2020 年 10 月 15 日

信用修复延续，M2 如期回升

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **新增贷款高于市场预期、结构改善延续，企业中长期贷款和居民贷款继续回升**

新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，总体增长相对平稳。9 月，新增贷款 1.9 万亿元、高于预期的 1.75 万亿元，同比多增 2100 亿元；贷款余额增速 13%，与上月持平。按照全年 20 万亿元信贷额度推算，四季度剩余额度约 3.74 万亿元、占全年额度的 19%，基本符合季节性规律，预计年内信贷总体仍保持平稳增长。**信贷结构改善延续，企业中长期贷款和居民贷款继续回升。**分项来看，新增企业中长贷超 1 万亿元、同比接近翻番，连续 7 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 1274 亿元、同比少增 1276 亿元，票据融资净减少 2632 亿元、而 2019 年同期净增 1790 亿元，或与结构性存款压降、额度约束等有关；居民短贷、中长贷均高于 2019 年同期，或缘于线下消费修复、汽车和部分热点城市商品房销售较好。

● **社融存量增速创新高、主要缘于政府债券等贡献，年内高点可能出现在 10 月**

社融增速继续抬升，主要缘于政府债券、表外票据等贡献。9 月，新增社融 3.48 万亿元、高于市场平均预期的约 3 万亿元，同比多增 9630 亿元；社融存量增速 13.5%、创 2018 年以来新高，较上月抬升 0.2 个百分点。政府债券、表外票据、人民币贷款为社融主要贡献项，分别同比多增 6326 亿元、1933 亿元和 1580 亿元，前两者合计贡献社融同比增量的 86%，企业债券回落、同比少增 1009 亿元。**考虑到政府债券等因素，年内社融增速高点或出现在 10 月。**地方债剩余额度约 4000 亿元、或将集中在 10 月发行，国债净供给也不低，或支持 10 月社融增速抬升；但四季度信用债到期较多，流动性承压下续发压力较大，可能拖累社融。相较 2020 年，2021 年可能需要关注财政压力、非标收缩对信用环境的潜在影响。

● **M2 增速止跌反弹、或缘于财政支出加快等支持，四季度增速或将继续抬升**

M2 增速显著回升，与财政存款加快投放等有关。9 月，M1 增速 8.1%、较上月回升 0.1 个百分点，缘于流通中现金增长，而非企业存款活化增多；M2 增速 10.9%、较上月提高 0.5 个百分点，与财政存款加快投放、非银存款收缩放缓等有关，非银存款同比大幅少减 4993 亿元，同时财政存款同比多投放 1291 亿元。**重申观点：信用修复或延续到 2021 年初。**年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。年中以来，广义财政支出加快，四季度或延续，进而带动经济行为和信用环境进一步修复，四季度 M2 增速或将继续抬升。

● **风险提示：**经济表现和政策调控超过预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口链改善的结构和弹性》-2020.10.13

