

年内紧货币概率较低，预计社融增速高位走稳

——9月金融数据点评

报告摘要：

9月新增人民币贷款1.90万亿元，同比多增2100亿元。9月新增信贷符合季末放量走势，但高于市场预期，居民及企业中长期贷款表现较为突出。居民端来看，消费及地产销售表现依旧向好，带动居民部门持续加杠杆，居民新增短期贷款、中长期贷款分别同比多增687亿元、1419亿元。企业端来看，中长期融资需求大幅走高，票据融资收缩持续拖累企业整体融资表现。9月中长期贷款新增10680亿元，同比多增5043亿元，为今年以来月度同比增量最大的月份。

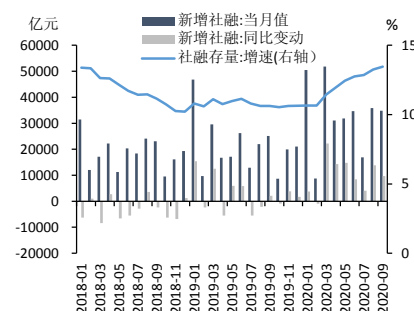
9月社融增速较上月进一步提升2个百分点至13.5%。当月新增社融3.48万亿，同比多增9658亿元。社融数据维持高增主要体现在三个方面：一是，9月政府债券发行维持高位，也是支撑社融增速进一步走高的主要因子。当月净融资1万亿，同比多6326亿元；二是，信贷韧性较强，超出市场预期。对实体经济发放的人民币贷款新增1.92万亿元，同比多增1580亿元；三是，票据融资需求转移至表外，带动未贴现银行承兑汇票多1933亿元，但非标融资对社融贡献在走弱，委托及信托贷款同比多减295亿元、487亿元。信托发行降温主要源于投向房地产信托资金规模缩水，在监管政策收紧的约束下，预计后续非标对社融支撑力将走弱。

财政支出加快带动M2增速小幅回升，M1增速向上温和抬升，二者剪刀差小幅走阔。9月财政存款同比多减1291亿元，财政投放力度高于上年同期。这主要与8月政府债券密集发行后，9月向市场陆续投放资金有关。同时央行也再度超额续作MLF，使得银行间短期内偏紧流动性得以缓解，M2增速出现向上修复。但考虑到未来信贷增速的高位企稳，M2增速进一步上行空间有限。

年内货币进一步收紧概率较低，有利于支撑相对宽松的信用环境。同时，年内去杠杆也暂不必担忧，但未来仍存在控制宏观杠杆率的风险。后续社融增速可能具备小幅上行的空间，10-11月左右有望达到年内高点，随后企稳或小幅回落。今年年内信贷增速的顶部基本确认在7月，但下行幅度较为缓和，预计年末稳定在13.2%附近（9月为13.24%），预计10月后政府债券对社融支撑性将逐步走弱，四季度债券供给压力将明显缓解，预计政府债券净融资规模约为5000亿元左右。

