民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

# 实体经济融资需求爆发

## ——9 月金融数据点评

宏观事件点评 | 2020 年 10 月 15 日


**报告摘要：**

- **企业中长期贷款持续高增长，指向实体经济融资需求强劲**

  9月新增人民币贷款19000亿元，略高于市场预期的17500亿元。分结构看，企业中长期贷款表现最为亮眼，一方面财政发力，基建类贷款放量，另一方面投资增速回升，企业有更多固定资产投资需求。居民中长期贷款表现也好于往年同期，在房地产融资受限的情况下房地产企业有加快销售回款的动力，助推居民房贷高增。票据融资明显回落，或与银行腾挪安排信贷额度有关。

- **非银存款占用是银行存款荒原因之一**

  今年三季度，一方面是股市行情较好，吸引了大量资金进场，这些资金被存放在非银机构账面上，转换为非银存款。从居民和企业存款端也可以看到，7月份大量居民和企业将资金从银行转移到股市，进而使非银存款占用了大量资金。另外，结构性存款被压降后，有资金被用于购买表外资管产品，比如表外理财或券商、基金资管计划，这会导致资金被计入非银存款，之后再转换为同业负债。也可以看到，往年9月由于跨季因素，银行会收回部分投向非银的流动性，这就会使非银存款下降。但今年9月非银存款下降幅度并不大，可能与结构性存款转换表外资管产品有关。

- **资本金不足问题值得关注**

  根据测算，今年疫情以来商业银行资本充足率快速下降。一方面是信贷增速明显提高，另一方面是压低净息差、金融为实体让利削弱了银行盈利能力。而盈利能力是银行补充核心一级资本最重要手段，当前来看，中小银行核心一级资本充足率已经下降至2013年以来最低水平。而解决这一问题的方法不外乎这么几种：1、增加银行净息差，提高银行盈利能力；2、财政注资入股，提高中小银行股权本金；3、压低信贷增速，降低分母。

- **社融拐点更多取决于实体经济融资需求和银行资本金压力**

  未来来看，10月政府债券预计仍保持较高发行节奏，但年底政府债券发行规模预计有所下降。信贷需求方面，由于中国防疫取得良好效果，消费、投资、出口均快速反弹，IMF也上调了中国经济增速预测。在此背景下，实体企业融资需求较为旺盛，叠加新一轮库存周期可能开启，需求角度来看社融继续高增有一定保障。但从供给的角度看，由于银行面临很大的资本金压力，或对银行放贷意愿产生一些影响。

- **风险提示：**货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。



**民生证券研究院**

**分析师：解运亮**

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

**研究助理：顾洋恺**

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com


**相关研究**

**事件：**

10 月 14 日，央行公布 9 月金融数据：

新增人民币贷款 19000 亿元，市场预期 17500 亿元，前值 12800 亿元。

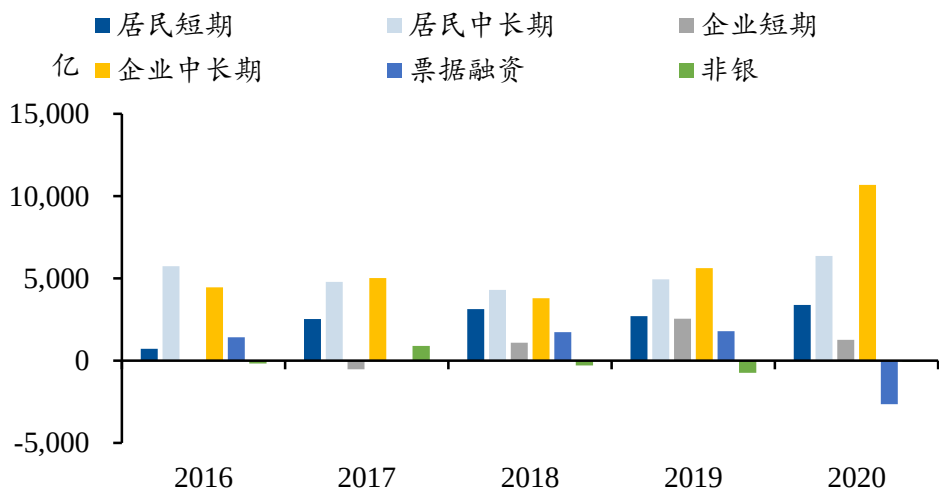
社会融资规模 34800 亿元，市场预期 29500 亿元，前值 35823 亿元。

M2 同比 10.9%，市场预期 10.5%，前值 10.4%；M1 同比 8.1%，前值 8.0%。

## 一、数据表现：实体经济融资需求强劲

**企业中长期贷款持续高增长，指向实体经济融资需求强劲。**9 月新增人民币贷款 19000 亿元，略高于市场预期的 17500 亿元。分结构看，企业中长期贷款表现最为亮眼，一方面在于财政发力，基建类贷款放量，另一方面在于投资增速回升，企业有更多固定资产投资需求。居民中长期贷款表现也好于往年同期，在房地产融资受限的情况下房地产企业有加快销售回款的动力，助推居民房贷高增。票据融资明显回落，或与银行腾挪安排信贷额度有关。

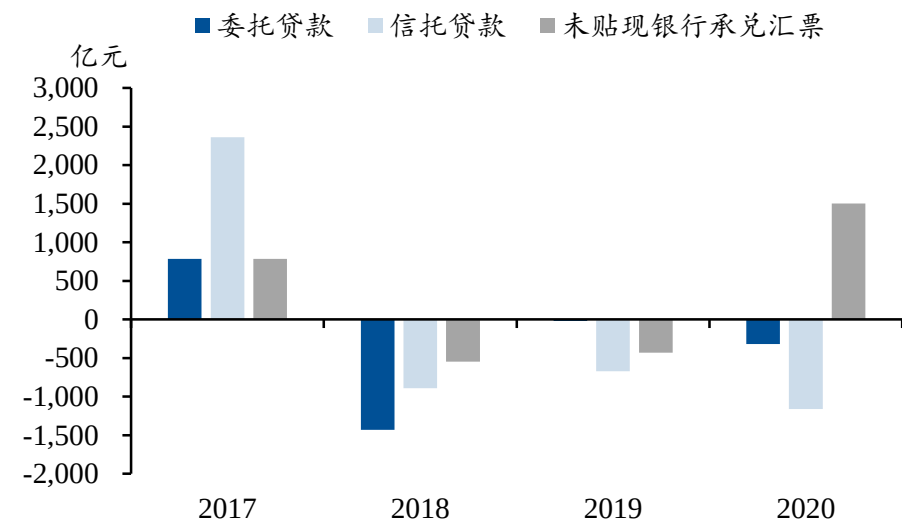
图 1：9 月份企业中长期贷款放量




资料来源：Wind，民生证券研究院

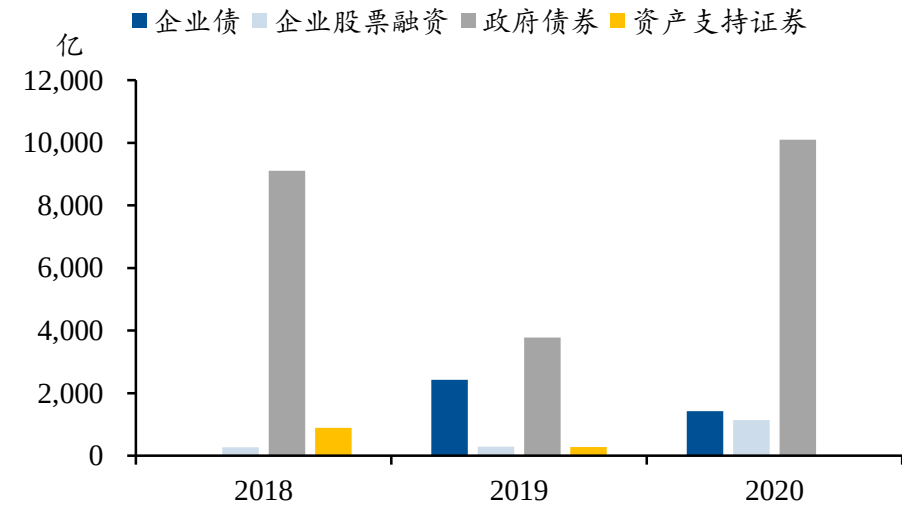
**政府债券放量带动社融超预期，注册制带动股票融资大幅增长。**9 月社融增量为 3.48 万亿元，远高于市场普遍预期。主要是政府债券高增长所致。由于地方政府专项债被要求在今年 10 月底前发完，政府债券发行速度较快，拉高了社融增速。未贴现承兑汇票今年 3 月以来大多数时期都是正增长。另一方面，由于近几个月股市发行速度加快，股权融资也明显高于往年，10 月 9 日，国务院近日印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，加强资本市场基础制度建设，大力提高上市公司质量，全面推行、分步实施证券发行注册制。预计这对股权融资形成重大利好，未来中国股权融资占比能大幅提升，不仅有利于创新型企业融资，也能缓解宏观杠杆率过高的问题。