《宏观经济专题-4 季度的财政空间》-2020.10.12

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

目 录

1、 贷款高于市场预期，结构改善延续 3
2、 社融增速创新高，主要由政府债券等贡献 4
3、 财政存款加快投放支持 M2 增速回升 5
4、 风险提示 5

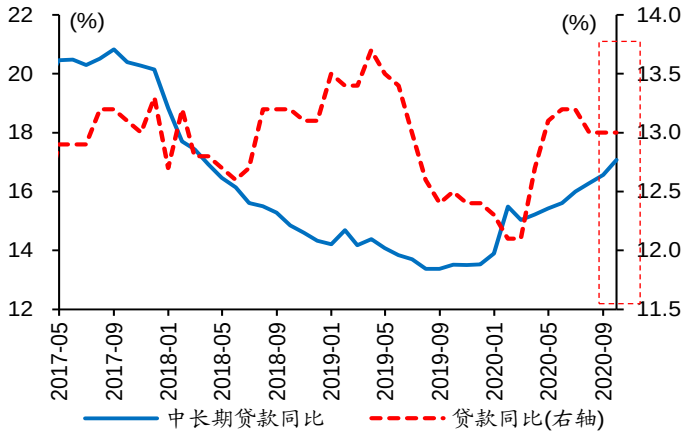
图表目录

图 1： 信贷增速与上月持平，中长期贷款增速持续抬升 3
图 2： 9 月，新增贷款 1.9 万亿元、高于 2019 年同期 3
图 3： 企业中长期贷款增速持续抬升 3
图 4： 9 月，新增居民贷款高于 2019 年同期 3
图 5： 9 月，新增社融远高于 2019 年同期 4
图 6： 9 月，政府债券为新增社融主要贡献项 4
图 7： 四季度，地方债和国债剩余额度约 1.7 万亿元 4
图 8： 中性情景下，年内社融增速高点可能出现在 10 月 4
图 9： 9 月，M1、M2 增速分别回升 0.1 和 0.5 个百分点 5
图 10： 9 月，企业、居民存款增加，财政存款加快投放 5
图 11： 广义财政支出有所加快 5
图 12： M2 增速或将继续抬升 5

1、 贷款高于市场预期，结构改善延续

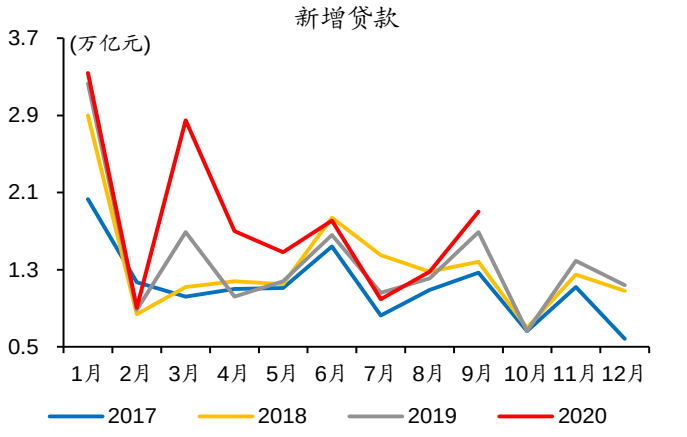
新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，总体增长相对平稳。9 月，新增贷款 1.9 万亿元、高于预期的 1.75 万亿元，同比多增 2100 亿元；贷款余额增速 13%，与上月持平。按照全年 20 万亿元信贷额度推算，四季度剩余额度约 3.74 万亿元、占全年额度的 19%，基本符合季节性规律，预计年内信贷总体仍保持平稳增长。

图1：信贷增速与上月持平，中长期贷款增速持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

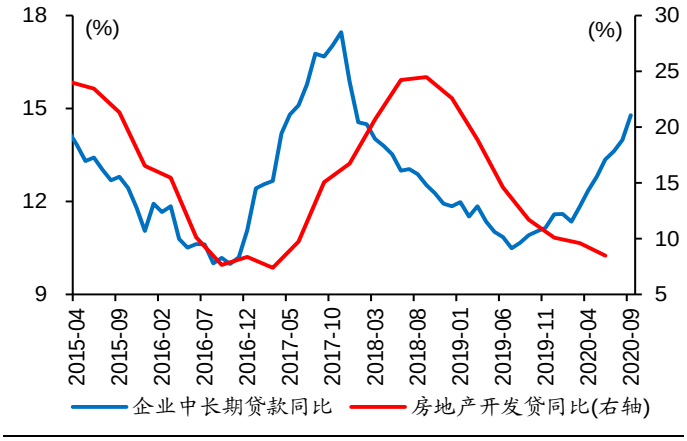
图2：9 月，新增贷款 1.9 万亿元、高于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