风险提示：地产信用快速收紧，货币政策进一步转向。

相关数据



相关报告

《信贷增速见顶趋缓，后续社融增速抬升有限——8月金融数据点评》

-20200911

《信用扩张速度放缓，社融增速持续上升动能有限——7月金融数据点评》

-20200811

《下半年信用投放将见缓，但同比表现趋稳——6月金融数据点评》

-20200710

《社融延续高增格局，资金运用效率提升——5月金融数据点评》

-20200612

《信用持续扩张——4月金融数据点评》

-20200512

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

9月社会融资规模增量 3.48 万亿元，同比多增 9658 亿元，预期 2.95 万亿元。

9月社融存量 280.07 万亿元，同比增长 13.5%，前值 13.3%。

9月新增人民币贷款 1.90 万亿元，同比多增 2100 亿元，预期 1.75 万亿元。

9月 M2 货币供应同比 10.9%，前值 10.4%。

9月 M1 货币供应同比 8.1%，前值 8.0%。

9月 M0 货币供应同比 11.1%，前值 9.4%。

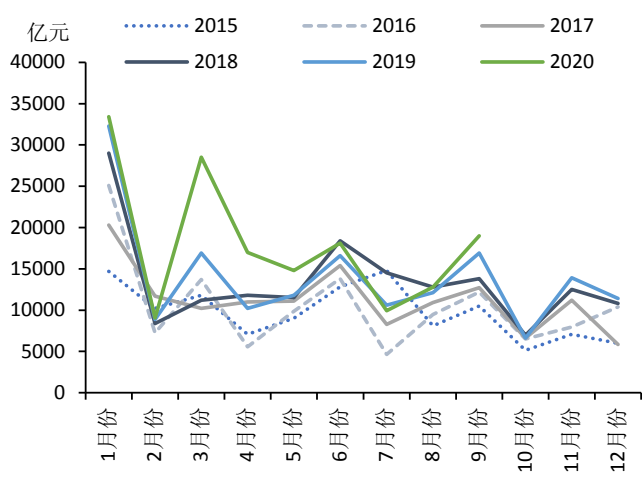
2. 实体部门中长期融资需求保持高位

9月新增信贷符合季末放量走势，但高于市场预期，居民及企业中长期贷款表现较为突出。9月新增人民币贷款 1.90 万亿元，同比多增 2100 亿元。

居民端来看，消费及地产销售表现依旧向好，带动居民部门持续加杠杆。9月居民新增贷款 9607 亿元，同比多增 2057 亿元。其中，居民新增短期贷款同比多增 687 亿元，新增中长期贷款同比多增 1419 亿元，二者表明当前消费需求持续向好，居民加杠杆购房意愿不减。9月份车市迎来旺季，狭义乘用车市场销量达 191.2 万辆，同比增长 7.4%，环比增长 12.2%。在“三道红线”约束下，房企加快推盘节奏，房企销售仍保持高位，9月百强房企操盘面积同比增 29%，环比增 22%。

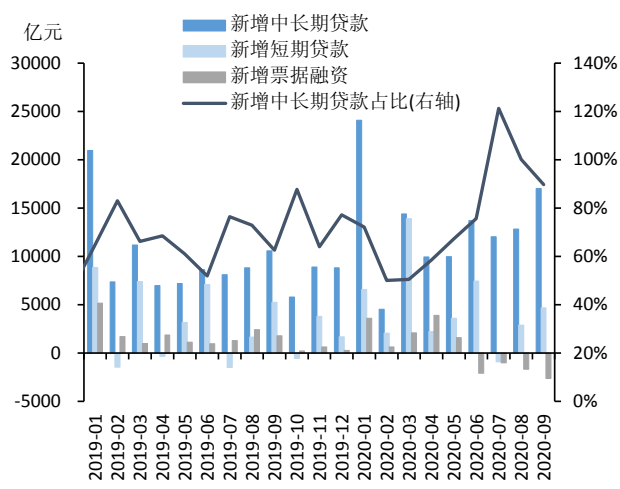
企业端来看，中长期融资需求大幅走高，显示出实体领域投资需求较为旺盛，票据融资收缩持续拖累企业整体融资表现。9月企业新增贷款 9458 亿元，同比少增 655 亿元。其中，短期贷款新增 1274 亿元，同比少增 1276 亿元；票据融资规模减少 2632 亿元，同比少 4422 亿元；中长期贷款新增 10680 亿元，同比多增 5043 亿元，为今年以来月度同比增量最大的月份。

