2020 年 09 月 12 日

信贷平稳，结构改善延续

——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

● **信贷平稳增长、结构改善延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据收缩**

新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，年内总量腾挪空间或有限。8 月，新增贷款 1.28 万亿元、略高于市场平均预期的 1.25 万亿元，同比多增 694 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，9-12 月剩余信贷额度或在 6 万亿元左右；若额度没有大调整，年内总量腾挪空间或有限。**信贷结构改善延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据融资大幅收缩。**分项来看，新增企业中长贷 7252 亿元、同比多增 2967 亿元，连续 6 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 47 亿元、好于 2019 年同期，票据融资净减少 1676 亿元、2019 年同期净增 2426 亿元，或与打击资金空转、额度约束等有关；新增居民中长期和短期贷款同比多增 800-1000 亿元左右，与商品房销售、消费修复等有关。

● **政府债券等带动下，社融远超预期、存量增速抬升，未来 1-2 月或继续抬升**

新增社融远超市场预期，政府债券、信贷等为主要贡献项。8 月，新增社融 3.58 万亿元，高于市场平均预期的约 2.7 万亿元，同比多增 1.39 万亿元；社融存量增速 13.3%，较上月提高 0.4 个百分点。所有分项均高于 2019 年同期，其中，政府债券同比多增 8741 亿元、占新增社融同比增幅的比重达 63%，人民币贷款、表外票据和股票融资分别较 2019 年同期多增 1155 亿元、1284 亿元和 1026 亿元。**考虑到政府债券发行等因素，未来 1-2 个月社融存量增速或继续抬升。**9-12 月剩余地方债和国债额度约 2.8 万亿元，地方债要求 10 月底前基本发行完毕，将对社融形成一定支持；同时，项目新开工和施工进程加快等，或仍将带动企业中长贷等继续增长。此外，资管新规过度期延长，也一定程度缓解年内非标收缩压力。

● **M2 或受政府发债和非银存款等拖累，广义财政支出加快将带动信用修复延续**

M2 增速继续回落，或受政府发债和非银存款等拖累。8 月，M1 增速 8%，较上月回升 1.1 个百分点；M2 增速 10.4%、低于市场预期 10.8%，较上月回落 0.3 个百分点。存款分项来看，财政存款同比多增 5244 亿元，或与政府发债较大有关；非银存款净减少 2612 亿元、2019 年同期增加 7298 亿元，或与股市表现低迷、非银资金承压等有关；居民和企业存款同比分别多增 1259 亿元和 1699 亿元。**重申观点：信用修复仍将延续。**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，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速或将重回上升通道。

● **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-物价并非市场核心逻辑，流动性才是》-2020.9.9

《宏观经济专题-潜在的“流动性”风险》-2020.9.6

《宏观经济专题-“旧改”的经济效应》-2020.9.6

目 录

1、 信贷平稳增长，结构改善延续 3
2、 社融远超预期，存量增速大幅抬升 4
3、 受政府发债等拖累，M2 继续回落 5
4、 风险提示 5

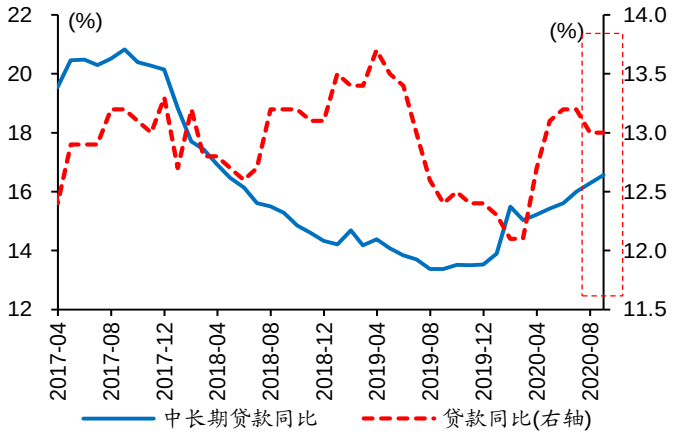
图表目录

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: 8 月，新增贷款略高于 2019 年同期 3
图 3: 企业中长期贷款增速持续抬升 3
图 4: 3 月以来，居民中长期贷款明显高于 2019 年同期 3
图 5: 8 月，新增社融远高于 2019 年同期 4
图 6: 8 月，政府债券、信贷等为社融主要贡献项 4
图 7: 9-12 月，地方债和国债剩余额度约 2.8 万亿元 4
图 8: 非标收缩幅度小于 2019 年同期 4
图 9: 8 月，M1 增速回升，M2 增速继续回落 5
图 10: 8 月，财政存款同比多增，非银存款明显净减少 5
图 11: 1-7 月广义财政支出增速，大幅低于全年预算增速 5
图 12: 经济行为修复带动融资需求增长 5