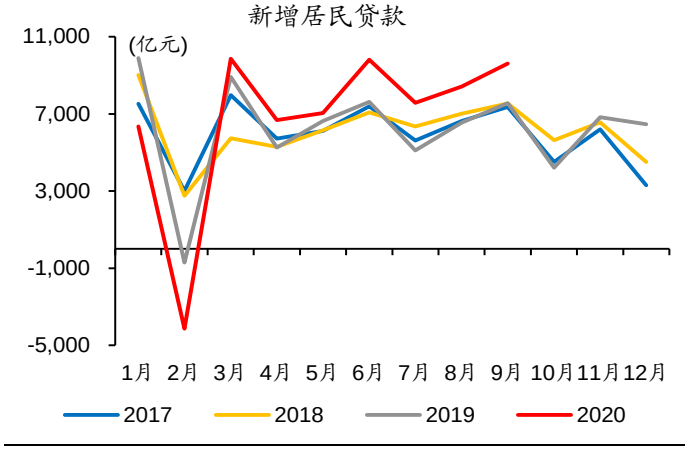
信贷结构改善延续，企业中长期贷款和居民贷款继续回升。分项来看，新增企业中长贷超 1 万亿元、同比接近翻番，连续 7 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 1274 亿元、同比少增 1276 亿元，票据融资净减少 2632 亿元、而 2019 年同期净增 1790 亿元，或与结构性存款压降、额度约束等有关；居民短贷、中长贷均高于 2019 年同期，或缘于线下消费修复、汽车和部分热点城市商品房销售较好。

图3：企业中长期贷款增速持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：9 月，新增居民贷款高于 2019 年同期

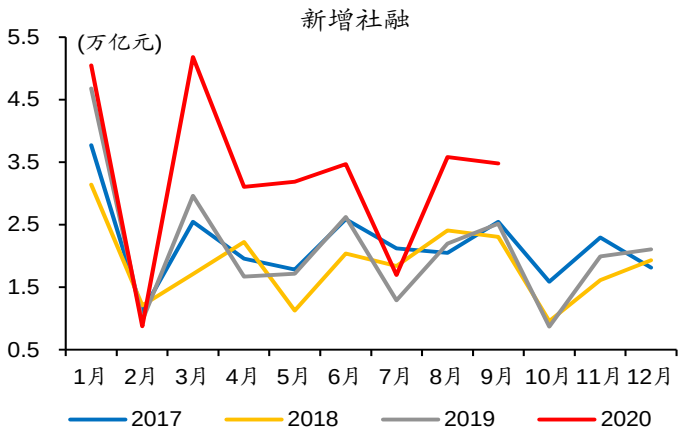


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 社融增速创新高，主要由政府债券等贡献

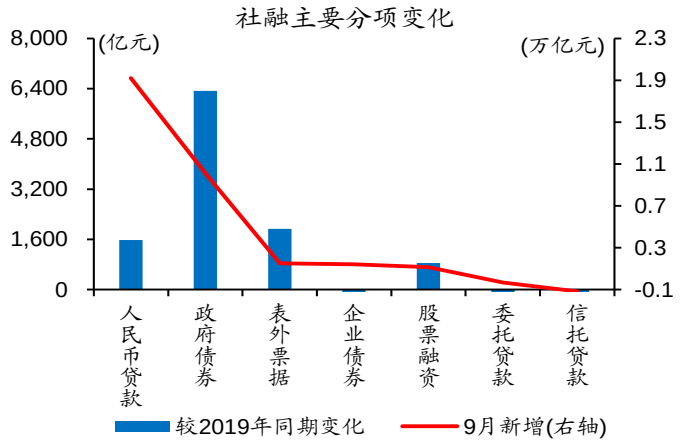
社融增速继续抬升，主要缘于政府债券、表外票据等贡献。9 月，新增社融 3.48 万亿元、高于市场平均预期的约 3 万亿元，同比多增 9630 亿元；社融存量增速 13.5%、创 2018 年以来新高，较上月抬升 0.2 个百分点。政府债券、表外票据、人民币贷款为社融主要贡献项，分别同比多增 6326 亿元、1933 亿元和 1580 亿元，前两者合计贡献社融同比增量的 86%，企业债券回落、同比少增 1009 亿元。

