

9 月金融数据点评

上调四季度经济增速预测至 6.4%

新增社融继续超预期，新增人民币贷款基本符合预期；M2 增速超预期，M0 增速明显回升；上调四季度经济增速预测，货币政策年底前易松难紧。

- 9 月新增社融 3.48 万亿元，社融存量同比增长 13.54%。
- 9 月新增人民币贷款 1.92 万亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，增长最明显的依然是政府债券，其次是汇票、人民币贷款和股票融资，与去年同期相比少增的是企业债、信托贷款和委托贷款。
- 从社融存量结构来看，2020 年 9 月与 8 月相比，政府债占比上升 0.2 个百分点，占比下降的是委托贷款、信托贷款和企业债；与去年同期相比，政府债占比上升 0.9 个百分点，企业债占比上升 0.6 个百分点，表外融资中委托贷款占比下降 0.8 个百分点，信托贷款占比下降 0.6 个百分点。
- 9 月 M2 同比增长 10.9%，M1 同比增长 8.1%，M0 同比增长 11.1%，单位活期存款同比增长 7.64%，准货币同比增长 11.95%，结合 PMI 数据中原材料补库存和进口超预期增长等因素，建议关注四季度生产端补库存的情况。
- 9 月新增存款 1.58 万亿元，其中新增居民存款 1.94 万亿元，新增企业存款 1.01 万亿元。
- 9 月新增贷款 1.9 万亿元，其中短贷及票据新增 2036 亿元，中长贷新增 1.7 万亿元，票据继续被压缩。
- **四季度经济基本面或表现好于预期。**从央行三季度储户调查问卷来看，四季度服务性消费的增长可能较明显，居民在旅游、交易、社交文娱等方面的消费倾向明显上升；从企业层面来看，考虑到当前海外订单环比上升和秋冬季国内外疫情不确定性的影响，叠加四季度至春节前企业传统补库存的季节性因素，我们认为四季度国内经济表现或好于市场预期。
- **四季度货币政策易松难紧。**9 月相较 8 月，金融数据当中存量社融增速上升 0.26 个百分点，M0 增速上升 1.7 个百分点，M1 增速上升 0.1 个百分点，M2 增速上升 0.5 个百分点，单位活期存款增速下降 0.14 个百分点，准货币增速上升 0.57 个百分点。结合我们上调了四季度 GDP 增速至 6.4%的预测来看，我们认为在 10 月全会、11 月美国大选、12 月跨年的背景下，四季度央行流动性投放或维持在相对宽松的水平上。另外考虑到 11 月美国大选的不确定性，可能加大海外资本市场的波动性，并且影响国内资本市场的稳定性，不排除重大风险冲击情况下，央行采取降准政策，达到对冲风险、释放流动性、缓解银行资本金压力三重效果。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

新增社融继续超预期。9 月新增社融 3.48 万亿元，较去年同期多增了 9658 亿元，较 8 月少增了 1023 亿元，依然超出市场预期。9 月社融存量同比增长 13.54%，较 8 月上升了 0.26 个百分点。9 月社融增速继续上升，印证了实体经济持续修复的趋势。

人民币信贷基本符合预期。9 月新增人民币贷款 1.92 万亿元，较去年同期增加了 1580 亿元，较 8 月多增了 4991 亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，增长最明显的依然是政府债券，其次是汇票、人民币贷款和股票融资，与去年同期相比少增的是企业债、信托贷款和委托贷款。与 8 月相比，政府债券、企业债和信托贷款的融资规模明显下降。9 月新增表内融资 1.89 万亿元，新增直接融资 2562 亿元，表外融资较 8 月下降，一定程度上是受房地产融资限制的影响。9 月人民币贷款数据符合市场预期，政府债券融资额依然较高，未来将持续支撑基建投资增速，汇票融资额处于较高水平，则可能反映出企业短期经营活动较为活跃。

图表 1.新增社融构成和变化

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	34800	19192	(302)	(317)	(1159)	1502	1422	1140	10103
环比上月变动	*(1023)*	*4991*	*(699)*	*98*	*(843)*	*61*	*(2211)*	*(142)*	*(3685)*
同比去年同期	*9658*	*1580*	*138*	*(295)*	*(487)*	*1933*	*(1009)*	*851*	*6326*