1、 信贷平稳增长，结构改善延续

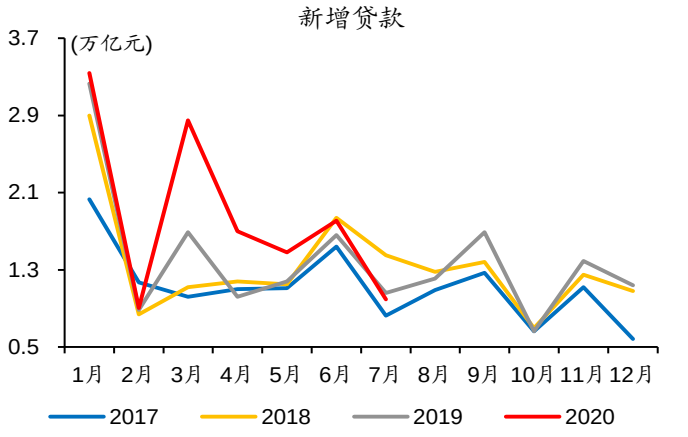
新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，年内总量腾挪空间或有限。8 月，新增贷款 1.28 万亿元、略高于市场平均预期的 1.25 万亿元，同比多增 694 亿元；贷款余额增速 13%，与上月持平。按照全年 20 万亿元信贷额度推算，9-12 月剩余信贷额度或在 6 万亿元左右；若额度没有大调整，年内总量腾挪空间或有限。

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

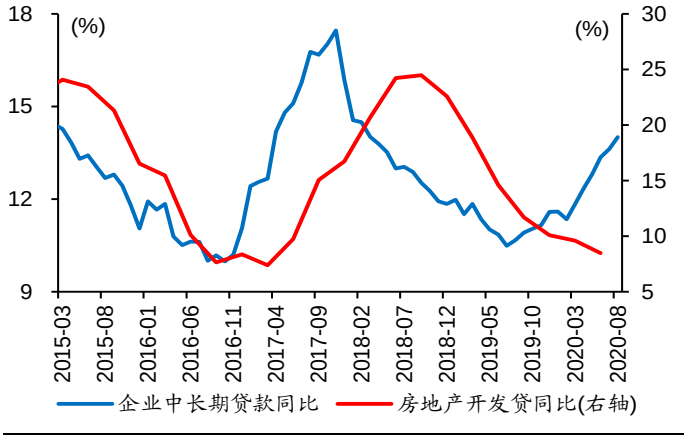
图2：8 月，新增贷款略高于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

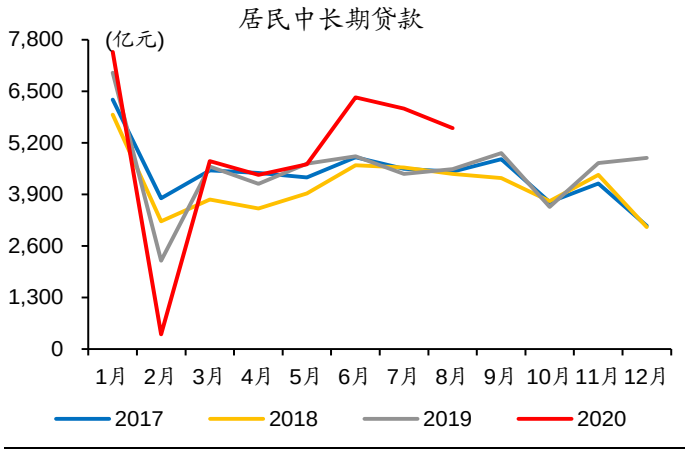
信贷结构改善延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据融资大幅收缩。分项来看，新增企业中长贷 7252 亿元、同比多增 2967 亿元，连续 6 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 47 亿元、好于 2019 年同期，票据融资净减少 1676 亿元、2019 年同期净增 2426 亿元，或与打击资金空转、额度约束等有关；新增居民中长期和短期贷款同比多增 800-1000 亿元左右，与商品房销售、消费修复等有关。

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4：3 月以来，居民中长期贷款明显高于 2019 年同期