图 1：新增人民币贷款的季节性表现



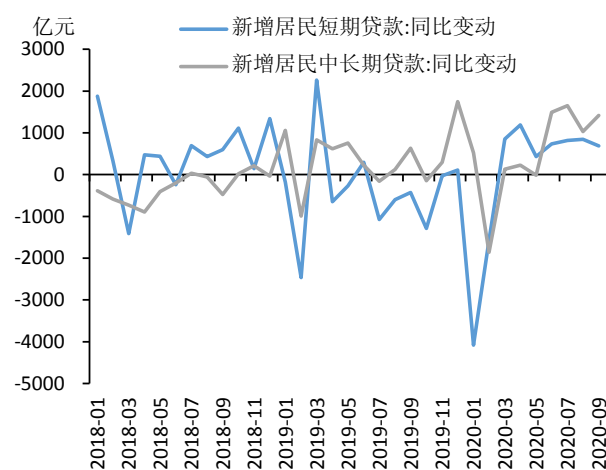
数据来源：东北证券，Wind

图 2：新增中长期贷款贡献持续增加



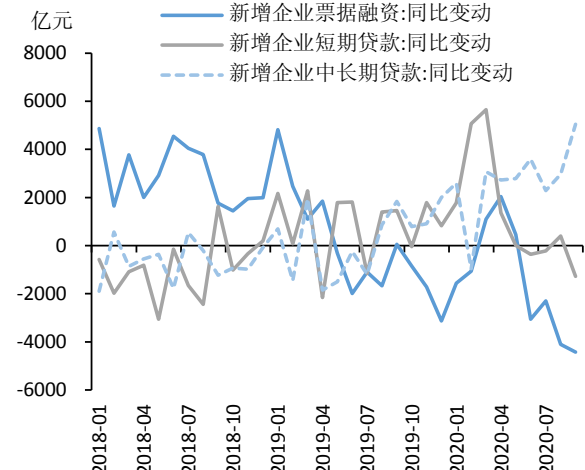
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 新增居民贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 新增企业贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

3. 政府债券助力社融增速走高，非标融资贡献走弱

9月社融增速较上月进一步提升2个百分点至13.5%。9月新增社融3.48万亿，同比多增9658亿元。

具体来看，社融数据维持高增主要体现在三个方面：

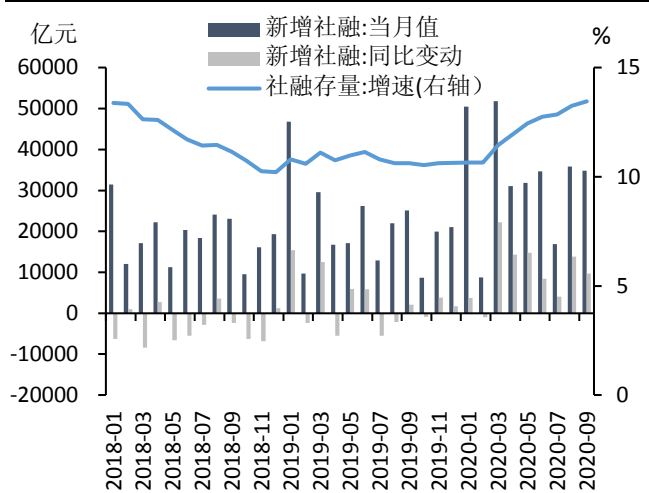
一是，**9月政府债券发行维持高位，也是支撑社融增速进一步走高的主要因子。**9月政府债券净融资1万亿，同比多6326亿元，国债和地方债贡献对半。

二是，**信贷韧性较强，超出市场预期。**对实体经济发放的人民币贷款新增1.92万亿元，同比多增1580亿元，优于季节性表现，居民及企业中长期融资需求均在高位。

三是，**票据融资需求转移至表外，带动未贴现银行承兑汇票大幅增长，但非标融资对社融贡献在走弱。**9月非标融资26亿元，较上月回落684亿元，同比多1151亿元。一方面，压降结构性存款导致银行缺乏稳定资金来源，负债端扩表速度放缓，对应资产端可能存在压降表内票据融资的需要，导致融资需求转移至表外。9月未贴现银行承兑汇票当月新增1502亿元，同比多1933亿元。另一方面，委托及信托贷款收缩幅度加大，二者同比多减295亿元、487亿元。信托发行降温主要源于投向房地产信托资金规模缩水，在监管政策收紧的约束下，预计后续非标对社融支撑力将走弱。