图5：9 月，新增社融远高于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

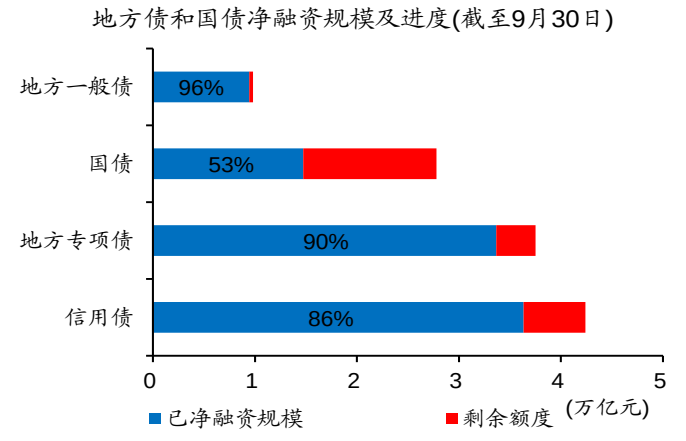
图6：9 月，政府债券为新增社融主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

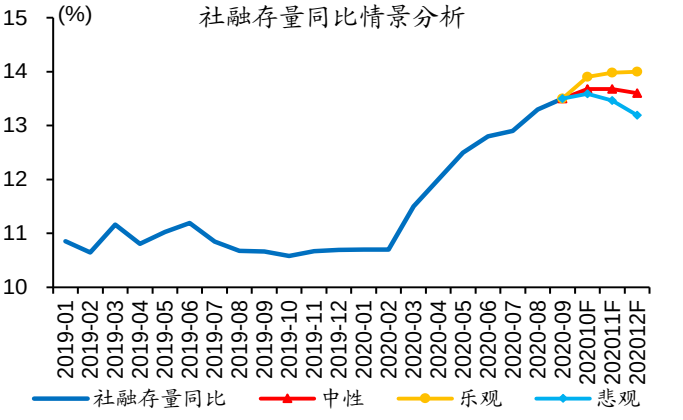
考虑到政府债券等因素，年内社融增速高点或出现在 10 月。地方债剩余额度约 4000 亿元、或将集中在 10 月发行，国债净供给也不低，或支持 10 月社融增速抬升；但四季度信用债到期较多，流动性承压下续发压力较大，可能拖累社融。相较 2020 年，2021 年可能需要关注财政压力、非标收缩对信用环境的潜在影响。

图7：四季度，地方债和国债剩余额度约 1.7 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中性情景下，年内社融增速高点可能出现在 10 月

