

2020 年 10 月 15 日

信用修复延续，M2 如期回升

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@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

● **新增贷款高于市场预期、结构改善延续，企业中长期贷款和居民贷款继续回升**
新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，总体增长相对平稳。9 月，新增贷款 1.9 万亿元、高于预期的 1.75 万亿元，同比多增 2100 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，四季度剩余额度约 3.74 万亿元、占全年额度的 19%，基本符合季节性规律，预计年内信贷总体仍保持平稳增长。**信贷结构改善延续，企业中长期贷款和居民贷款继续回升。**分项来看，新增企业中长贷超 1 万亿元、同比接近翻番，连续 7 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 1274 亿元、同比少增 1276 亿元，票据融资净减少 2632 亿元、而 2019 年同期净增 1790 亿元，或与结构性存款压降、额度约束等有关；居民短贷、中长贷均高于 2019 年同期，或缘于线下消费修复、汽车和部分热点城市商品房销售较好。

● **社融存量增速创新高、主要缘于政府债券等贡献，年内高点可能出现在 10 月**
社融增速继续抬升，主要缘于政府债券、表外票据等贡献。9 月，新增社融 3.48 万亿元、高于市场平均预期的约 3 万亿元，同比多增 9630 亿元；社融存量增速 13.5%、创 2018 年以来新高，较上月抬升 0.2 个百分点。政府债券、表外票据、人民币贷款为社融主要贡献项，分别同比多增 6326 亿元、1933 亿元和 1580 亿元，前两者合计贡献社融同比增量的 86%，企业债券回落、同比少增 1009 亿元。**考虑到政府债券等因素，年内社融增速高点或出现在 10 月。**地方债剩余额度约 4000 亿元、或将集中在 10 月发行，国债净供给也不低，或支持 10 月社融增速抬升；但四季度信用债到期较多，流动性承压下续发压力较大，可能拖累社融。相较 2020 年，2021 年可能需要关注财政压力、非标收缩对信用环境的潜在影响。

● **M2 增速止跌反弹、或缘于财政支出加快等支持，四季度增速或将继续抬升**
M2 增速显著回升，与财政存款加快投放等有关。9 月，M1 增速 8.1%、较上月回升 0.1 个百分点，缘于流通中现金增长，而非企业存款活化增多；M2 增速 10.9%、较上月提高 0.5 个百分点，与财政存款加快投放、非银存款收缩放缓等有关，非银存款同比大幅少减 4993 亿元，同时财政存款同比多投放 1291 亿元。**重申观点：信用修复或延续到 2021 年初。**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，导致社融更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。年中以来，广义财政支出加快，四季度或延续，进而带动经济行为和信用环境进一步修复，四季度 M2 增速或将继续抬升。

● **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-出口链改善的结构和弹性》-2020.10.13

《宏观经济专题-4 季度的财政空间》-2020.10.12

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

目 录

1、 贷款高于市场预期，结构改善延续	3
2、 社融增速创新高，主要由政府债券等贡献	4
3、 财政存款加快投放支持 M2 增速回升	5
4、 风险提示	5

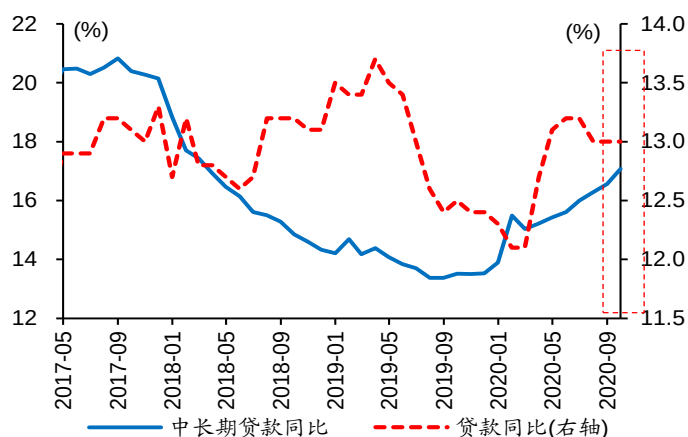
图表目录

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： 9 月，新增贷款 1.9 万亿元、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： 9 月，新增居民贷款高于 2019 年同期	3
图 5： 9 月，新增社融远高于 2019 年同期	4
图 6： 9 月，政府债券为新增社融主要贡献项	4
图 7： 四季度，地方债和国债剩余额度约 1.7 万亿元	4
图 8： 中性情景下，年内社融增速高点可能出现在 10 月	4
图 9： 9 月，M1、M2 增速分别回升 0.1 和 0.5 个百分点	5
图 10： 9 月，企业、居民存款增加，财政存款加快投放	5
图 11： 广义财政支出有所加快	5
图 12： M2 增速或将继续抬升	5