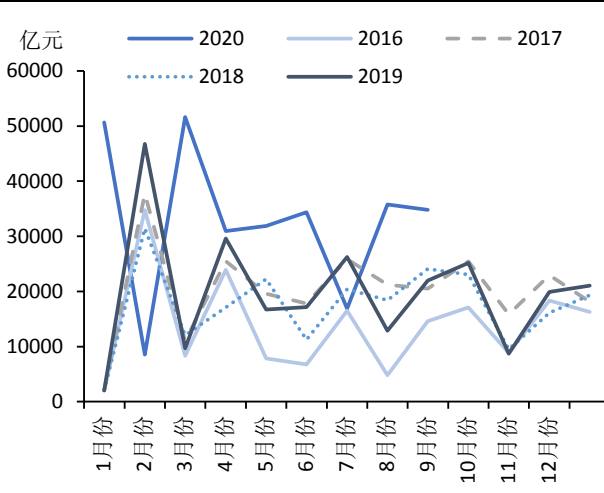
其他融资方面，9月企业债券发行小幅抬升，当月净融资1422亿元，同比少1009亿元，融资利率走高导致企业债发行降温；9月IPO发行维持相对高位，相应的股票融资1140亿元，同比多851亿元。

图 5: 社融增量与社融存量表现



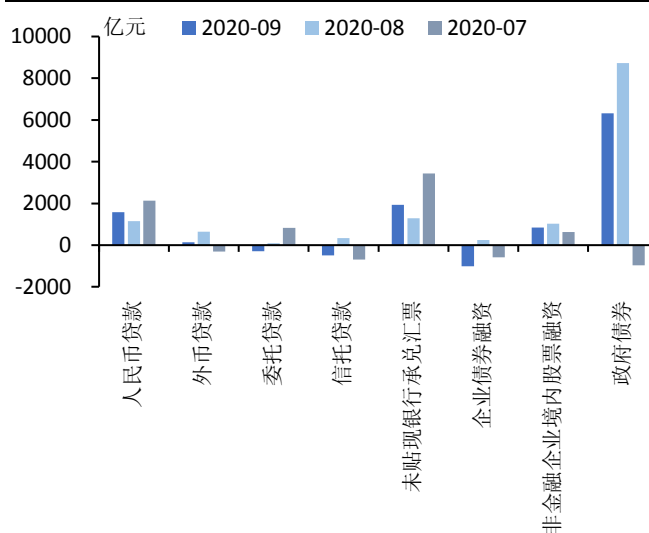
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 社融增量的季节性表现



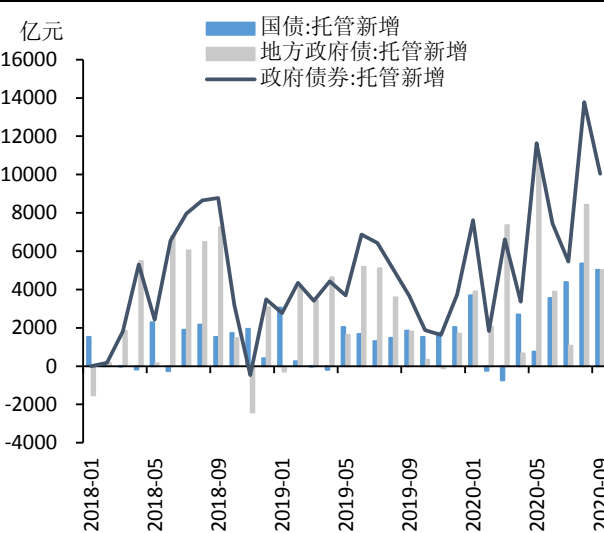
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 新增社融分项同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 政府债券托管数据