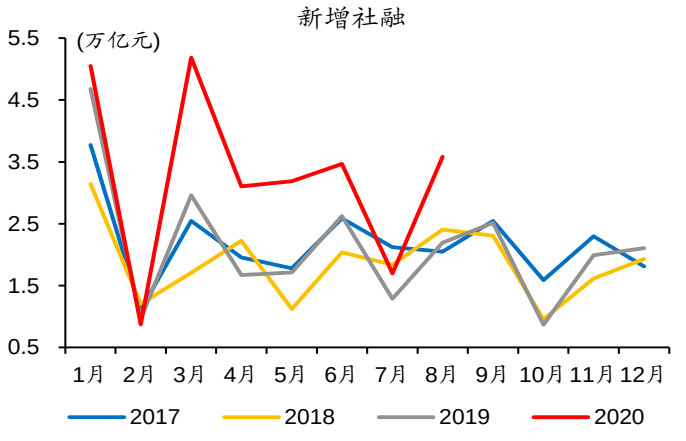


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 社融远超预期，存量增速大幅抬升

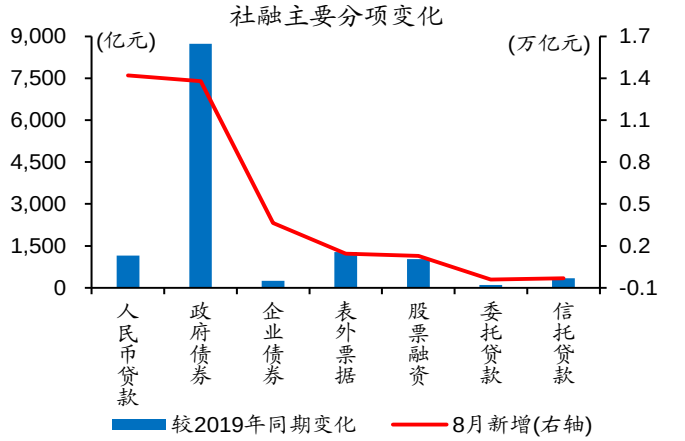
新增社融远超市场预期，政府债券、信贷等为主要贡献项。8 月，新增社融 3.58 万亿元，高于市场平均预期的约 2.7 万亿元，同比多增 1.39 万亿元；社融存量增速 13.3%，较上月提高 0.4 个百分点。所有分项均高于 2019 年同期，其中，政府债券同比多增 8741 亿元、占新增社融同比增幅的比重达 63%，人民币贷款、表外票据和股票融资分别较 2019 年同期多增 1155 亿元、1284 亿元和 1026 亿元。

图5：8 月，新增社融远高于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

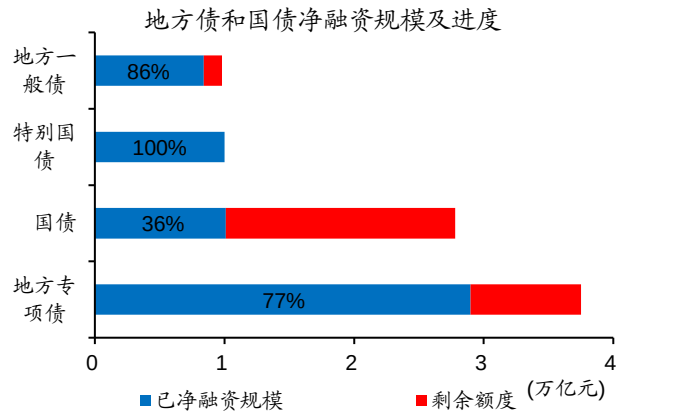
图6：8 月，政府债券、信贷等为社融主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

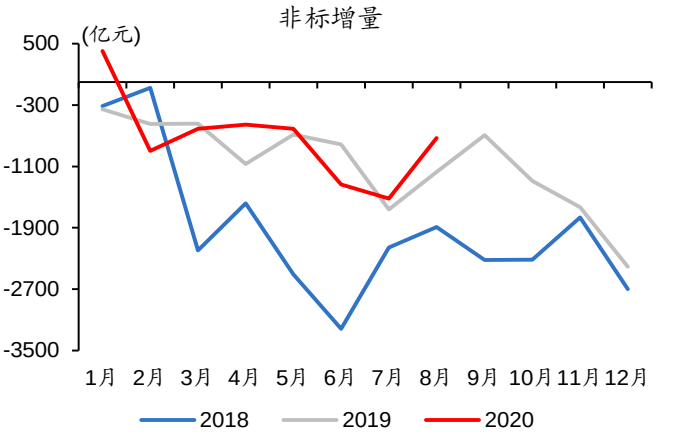
考虑到政府债券发行等因素，未来 1-2 个月社融存量增速或继续抬升。9-12 月剩余地方债和国债额度约 2.8 万亿元，地方债要求 10 月底前基本发行完毕，将对社融形成一定支持；同时，项目新开工和施工进程加快等，或仍将带动企业中长贷等继续增长。此外，资管新规过度期延长，也一定程度缓解年内非标收缩压力。

图7：9-12 月，地方债和国债剩余额度约 2.8 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：非标[1]收缩幅度小于 2019 年同期