1、贷款高于市场预期，结构改善延续

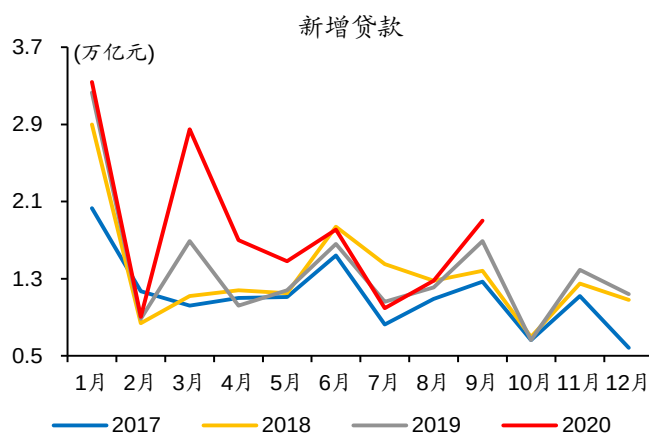
新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，总体增长相对平稳。9 月，新增贷款 1.9 万亿元、高于预期的 1.75 万亿元，同比多增 2100 亿元；贷款余额增速 13%，与上月持平。按照全年 20 万亿元信贷额度推算，四季度剩余额度约 3.74 万亿元、占全年额度的 19%，基本符合季节性规律，预计年内信贷总体仍保持平稳增长。

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

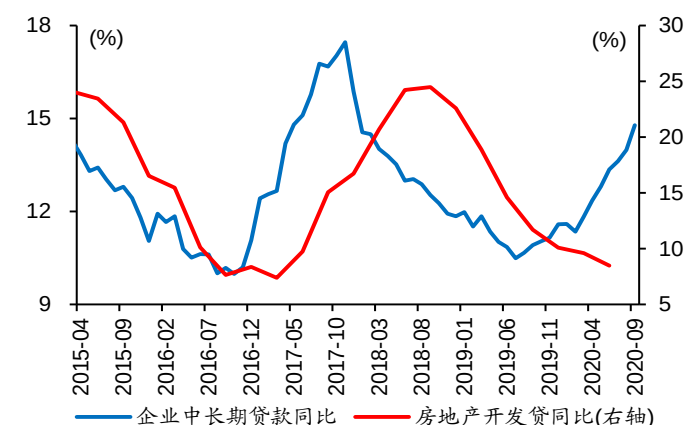
图2：9月，新增贷款1.9万亿元、高于2019年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

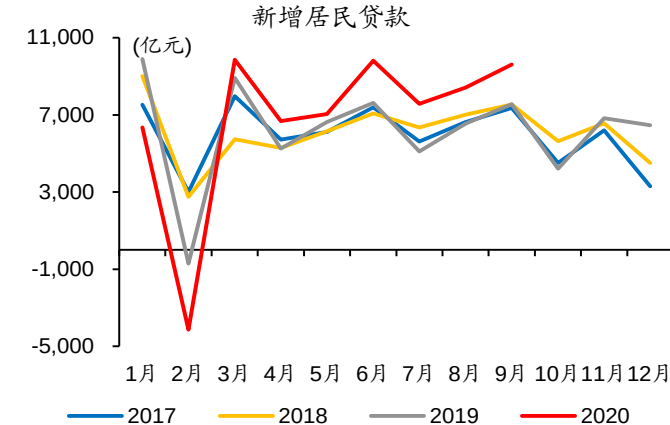
信贷结构改善延续，企业中长期贷款和居民贷款继续回升。分项来看，新增企业中长贷超1万亿元、同比接近翻番，连续7个月高于2019年同期；新增企业短贷1274亿元、同比少增1276亿元，票据融资净减少2632亿元、而2019年同期净增1790亿元，或与结构性存款压降、额度约束等有关；居民短贷、中长贷均高于2019年同期，或缘于线下消费修复、汽车和部分热点城市商品房销售较好。

