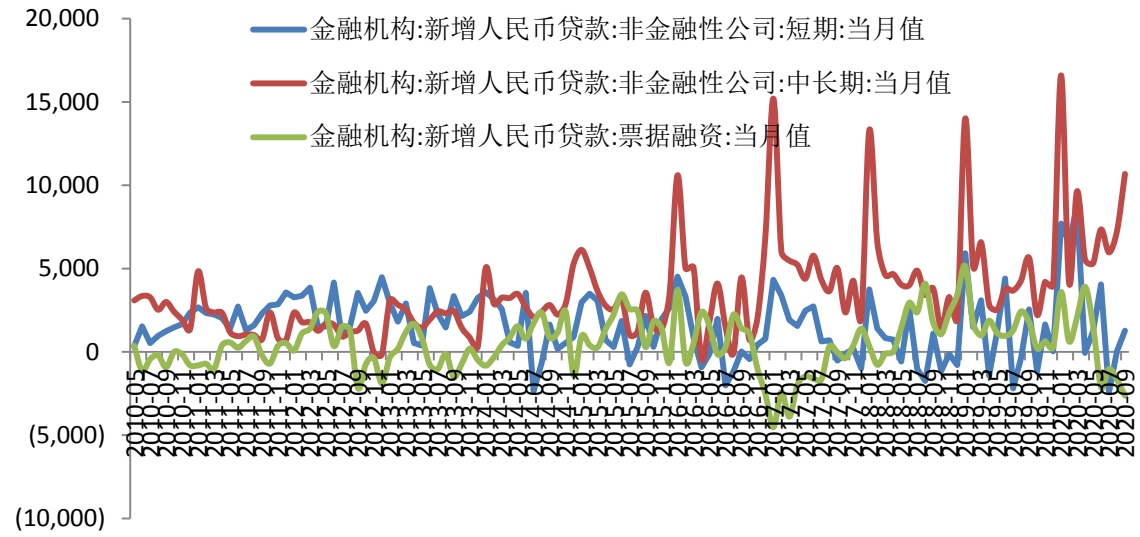
图 2　中国信贷增长的部门分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

9 月份，企业部门信贷增长仍然维持了长期化的特征，表明政策性增长是企业部门信贷增长的主要原因。从企业部门看，经济进入复苏的 2 季度以来，信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2020 年 9 月份的企业部门信贷增长，已然呈现了显著的长期化态势。当月企（事）业单位贷款增加 9458 亿元，其中短期贷款 1274 亿元，中长期贷款 10680 亿元，票据融资减少 2632 亿元。票据融资也是一种短期融资形式，因此企业部门的短期贷款在 9 月份实际上是减少的。企业部门信贷趋于长期化，意味着当期经济活力仍处于较低水平，亦表明中国当期经济运行仍处于底部阶段。

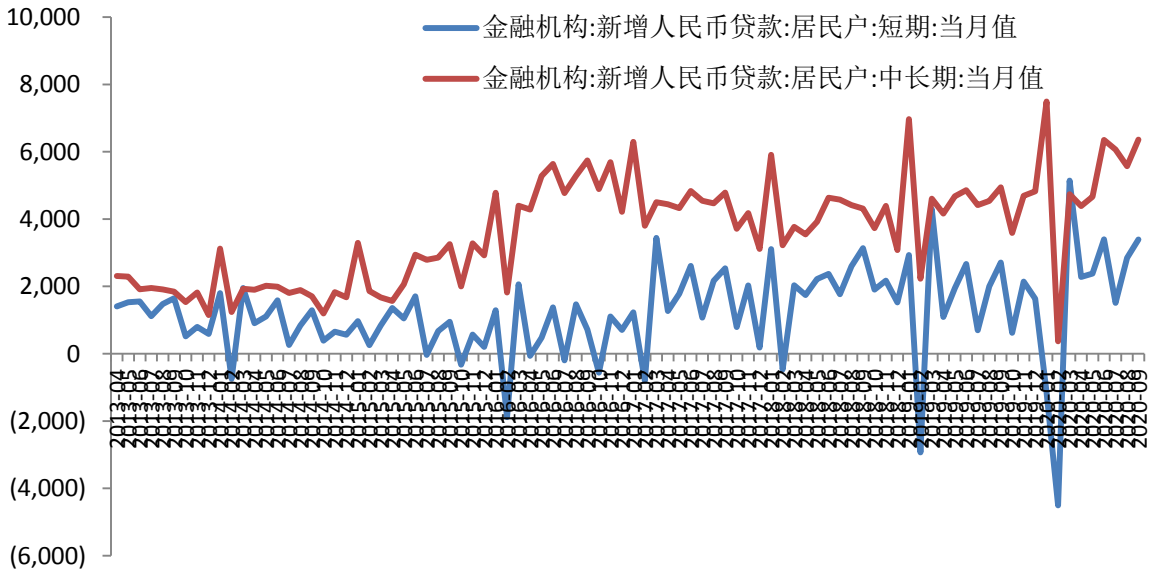
图 2　中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