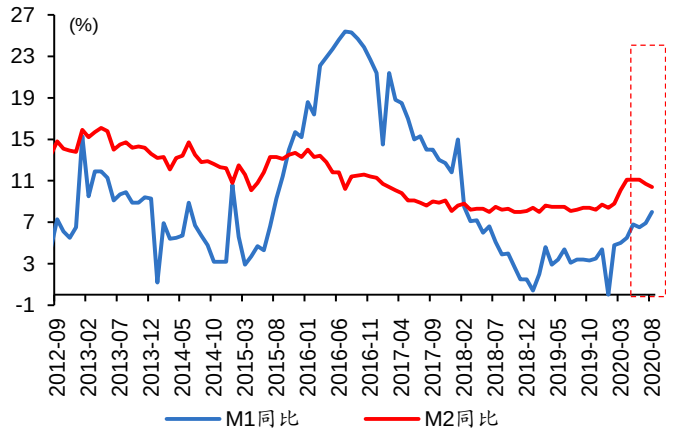
数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 此处非标包括信托贷款和委托贷款。

3、 受政府发债等拖累，M2 继续回落

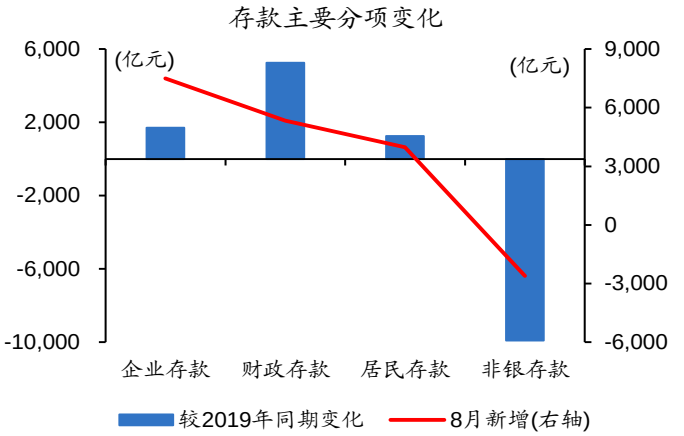
M2 增速继续回落，或受政府发债和非银存款等拖累。8 月，M1 增速 8%，较上月回升 1.1 个百分点；M2 增速 10.4%、低于市场预期 10.8%，较上月回落 0.3 个百分点。存款分项来看，财政存款同比多增 5244 亿元，或与政府发债较大有关；非银存款净减少 2612 亿元、2019 年同期增加 7298 亿元，或与股市表现低迷、非银资金承压等有关；居民和企业存款同比分别多增 1259 亿元和 1699 亿元。

图9：8 月，M1 增速回升，M2 增速继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

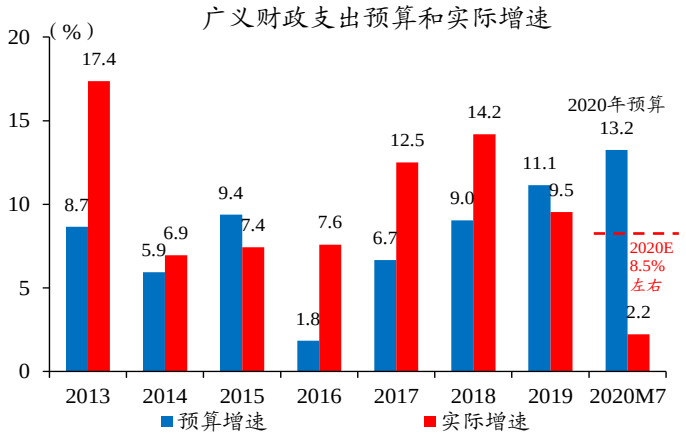
图10：8 月，财政存款同比多增，非银存款明显净减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

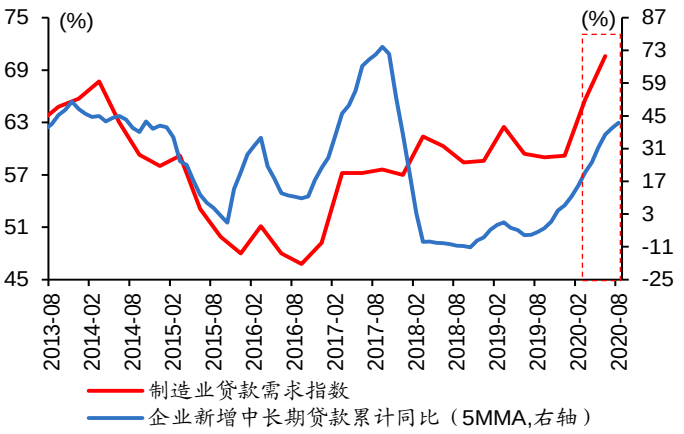
重申观点：信用修复仍将延续。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速将重回上升通道。

图11：1-7 月广义财政支出增速，大幅低于全年预算增速



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图12：经济行为修复带动融资需求增长



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

	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