资料来源：万得，中银证券

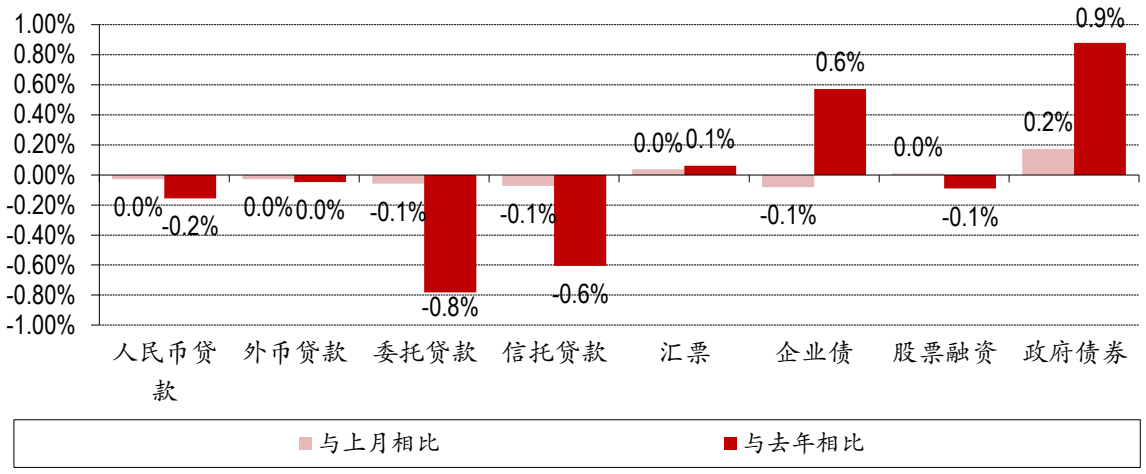
图表 2. 新增社融分类变化

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	18890	26	2562	13322
环比上月变动	*4292*	*(684)*	*(2353)*	*(2278)*
同比去年同期	*1718*	*1151*	*(158)*	*6947*

资料来源：万得，中银证券

表外融资继续压缩。从社融存量结构来看，2020 年 9 月与 8 月相比，政府债占比上升 0.2 个百分点，占比下降的是委托贷款、信托贷款和企业债；与去年同期相比，政府债占比上升 0.9 个百分点，企业债占比上升 0.6 个百分点，表外融资中委托贷款占比下降 0.8 个百分点，信托贷款占比下降 0.6 个百分点。我们维持此前观点，认为实体经济依然在恢复轨道上，融资需求较旺盛。另外政府债券融资额持续高增长，可能引发对于赤字率和宏观杠杆率的担忧，我们认为当前恢复经济增长是第一要务，积极的财政政策在减税降费和拉动投资方面的作用依然较大。

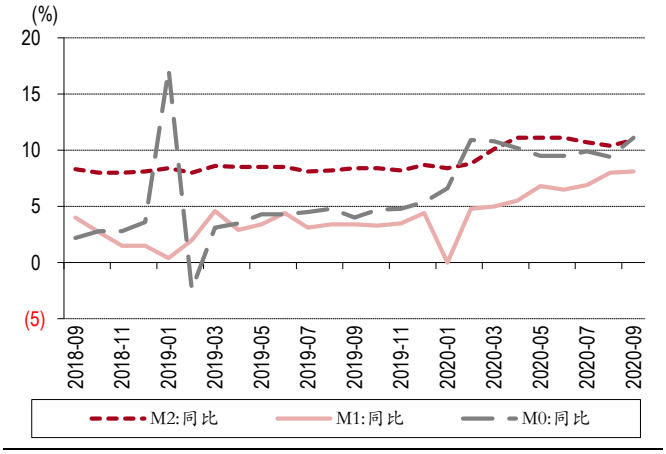
图表 3. 社融存量结构



资料来源：万得，中银证券

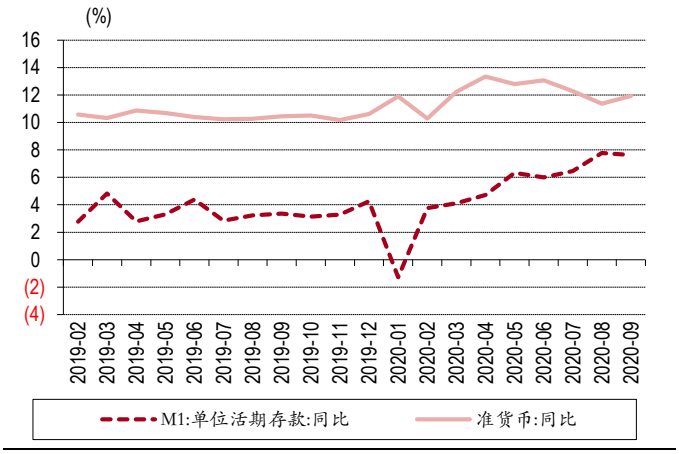
M2 增速超预期回升，单位活期存款增速小幅下滑。9 月 M2 同比增长 10.9%，较 8 月上升 0.5 个百分点；M1 同比增长 8.1%，较 8 月上升 0.1 个百分点；M0 同比增长 11.1%，较 8 月上升 1.7 个百分点。考虑到 9 月存在季末影响因素，央行加大了公开市场流动性投放，因此 M0 同比增速出现显著回升，一定程度上影响了 M2 增速超预期回升。9 月单位活期存款同比增长 7.64%，较 8 月下降 0.14 个百分点，准货币同比增长 11.95%，较 8 月上升 0.57 个百分点。虽然单位活期存款增速有所下行，但整体增速仍在较高水平上，结合 PMI 数据中原材料补库存和进口超预期增长等因素，建议关注四季度生产端补库存的情况。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

9 月新增居民存款和企业存款均回升。9 月新增存款 1.58 万亿元，其中新增居民存款 1.94 万亿元，新增企业存款 1.01 万亿元。居民存款和企业存款都较 8 月大幅上升，财政存款较 8 月明显下降。与去年同期相比，增长最明显的是企业存款、财政存款和居民存款。随着我国经济增长恢复，预计企业存款和居民存款将持续恢复增长。9 月财政存款下降，表明财政支出在年底前可能加速，或对基建投资增速构成支撑。

中长期贷款继续强劲增长。9 月新增贷款 1.9 万亿元，较去年同期多增 2092 亿元，其中短贷及票据新增 2036 亿元，较去年同期少增 5011 亿元，中长贷新增 1.7 万亿元，较去年同期多增 6462 亿元，9 月新增贷款中票据继续被压缩。居民贷款新增 9607 亿元，较去年同期增长 2057 亿元，其中居民中长贷新增 6362 亿元，9 月居民购房等大额消费需求依然强劲，我们认为在房地产融资政策收紧的情况下，居民购房资金对房地产企业的重要性再度上升。

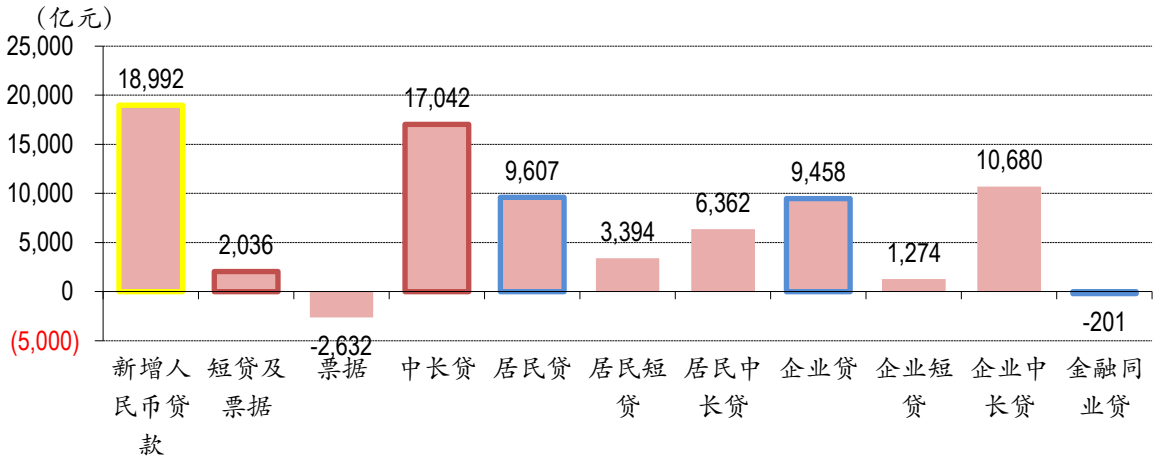
四季度经济基本面或表现好于预期。从央行三季度储户调查问卷来看，四季度服务性消费的增长可能较明显，居民在旅游、交易、社交文娱等方面的消费倾向明显上升；从企业层面来看，考虑到当前海外订单环比上升和秋冬季国内外疫情不确定性的影响，叠加四季度至春节前企业传统补库存的季节性因素，我们认为四季度国内经济表现或好于市场预期。

图表 6.新增存贷款变化

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		15800	19422	10109	(8317)	(3177)	(2237)
	环比上月变动	(3600)	15449	2618	(13656)	(565)	(7446)
	同比去年同期	8607	4004	5201	(1291)	4993	(4300)
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		18992	2036	17042	9607	9458	(201)
	环比上月变动	6192	821	4219	1192	3661	1273
	同比去年同期	2092	(5011)	6462	2057	(655)	458

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

四季度货币政策易松难紧。9 月相较 8 月，金融数据当中存量社融增速上升 0.26 个百分点，M0 增速上升 1.7 个百分点，M1 增速上升 0.1 个百分点，M2 增速上升 0.5 个百分点，单位活期存款增速下降 0.14 个百分点，准货币增速上升 0.57 个百分点。结合我们上调了四季度 GDP 增速至 6.4%的预测来看，我们认为在 10 月全会、11 月美国大选、12 月跨年的背景下，四季度央行流动性投放或维持在相对宽松的水平上。另外考虑到 11 月美国大选的不确定性，可能加大海外资本市场的波动性，并且影响国内资本市场的稳定性，不排除重大风险冲击情况下，央行采取降准政策，达到对冲风险、释放流动性、缓解银行资本金压力三重效果。

风险提示：

全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371