居民部门信贷增长仍然在各部门中领先，表明房地产领域仍然是信贷增长主力，高房价对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”短时仍难退。从房地产供需两方面的信贷增长情况看，开发贷款和按揭贷款的同比增长都处于相对高位。从房地产市场角度看，2 季度以来，中国楼市成交已恢复到一个较高水平，并保持了平稳运行态势，楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础。从居民部门的信贷期限分布看，长期期限仍然是主流，按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。

图 4　中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）



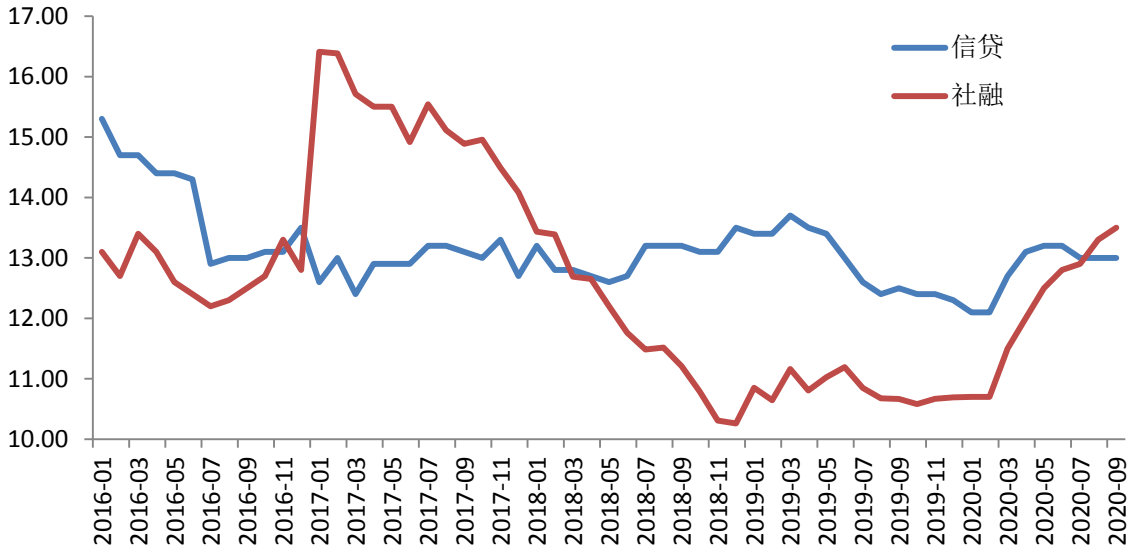
数据来源：Wind，　上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4.宽信用逐步得到确认

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。上月笔者曾指出，随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性，从而将带来“紧货币、宽信用”的完美组合状态。因为通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；就意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！9 月份货币增长的回升，在货币政策边际收紧格局下，属于季末效应，不改变未来货币增长缓慢回落、宽信用逐渐得到发展的流动性结构变化趋势。货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。9 月份货币增长在季末效应下临时回升，更是支持了宽信用的发展。实际上，自 2020 年初货币的临时性放松以来，中国“宽信用”的回升趋势就得到了加速。2020 年 8 月份，中国社融增长结束延续 2 年多（自 2018 年 4 月起)的同比增长持续低于信贷增长状态,超越信贷增长，9 月这一趋势进一步扩大，信贷余额同比增长受货币政策影响保持平稳的同时，社融增长持续回升态势并没有收到政策临时性放松政策回撤的影响，表明中国“宽信用”发展已然来临，说明中国结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