数据来源：东北证券，Wind

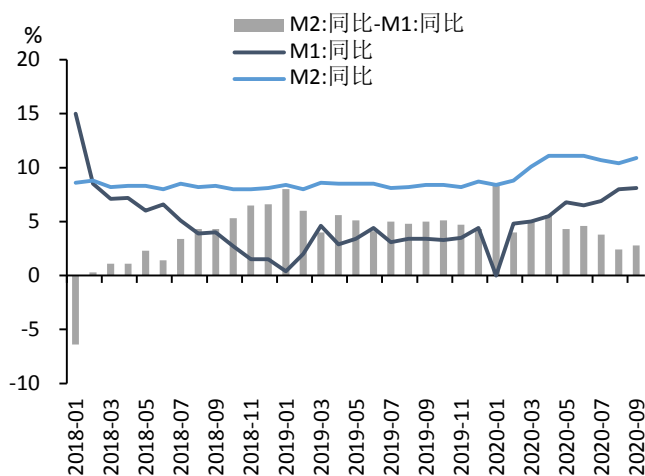
4. 财政投放加快带动 M2 增速向上修复

财政支出加快带动 M2 增速小幅回升，M1 增速向上温和抬升，二者剪刀差小幅走阔。其中，M1 增速较上月末小幅加快 0.1 个百分点至 8.1%，边际改善速度有所放缓，或与房企销售增速维持高位有关。M2 增速较上月末提升 0.5 个百分点至 10.9%，随着前期大量政府债券发行后，向实体陆续投放资金，同时央行也再度超额续作 MLF，使得银行间短期内偏紧流动性得以缓解，M2 增速出现向上修复。9 月财政存款减少 8317 亿元，而上月为增加 5339 亿元。但考虑到未来信贷增速的高位企稳，M2 增速进一步上行空间有限。

居民、企业、非银部门存款均属于同比多增状态，与银行季末冲存款有关。9 月新增人民币存款 1.58 万亿元，同比多增 8607 亿元。具体来看，居民新增存款同比多增 4004 亿元，企业新增存款同比多增 5201 亿元，非银存款同比少减 4993 亿元。

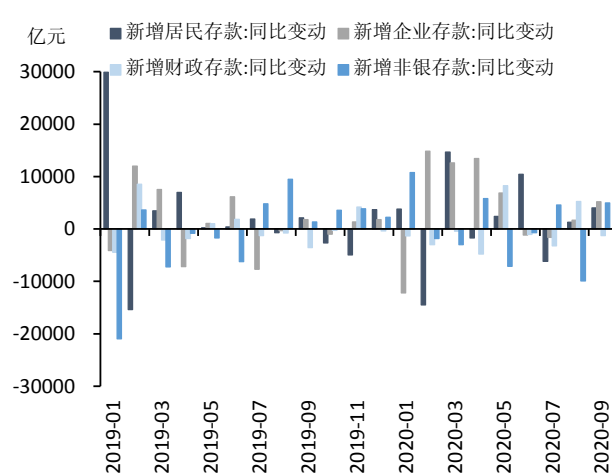
财政存款同比多减 1291 亿元，表现为财政投放力度高于上年同期。这主要与 8 月政府债券密集发行后，9 月向市场陆续投放资金有关。

图 9: M2 与 M1 剪刀差小幅走阔



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 新增存款结构同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

5. 预计四季度社融增速小幅上行后保持平稳

9 月社融表现继续向好，有望持续加强实体经济的修复动能。后续社融增速具备小幅上行的空间，10-11 月左右有望达到年内高点，随后企稳或小幅回落。未来社融增速高点的不确定性主要在于非标融资的压缩幅度。今年年内信贷增速的顶部基本确认在 7 月，但下行幅度较为缓和，预计年末稳定在 13.2% 附近（9 月为 13.24%），从下半年信贷投放规模来看，基本符合此前提出的 20 万亿信贷目标的季节性分布。预计 10 月后政府债券对社融支撑性将逐步走弱，四季度债券供给压力将明显缓解，预计政府债券净融资规模约为 5000 亿元左右。

年内货币进一步收紧概率较低，有利于支撑相对宽松的信用环境。同时，年内去杠杆也暂不必担忧，但未来仍存在控制宏观杠杆率的风险，央行此次不仅提出“允许宏观杠杆率阶段性上升，同时也强调“未来保持合理的宏观杠杆率”。10 月 14 日，央行货币政策司司长孙国峰指出，“利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2085