图 2：9 月份未贴现银行承兑汇票继续正增长




资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：9 月份政府债券融资拉动社融高增长

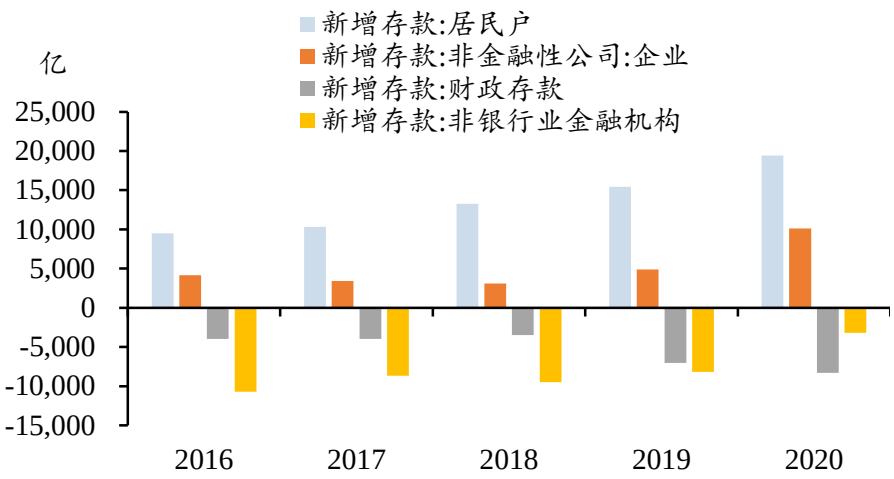



资料来源：Wind，民生证券研究院

**居民和企业存款增长明显。**9 月居民和企业存款净增量明显高于往年同期，根据贷款创造存款理论，信贷高增长势必会带动存款高增长，可以看到 9 月居民和企业存款均有明显增长，这在一定程度上缓解了银行存款荒。另一方面财政存款降幅高于往年同期，这印证了基建进一步发力的猜测，解释了中长期企业贷款持续放量的一部分原因。财政开支增加也缓解了 9 月跨季期间银行体系流动性偏紧的问题。

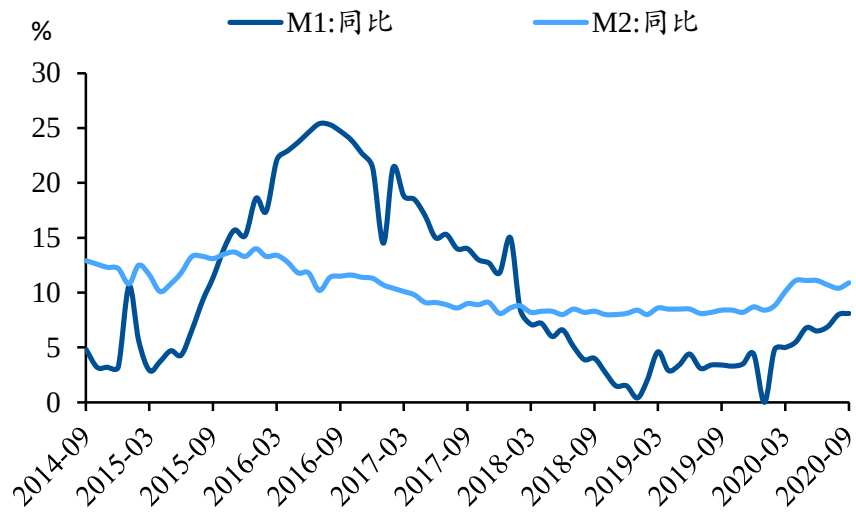
**M1 和 M2 继续维持高位。**9 月 M1 和 M2 增速继续维持高位，反映出我国经济持续向好的态势。在疫情基本被控制住的背景下，企业生产和投资意愿进一步增强，叠加库存处于较低维持，企业有补货意愿，实体流动性处于较为宽裕的水平。

图 4：9 月非银金融存款收缩幅度较小




资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：9 月 M2 增速有所回升

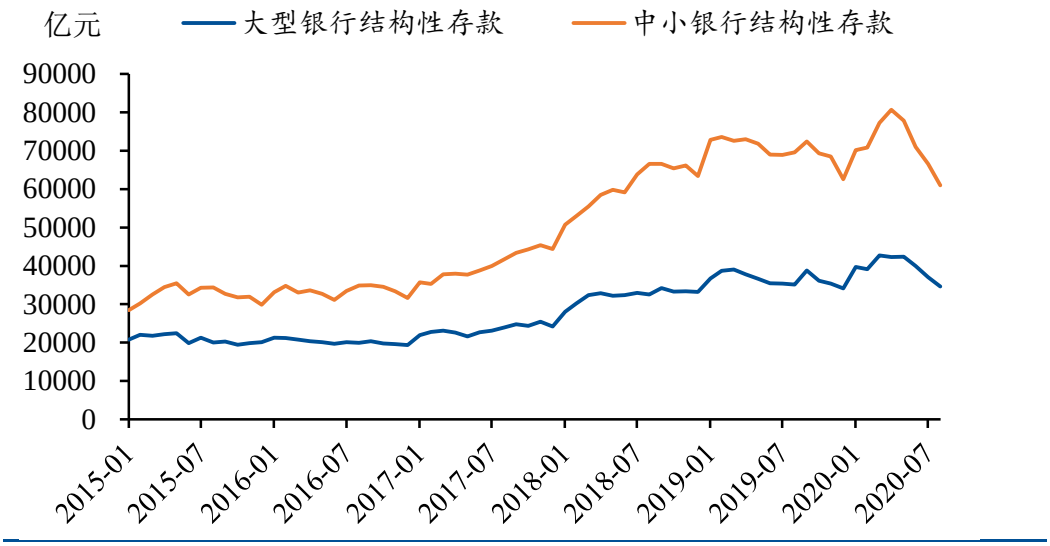



资料来源：wind，民生证券研究院

## 二、数据背后：存款去哪了？

**中小银行面临存款荒。**为降低银行负债成本，避免银行揽储大战。监管部门要求压降结构性存款规模、规范结构性存款管理，在 2020 年 9 月 30 日前压降至年初规模，并在年底前逐步压降至年初规模的三分之二。自今年 5 月开始结构性存款大幅下降，特别是中小银行，5 个月内结构性存款被压降了将近 3 万亿元。按此趋势，预计四季度结构性存款仍要压降 2 万多亿元。这导致银行体系内部分存款流失，中小银行面临存款荒。

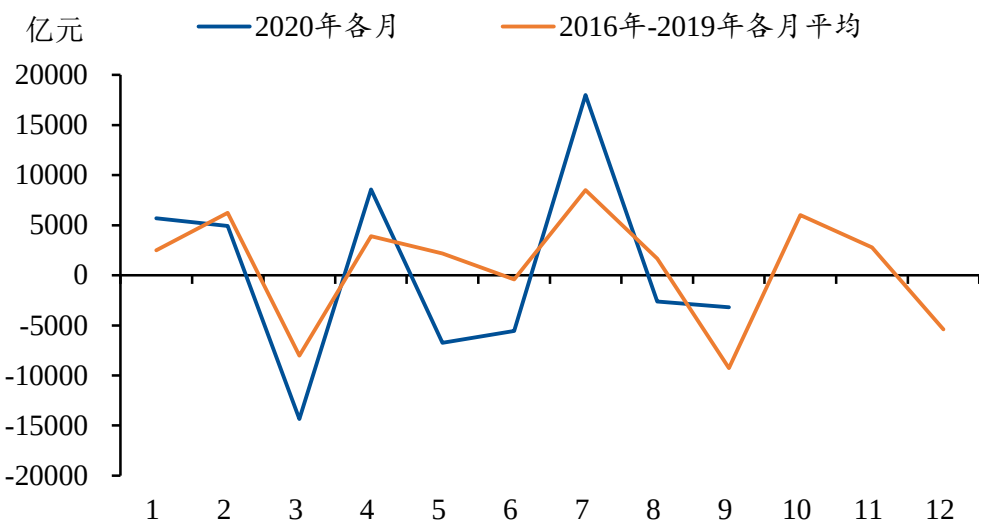
**图 6：结构性存款压降，中小银行面临存款荒**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**非银存款占用是银行存款荒原因之一。**今年三季度，一方面是股市行情较好，吸引了大量资金进场，这些资金被存放在非银机构账面上，转换为非银存款。从居民和企业存款端也可以看到，7 月份大量居民和企业将资金从银行转移到股市，进而使非银存款占用了大量资金。此外，结构性存款被压降后，钱被用于购买表外资管产品，比如表外理财或券商、基金资管计划，这会导致资金被计入非银存款，之后再转换为同业负债。也可以看到，往年 9 月由于跨季因素，银行会收回部分投向非银的流动性，这就会使非银存款下降。但今年 9 月非银存款下降幅度并不大，很大一部分原因可能与结构性存款转换表外资管产品有关。

图 7：今年三季度非银存款明显高于往年平均水平



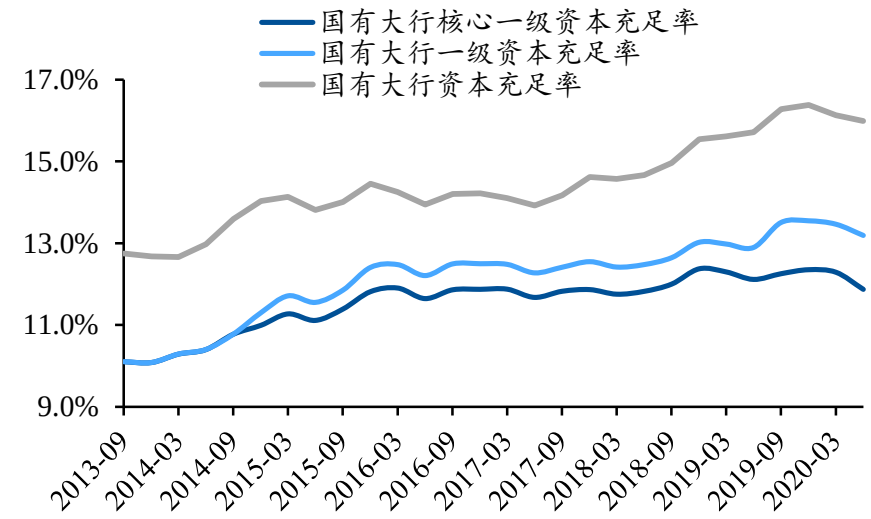

资料来源：Wind，民生证券研究院

**存款再分配是中小银行存款荒原因之二。**在打击结构性存款的背景下，存款在银行体系内进行了腾挪，居民和企业可能因为别的银行利率或安全性更高而转投其他银行，这也导致了一些银行面临存款压力。

## 三、未来展望：社融拐点怎么看？

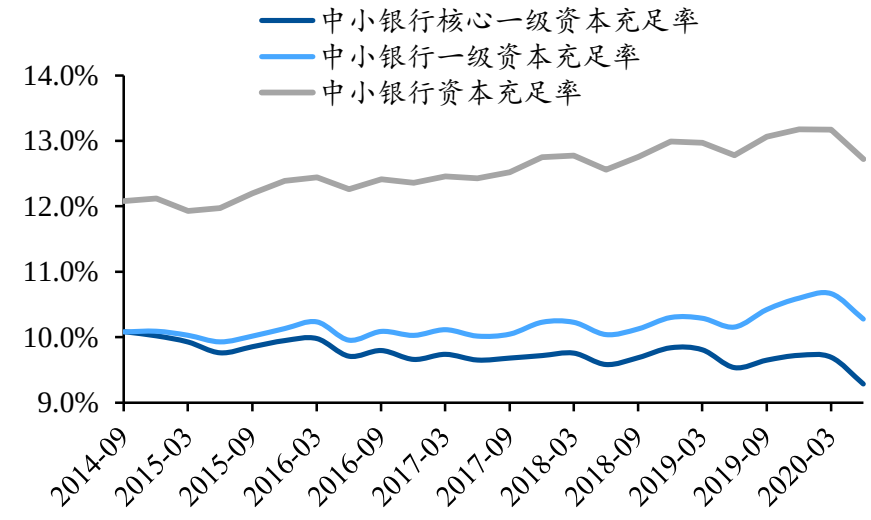
**资本金压力制约银行放贷能力。**根据测算，今年疫情以来商业银行资本充足率快速下降。一方面是信贷增速明显提高，另一方面是压低净息差、金融为实体让利削弱了银行盈利能力。而盈利能力是银行补充核心一级资本最重要手段，当前来看，中小银行核心一级资本充足率已经下降至 2013 年以来最低水平，这加剧了银行系统性风险问题。而解决这一问题的方法不外乎这么几种：1、增加银行净息差，提高银行盈利能力；2、财政注资入股，提高中小银行股权本金；3、压低信贷增速，降低分母。

**图 8：国有大行核心一级资本充足率创 2016 年来新低**




资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

**图 9：中小银行核心一级资本充足率创 2013 年来新低**




资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

**宏观杠杆率对社融制约能力下降。**央行调查统计司司长阮健弘 14 日在发布会上表示，今年前三季度中国信贷和社融增速合理增长，还没到偏快增长的状况。今年受疫情影响，

宏观杠杆率会出现阶段性上升。我们当前面临特殊情况，宏观杠杆率提升适应宏观政策，是支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现。应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持。就此来看，宏观杠杆率或将继续保持高位，当前去杠杆压力较小。另一方面，随着猪肉价格回落、人民币汇率升值，物价和汇率对货币政策约束较低。

**社融拐点更多取决于实体经济融资需求和银行资本金压力。**未来来看，10 月政府债券预计仍保持较高发行节奏，但年底政府债券发行规模预计有所下降。信贷需求方面，由于中国防疫取得良好效果，消费、投资、出口均快速反弹，IMF 也上调了中国经济增速预测。在此背景下，实体企业融资需求较为旺盛，叠加新一轮库存周期可能开启，需求角度来看社融继续高增有一定保障。但从供给的角度看，由于银行面临很大的资本金压力，或对银行放贷意愿产生一些影响。

## 风险提示

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

# 插图目录

图 1：9 月份企业中长期贷款放量 ..... 2
图 2：9 月份未贴现银行承兑汇票继续正增长 ..... 3
图 3：9 月份政府债券融资拉动社融高增长 ..... 3
图 4：9 月非银金融存款收缩幅度较小 ..... 4
图 5：9 月 M2 增速有所回升 ..... 4
图 6：结构性存款压降，中小银行面临存款荒 ..... 5
图 7：今年三季度非银存款明显高于往年平均水平 ..... 6
图 8：国有大行核心一级资本充足率创 2016 年来新低 ..... 7
图 9：中小银行核心一级资本充足率创 2013 年来新低 ..... 7

## 分析师与研究助理简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

**顾洋恺**，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。