图 5　中国信用增长的变化（同比/月，%）



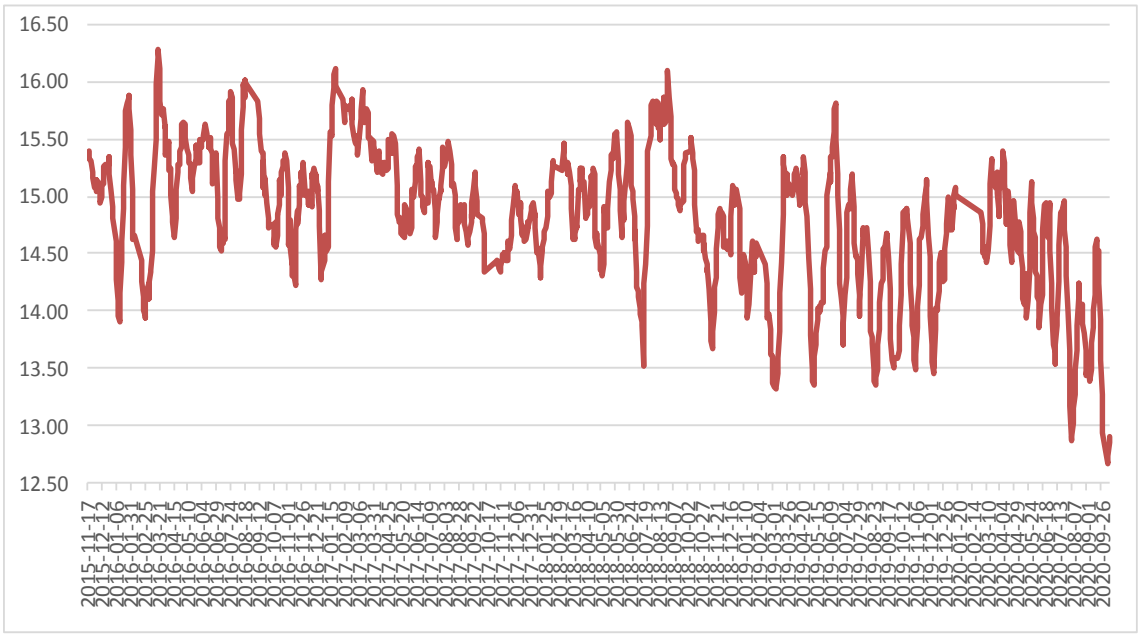
数据来源：Wind，　上海证券研究所

5.中小企业融资利率延续下行

就中国金融市场上的现有利率体系看，高房价是整体利率水平在货币过分充裕下保持不降的根基！高房价使得房地产融资得以有旺盛的融资需求，并一直以比其它行业高的利率对外筹集资金；正是高房价造就了房地产强大和近乎无穷尽的高息“吸水”能力，使得其它领域，尤其是中小企业等普惠金融领域的资金利率一直难以有效下降！

在货币政策临时性放松退出的同时，为应对流动性宽松引起的楼市“虚火”，不少地方也加码了调控措施。楼市调控在压制住泡沫的同时，也改变了流动性的分布和资本市场生态环境，使得中国新时期的“宽信用”发展，呈现了对实体经济更友好的特征。正是高房价造成了中国在较长时期以来的中小企业融资贵问题。实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，主要是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力实在太强，金融机构实在无法抗拒！当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，表明实体企业融资仍然难以有效竞争过房地产融资。在各方利益纠结下，虽然高房价仍未有得到控制迹象，政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率延续了趋向下行局面！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性下降态势。

图 6 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

事件预测：趋势判断

6.货币增长仍将缓慢回落

笔者一直强调的，未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足，尤其是在不提高基础货币整体成本情况下，实现基础货币投放的增长。因此，尽管宽信用带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。按照通常的货币增长中性基准（GDP 增速+1/2*CPI+1/2*PPI），2020 年 M2 在 7.5-8.5 间仍将是政策合意水平，8.5 上方意味着货币环境已过度宽松。9 月货币回升属季末效应，流动性偏松格局边际后撤的趋势不会改变，各部门、各期限信贷均显著回升，足以表明这点。不过结构政策效应初现，市场利率下降明显，信用市场风险显性化，利率曲线应不会再升高。

中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。随着猪肉涨价进程结构，通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。2019 年后，中国核心通胀即从 2.0 水准上持续下滑（这与同期经济运行状况一致），2020 年 7 月和 8 月已降到 0.5 的水平。实际上，与世界主要经济体在价格管理领域“防通缩”为主要任务一样，中国宏观调控在通胀管理方面，在猪肉临时性涨价冲击因素消除后，“防通缩”也会成为政策重点。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。