东兴证券 DONGXING SECURITIES

实体信贷需求仍强

——2020年9月金融数据点评

2020 年 10 月 14 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布9月金融数据，新增社融3.48万亿，前值3.58万亿，同比多增0.97万亿，社融存量同比增长13.5%，高于上月13.3%；新增人民币贷款1.90万亿，同比多增2047亿，委托贷款减少317亿，信托贷款减少1159亿，债券净融资1422亿，同比减少1009亿，政府债券净融资1.38万亿，同比多增6326亿。9月M2同比增长10.9%，较上月提升0.5个百分点；M1同比增长8.1%，较上月增加0.1个百分点；M0同比增长11.1%，较上月提升1.7个百分点。

主要观点：

信贷需求与货币供给均超预期；疫后经济复苏出现分化，前期生产强，需求弱，基建地产产业链强，消费制造业较为疲弱，而后期随着经济增长向全面复苏转变，需求持续回暖，消费、制造业投资出现加速回暖迹象，虽然近期基础货币规模持续降低，但经济增长向潜在增速回归，9月居民企业新增信贷需求仍然较去年同期持续走强；此外9月政府信用继续扩张，政府债券融资超万亿。货币供给端，季末财政支出加速，央行财政存款回流至商行存款，因此9月货币供给增速回升，但这一趋势不具有可持续性。四季度经济增速回升斜率降低，但消费加速回暖，我们预计四季度经济主体信贷需求依然不弱，尤其是居民贷款端，不过随着政府债券融资退出，**新增社融规模与存量社融同比增速将有所回落，但仍将强于其季节性表现。**

1. 实体经济继续复苏，信贷需求旺盛

9月新增人民币贷款为1.90万亿，同比多增2047亿，其中新增居民信贷边际扩张，居民短贷3394亿，同比多增687亿元，居民中长期贷款6362亿元，同比多增1419亿；9月新增企业短贷为1274亿元，同比减少1276亿；中长期贷款新增10680亿，同比多增5043亿，企业贷款期限结构继续优化。

经济复苏势头不减，带动企业居民信贷需求边际走强；9月百强房企销售额单月增速29%，持续回升，累计增速9.2%，自7月首次回正后继续提升；房地产销售仍具韧性，居民长端信贷需求有支撑。终端消费回暖，8月社零中可选消费增速加速回升，9月进口数据超预期也显示内需持续回暖，居民短贷也存在继续边际走强的理由。9月PMI加速扩张，供需缺口收窄，此外建筑业、服务业继续维持了高景气度，企业信贷需求依然不弱。3月以来虽然基础货币规模持续降低，但由于受疫情影响经济增速较低，向潜在增速回归，信贷需求依然强劲。

2. 政府信用继续扩张，符合预期

新增社融仍处于高位，较去年同期多增0.97万亿，略超预期；除表内贷款超预期扩张外，9月政府债融资1.01万亿，较去年同期多增6326亿，新增委托贷款、信托贷款分别减少317亿、1159亿，9月新增债券

融资 1422 亿，无风险收益率继续上行，债券融资需求承受一定压力。银行未贴现承兑汇票为 1502 亿，受票据融资缩减影响，银行表外票据资产大概率将继续扩张。

实体经济强劲的信贷需求和政府信用继续扩张，9 月新增社融规模远超去年同期；一方面信贷需求强劲，新增信贷超预期；另一方面 9 月政府信用继续扩张，政府债券净融资超万亿，宽松财政政策背景下，政府信用扩张将持续至 10 月底，已经基本反映在市场利率定价中。表外融资需求继续萎缩，委托贷款信托贷款继续缩量；监管机构继续打击结构性存款套利，9 月底结构性存款需压降至疫情前水平，受此影响票据融资大幅萎缩，年底监管要求结构性存款需压降至 19 年底 2/3 水平，压力仍大，预计年内票据融资将持续收缩，而新增未贴现的银行承兑汇票也将继续保持正值。综合而言 9 月新增社融规模超预期，结构上延续了前期表内扩张，表外收缩的趋势。

3. 财政支出加快，M2 增速回升

9 月存量社融规模同比增速继续上升，录得 13.5%新高，但上升速度有所放缓；9 月 M2 同比增速为 10.9%，仍较上期提升 0.5 个百分点，M1 同比增速 8.1%，几乎与上期增速持平，M0 同比增速 11.1%，较上期提升 1.7 个百分点。

9 月货币供给较前期有两点不同；首先，M2 同比增速一改向下趋势，增速出现回升，9 月社融 M2 剪刀差反而收窄，我们认为这是源于季末财政支出节奏加快，导致央行财政存款回流至商业银行系统，并通过财政支出转换为企业居民存款，使得 M2 增速回升，9 月金融机构财政存款减少约 8317 亿。其次，9 月 M0 增速超预期提升约 1.7 个百分点，一方面去年同期基数偏低，另一方面双节效应，居民企业提现消费需求回升，流通中现金新增幅度较大；以上趋势均难以持续，财政支出节奏不变的前提下，预计 4 季度 M2、M0 增速将继续回落。

4. 货币政策将维持适度灵活

当前从高频宏观数据看，三季度经济复苏态势良好，尤其是以消费、制造业投资为代表的内生经济动能复苏斜率有所提升，预计四季度 GDP 增速恢复斜率有所放缓，消费继续回暖，或成为经济复苏斜率的边际决定力量；在这样的背景下货币政策也将保持灵活适度，基于宏观经济复苏情况预调微调，不会出现大的调整。因此我们预计四季度经济主体信贷需求依然不弱，尤其是居民贷款端，不过随着政府债券融资退出，**新增社融规模与存量社融同比增速将有所回落，但仍将强于其季节性表现。**

5. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度	东兴宏观：资金面仍将延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020 年 8 月金融数据点评	2020-09-14
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏—2020 年 8 月金融数据点评	2020-07-13
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融—2020 年 5 月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松—2020 年 3 月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526