

2020年09月12日

## 信贷平稳，结构改善延续

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）**

yangfeil@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度加快等，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

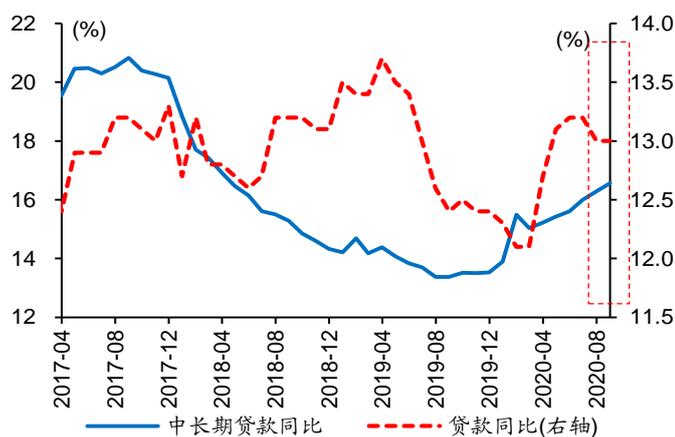
## 图表目录

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

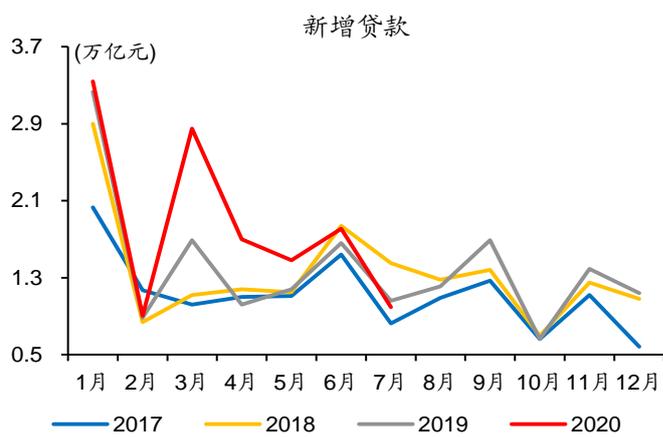
新增贷款略高于市场预期和 2019 年同期，年内总量腾挪空间或有限。8 月，新增贷款 1.28 万亿元、略高于市场平均预期的 1.25 万亿元，同比多增 694 亿元；贷款余额增速 13%，与上月持平。按照全年 20 万亿元信贷额度推算，9-12 月剩余信贷额度或在 6 万亿元左右；若额度没有大调整，年内总量腾挪空间或有限。

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

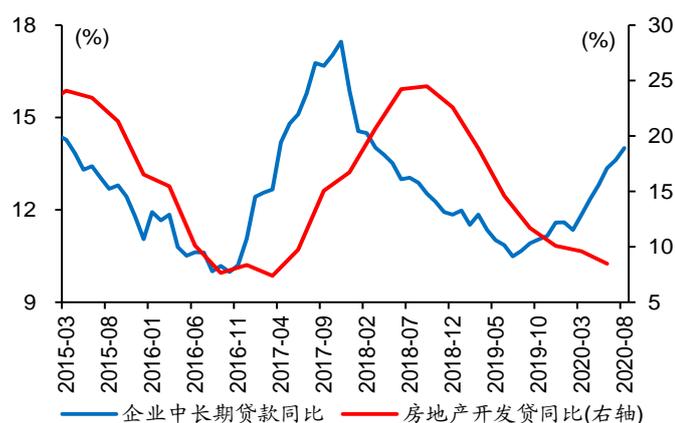
图2：8月，新增贷款略高于2019年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

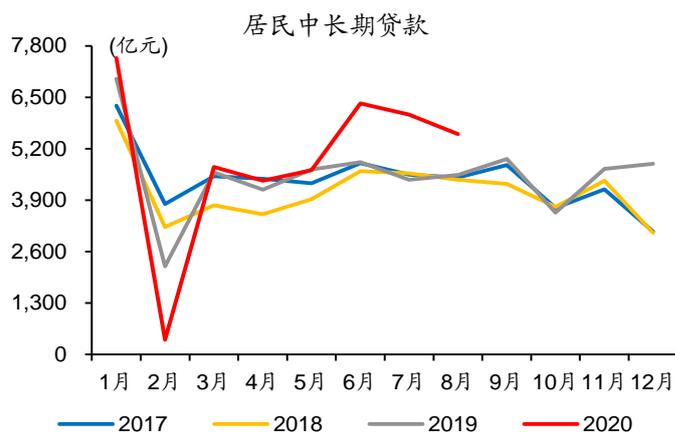
信贷结构改善延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据融资大幅收缩。分项来看，新增企业中长贷 7252 亿元、同比多增 2967 亿元，连续 6 个月高于 2019 年同期；新增企业短贷 47 亿元、好于 2019 年同期，票据融资净减少 1676 亿元、2019 年同期净增 2426 亿元，或与打击资金空转、额度约束等有关；新增居民中长期和短期贷款同比多增 800-1000 亿元左右，与商品房销售、消费修复等有关。