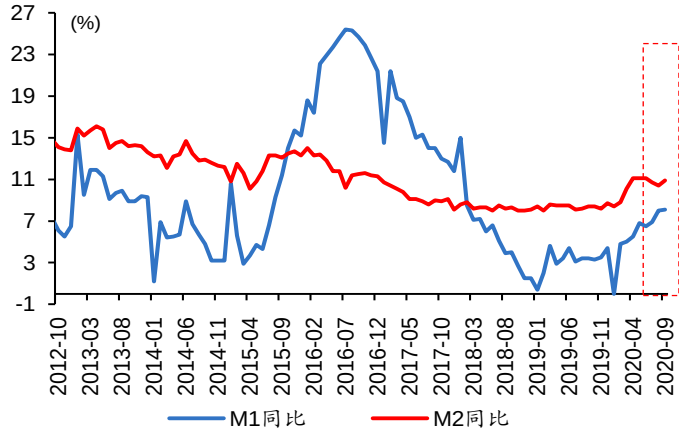


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 财政存款加快投放支持 M2 增速回升

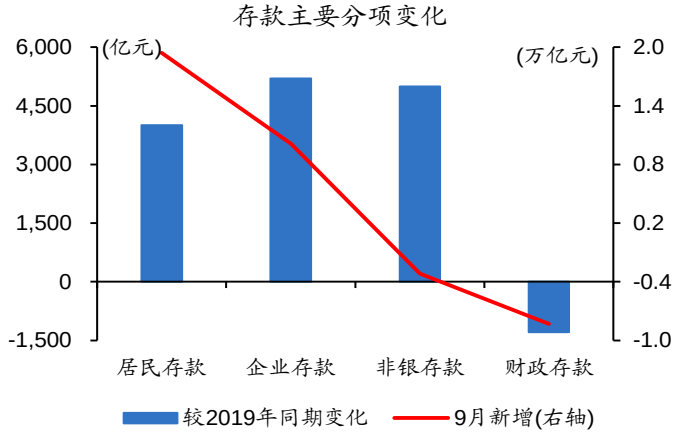
M2 增速显著回升，与财政存款加快投放等有关。9 月，M1 增速 8.1%、较上月回升 0.1 个百分点，缘于流通中现金增长，而非企业存款活化增多；M2 增速 10.9%、较上月提高 0.5 个百分点，与财政存款加快投放、非银存款收缩放缓等有关，非银存款同比大幅少减 4993 亿元，同时财政存款同比多投放 1291 亿元。

图9：9 月，M1、M2 增速分别回升 0.1 和 0.5 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

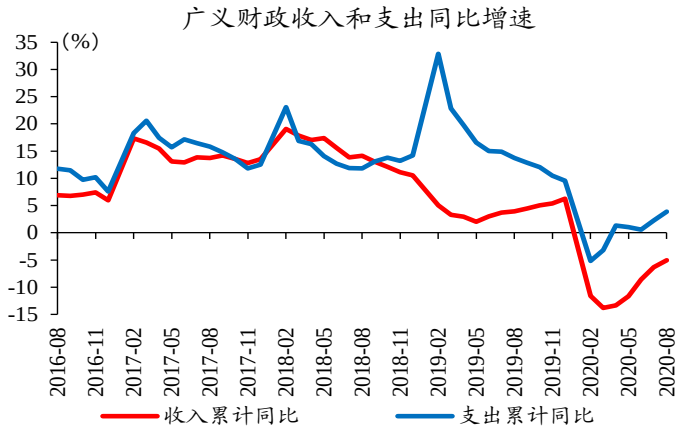
图10：9 月，企业、居民存款增加，财政存款加快投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

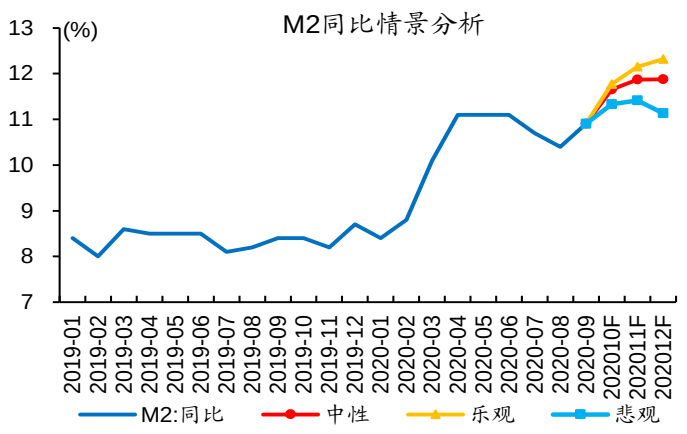
重申观点：信用修复或延续到 2021 年初。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。年中以来，广义财政支出加快，四季度或延续，进而带动经济行为和信用环境进一步修复，四季度 M2 增速或将继续抬升。

图11：广义财政支出有所加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：M2 增速或将继续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

经济表现和政策调控超过预期。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn