

实体信贷需求仍强

——2020年9月金融数据点评

2020年10月14日

宏观经济 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布9月金融数据，新增社融3.48万亿，前值3.58万亿，同比多增0.97万亿，社融存量同比增长13.5%，高于上月13.3%；新增人民币贷款1.90万亿，同比多增2047亿，委托贷款减少317亿，信托贷款减少1159亿，债券净融资1422亿，同比减少1009亿，政府债券净融资1.38万亿，同比多增6326亿。9月M2同比增长10.9%，较上月提升0.5个百分点；M1同比增长8.1%，较上月增加0.1个百分点；M0同比增长11.1%，较上月提升1.7个百分点。

主要观点：

信贷需求与货币供给均超预期；疫后经济复苏出现分化，前期生产强，需求弱，基建地产产业链强，消费制造业较为疲弱，而后期随着经济增长向全面复苏转变，需求持续回暖，消费、制造业投资出现加速回暖迹象，虽然近期基础货币规模持续降低，但经济增长向潜在增速回归，9月居民企业新增信贷需求仍然较去年同期持续走强；此外9月政府信用继续扩张，政府债券融资超万亿。货币供给端，季末财政支出加速，央行财政存款回流至商行存款，因此9月货币供给增速回升，但这一趋势不具有可持续性。四季度经济增速回升斜率降低，但消费加速回暖，我们预计四季度经济主体信贷需求依然不弱，尤其是居民贷款端，不过随着政府债券融资退出，新增社融规模与存量社融同比增速将有所回落，但仍将强于其季节性表现。

1. 实体经济继续复苏，信贷需求旺盛

9月新增人民币贷款为1.90万亿，同比多增2047亿，其中新增居民信贷边际扩张，居民短贷3394亿，同比多增687亿元，居民中长期贷款6362亿元，同比多增1419亿；9月新增企业短贷为1274亿元，同比减少1276亿；中长期贷款新增10680亿，同比多增5043亿，企业贷款期限结构继续优化。

经济复苏势头不减，带动企业居民信贷需求边际走强；9月百强房企销售额单月增速29%，持续回升，累计增速9.2%，自7月首次回正后继续提升；房地产销售仍具韧性，居民长端信贷需求有支撑。终端消费回暖，8月社零中可选消费增速加速回升，9月进口数据超预期也显示内需持续回暖，居民短贷也存在继续边际走强的理由。9月PMI加速扩张，供需缺口收窄，此外建筑业、服务业继续维持了高景气度，企业信贷需求依然不弱。3月以来虽然基础货币规模持续降低，但由于受疫情影响经济增速较低，向潜在增速回归，信贷需求依然强劲。

2. 政府信用继续扩张，符合预期

新增社融仍处于高位，较去年同期多增0.97万亿，略超预期；除表内贷款超预期扩张外，9月政府债融资1.01万亿，较去年同期多增6326亿，新增委托贷款、信托贷款分别减少317亿、1159亿，9月新增债券

融资 1422 亿，无风险收益率继续上行，债券融资需求承受一定压力。银行未贴现承兑汇票为 1502 亿，受票据融资缩减影响，银行表外票据资产大概率将继续扩张。

实体经济强劲的信贷需求和政府信用继续扩张，9 月新增社融规模远超去年同期；一方面信贷需求强劲，新增信贷超预期；另一方面 9 月政府信用继续扩张，政府债券净融资超万亿，宽松财政政策背景下，政府信用扩张将持续至 10 月底，已经基本反映在市场利率定价中。表外融资需求继续萎缩，委托贷款信托贷款继续缩量；监管机构继续打击结构性存款套利，9 月底结构性存款需压降至疫情前水平，受此影响票据融资大幅萎缩，年底监管要求结构性存款需压降至 19 年底 2/3 水平，压力仍大，预计年内票据融资将持续收缩，而新增未贴现的银行承兑汇票也将继续保持正值。综合而言 9 月新增社融规模超预期，结构上延续了前期末扩张，表外收缩的趋势。

3. 财政支出加快，M2 增速回升

9 月存量社融规模同比增速继续上升，录得 13.5% 新高，但上升速度有所放缓；9 月 M2 同比增速为 10.9%，仍较上期提升 0.5 个百分点，M1 同比增速 8.1%，几乎与上期增速持平，M0 同比增速 11.1%，较上期提升 1.7 个百分点。

9 月货币供给较前期有两点不同：首先，M2 同比增速一改向下趋势，增速出现回升，9 月社融 M2 剪刀差反而收窄，我们认为这是源于季末财政支出节奏加快，导致央行财政存款回流至商业银行系统，并通过财政支出转换为企业居民存款，使得 M2 增速回升，9 月金融机构财政存款减少约 8317 亿。其次，9 月 M0 增速超预期提升约 1.7 个百分点，一方面去年同期基数偏低，另一方面双节效应，居民企业提现消费需求回升，流通中现金新增幅度较大；以上趋势均难以持续，财政支出节奏不变的前提下，预计 4 季度 M2、M0 增速将继续回落。

4. 货币政策将维持适度灵活

当前从高频宏观数据看，三季度经济复苏态势良好，尤其是以消费、制造业投资为代表的内生经济动能复苏斜率有所提升，预计四季度 GDP 增速恢复斜率有所放缓，消费继续回暖，或成为经济复苏斜率的边际决定力量；在这样的背景下货币政策也将保持灵活适度，基于宏观经济复苏情况预调微调，不会出现大的调整。因此我们预计四季度经济主体信贷需求依然不弱，尤其是居民贷款端，不过随着政府债券融资退出，**新增社融规模与存量社融同比增速将有所回落，但仍将强于其季节性表现。**

5. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
深度	东兴宏观：资金面仍将延续“紧平衡”——2020年10月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020年8月金融数据点评	2020-09-14
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏——2020年8月金融数据点评	2020-07-13
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融——2020年5月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松——2020年3月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020年2月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019年4季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019年12月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_2088