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

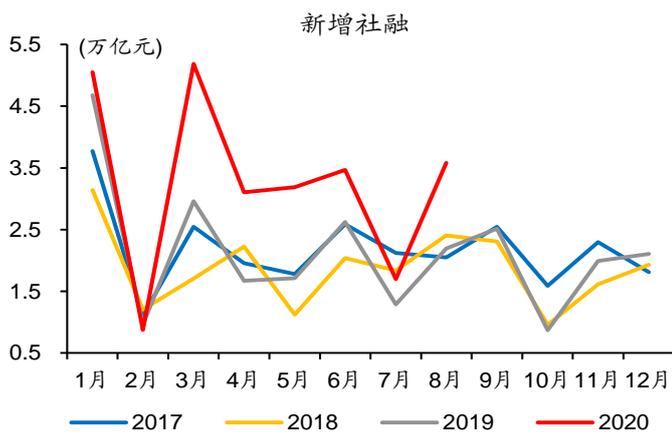


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、社融远超预期，存量增速大幅抬升

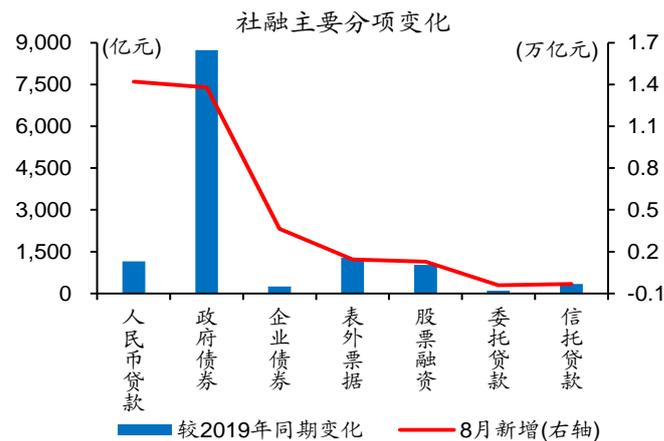
新增社融远超市场预期，政府债券、信贷等为主要贡献项。8月，新增社融3.58万亿元，高于市场平均预期的约2.7万亿元，同比多增1.39万亿元；社融存量增速13.3%，较上月提高0.4个百分点。所有分项均高于2019年同期，其中，政府债券同比多增8741亿元、占新增社融同比增幅的比重达63%，人民币贷款、表外票据和股票融资分别较2019年同期多增1155亿元、1284亿元和1026亿元。

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

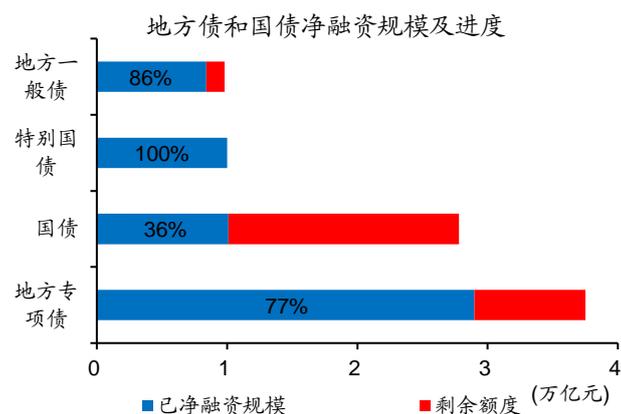
图6：8月，政府债券、信贷等为社融主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