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4：9月，新增居民贷款高于2019年同期

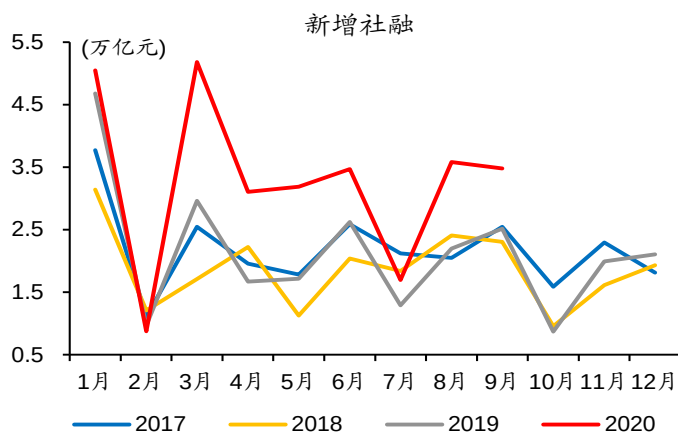


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、社融增速创新高，主要由政府债券等贡献

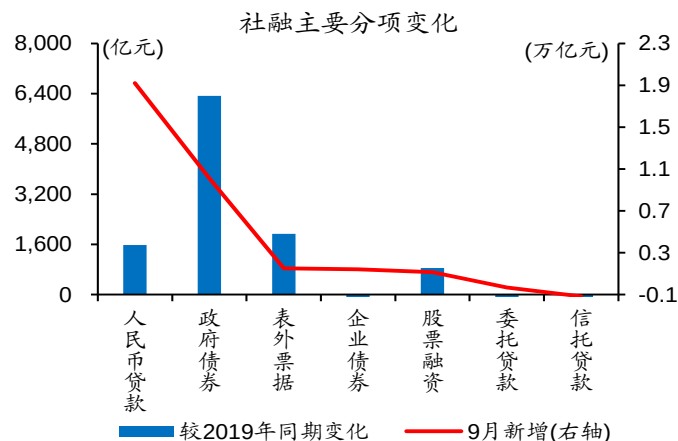
社融增速继续抬升，主要缘于政府债券、表外票据等贡献。9月，新增社融3.48万亿元、高于市场平均预期的约3万亿元，同比多增9630亿元；社融存量增速13.5%、创2018年以来新高，较上月抬升0.2个百分点。政府债券、表外票据、人民币贷款为社融主要贡献项，分别同比多增6326亿元、1933亿元和1580亿元，前两者合计贡献社融同比增量的86%，企业债券回落、同比少增1009亿元。

图5：9月，新增社融远高于2019年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

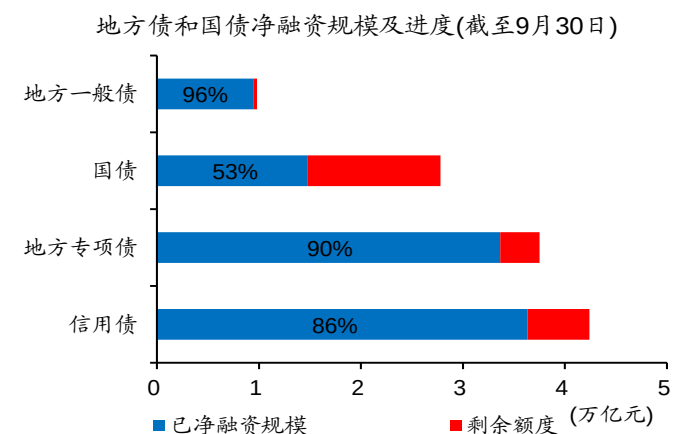
图6：9月，政府债券为新增社融主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

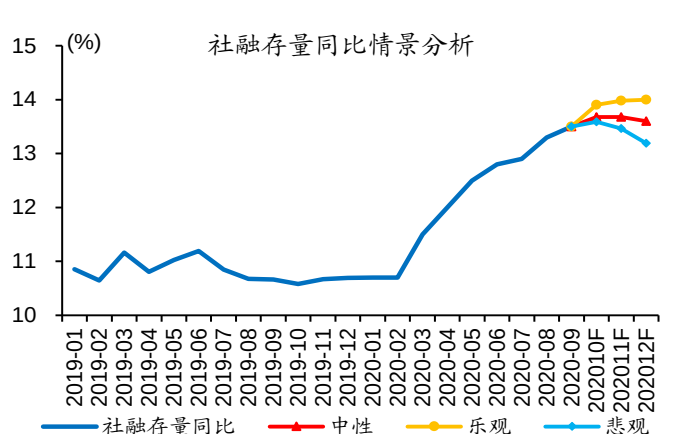
考虑到政府债券等因素，年内社融增速高点或出现在10月。地方债剩余额度约4000亿元、或将集中在10月发行，国债净供给也不低，或支持10月社融增速抬升；但四季度信用债到期较多，流动性承压下续发压力较大，可能拖累社融。相较2020年，2021年可能需要关注财政压力、非标收缩对信用环境的潜在影响。

图7：四季度，地方债和国债剩余额度约1.7万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中性情景下，年内社融增速高点可能出现在10月

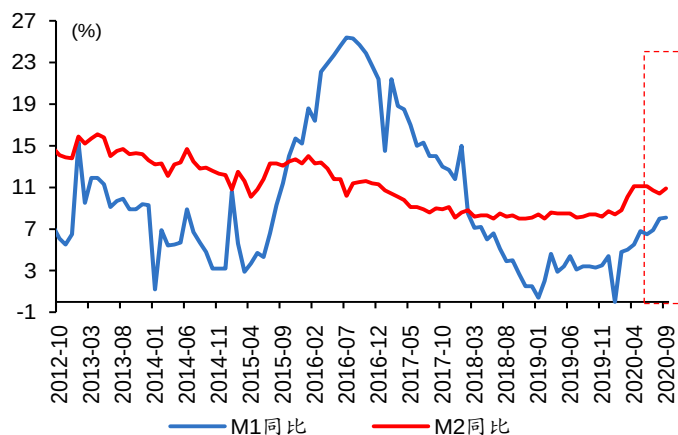


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、财政存款加快投放支持 M2 增速回升

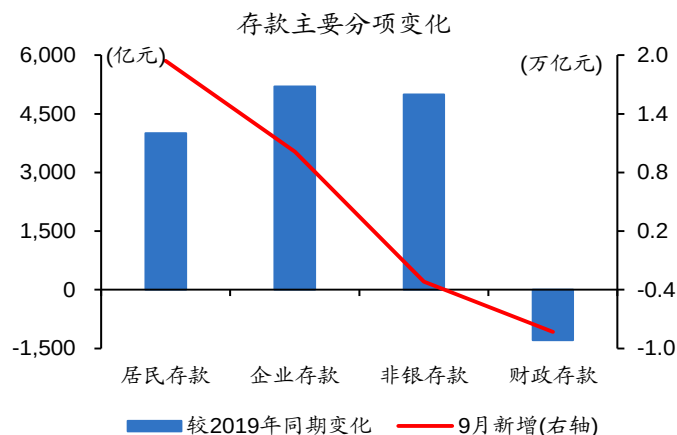
M2 增速显著回升，与财政存款加快投放等有关。9 月，M1 增速 8.1%、较上月回升 0.1 个百分点，缘于流通中现金增长，而非企业存款活化增多；M2 增速 10.9%、较上月提高 0.5 个百分点，与财政存款加快投放、非银存款收缩放缓等有关，非银存款同比大幅少减 4993 亿元，同时财政存款同比多投放 1291 亿元。

图9：9 月，M1、M2 增速分别回升 0.1 和 0.5 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：9 月，企业、居民存款增加，财政存款加快投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：信用修复或延续到 2021 年初。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，导致社融更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。年中以来，广义财政支出加快，四季度或延续，进而带动经济行为和信用环境进一步修复，四季度 M2 增速或将继续抬升。

图11：广义财政支出有所加快

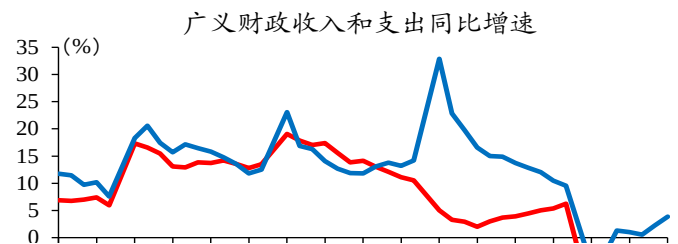


图12：M2 增速或将继续抬升



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_2089