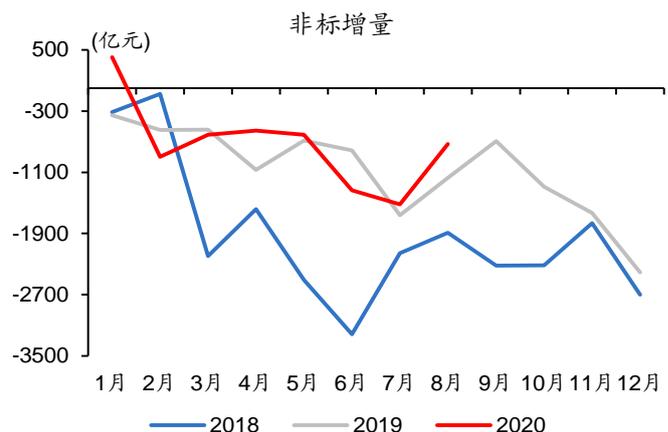
考虑到政府债券发行等因素，未来1-2个月社融存量增速或继续抬升。9-12月剩余地方债和国债额度约2.8万亿元，地方债要求10月底前基本发行完毕，将对社融形成一定支持；同时，项目新开工和施工进度加快等，或仍将带动企业中长贷等继续增长。此外，资管新规过度期延长，也一定程度缓解年内非标收缩压力。

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<sup>1</sup>收缩幅度小于2019年同期



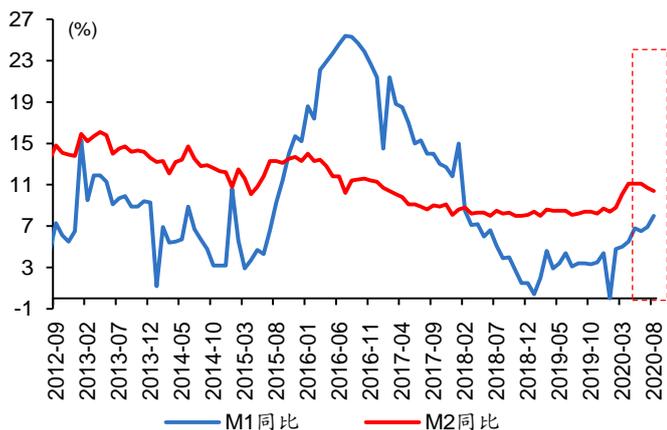
数据来源：Wind、开源证券研究所

<sup>1</sup> 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

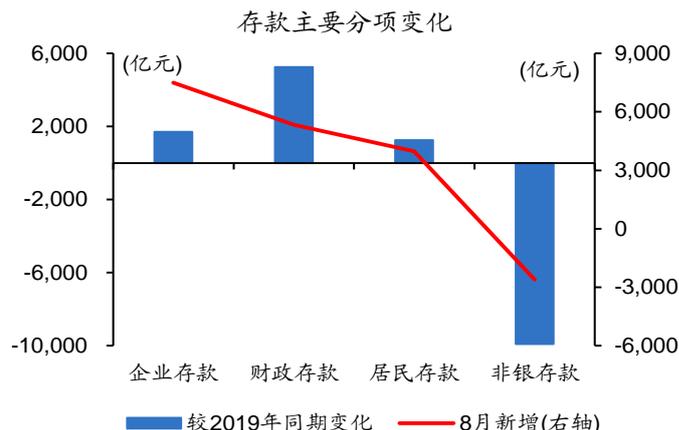
M2 增速继续回落，或受政府发债和非银存款等拖累。8 月，M1 增速 8%，较上月回升 1.1 个百分点；M2 增速 10.4%、低于市场预期 10.8%，较上月回落 0.3 个百分点。存款分项来看，财政存款同比多增 5244 亿元，或与政府发债较大有关；非银存款净减少 2612 亿元、2019 年同期增加 7298 亿元，或与股市表现低迷、非银资金承压等有关；居民和企业存款同比分别多增 1259 亿元和 1699 亿元。

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

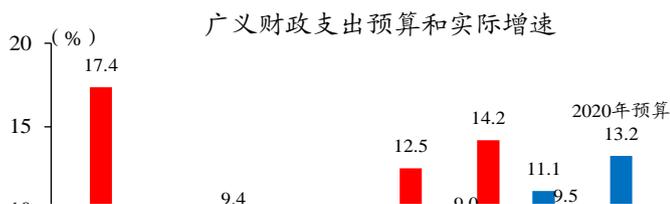
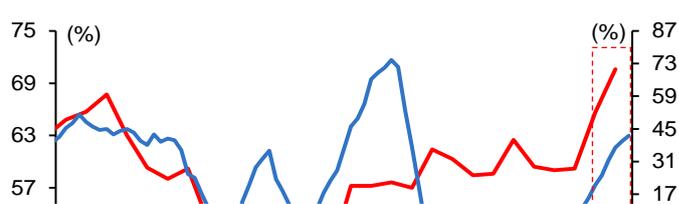


图12：经济行为修复带动融资需求增长



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\\_2603](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2603)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn