

9 月金融数据体现经济回落压力继续加大

核心观点

预期差：9 月份人民币贷款增加 1.66 万亿元，比上年同期少增 2400 亿元，低于我们的预测值 1.9 万亿和 wind 一致预期 1.93 万亿，数据主要受企业中长期贷款拖累，而票据融资继续大增，信贷结构持续走弱体现经济回落压力；9 月社会融资规模增量为 2.9 万亿，同比少增 5693 亿元，低于我们的预测值 3.1 万亿和 wind 一致预期 3.24 万亿，同比少增主要来自信贷、政府债券、未贴现票据的拖累。9 月末，M2 增速上行 0.1 个百分点至 8.3%，M1 同比增速继续下行 0.5 个百分点至 3.7%，M1-M2 增速剪刀差继续下行，意味着经济短期动能继续减弱。

我们认为随着经济下行压力加大，货币政策首要目标将逐渐切换至稳增长，后续大概率仍有降准及定向降息。反映到市场表现，社融-M2 增速与 10 年期国债收益率走势相关度高，该剪刀差年内仍有下行空间，碳减排工具定向降息利好利率债市场，货币政策宽松叠加经济增速回落，我们继续看四季度 10 年期国债收益率仍将下行，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 信贷新增量低于预期，结构继续恶化

9 月份人民币贷款增加 1.66 万亿元，比上年同期少增 2400 亿元，低于我们的预测值 1.9 万亿和 wind 一致预期 1.93 万亿，增速降 0.2 个百分点至 11.9%。结构中企业中长期贷款是最大拖累项，票据融资为最大支撑项，前者 9 月增加 6948 亿元，同比大幅少增 3732 亿元，体现出地产调控、平台公司融资监管及制造业资本开支意愿回落的影响，其次也反映双控基调下停产对企业信贷需求的冲击；而 9 月票据融资增加 1353 亿元，同比大幅多增 3985 亿元，与我们观察到的 9 月下旬票据贴现利率快速下行相呼应，票据数据多增对冲掉了企业中长期贷款的负面影响，而 5 月以来的两者此消彼长的信贷结构恶化体现的是实体经济下行压力，这也意味着货币政策稳增长诉求继续提高，我们坚持看货币政策延续宽松，对四季度信贷较为乐观，维持全年信贷新增规模 21 万亿的判断。9 月居民中长期和短期贷款仍为拖累项，9 月分别增加 4667 和 3219 亿元，同比少增 1695 和 175 亿元，体现消费疲弱及地产销售下行。

□ 社融增速继续下行，目前仍在信用收缩

9 月社会融资规模增量为 2.9 万亿，同比少增 5693 亿元，低于我们的预测值 3.1 万亿和 wind 一致预期 3.24 万亿，增速由前值 10.3% 回落至 10%。结构上，9 月社融口径人民币贷款新增 1.78 万亿，同比少增 1397 亿元；政府债券新增 8109 亿元，虽然 9 月专项债发行进度较快，但去年基数高，今年仍同比少增 2007 亿元；企业债券融资 1400 亿元，虽相较于去年同比微增 84 亿元，但相比前几个月 3000-4000 左右的规模仍降低较多，受城投债发行及相关企业信用风险扰动较大；股票融资 772 亿元，同比减少 369 亿元；信托贷款减少 2129 亿元，同比多减 970 亿元，数据回落幅度较大；委托贷款减少 22 亿元，同比少减 295 亿元，降幅继续趋稳；未贴现票据增加 15 亿元，同比少增 1488 亿元，数据与经济下行及贴现量大增有关。我们预计年内专项债额度大概率可全部发完，后续将对社融构成一定支撑，预计集中于 10、11 月发行，展望社融未来走势，预计 9 月社融增速为全年低点，信用收缩处于尾声期。

□ M2 增速反弹，M1-M2 剪刀差继续回落体现经济短期动能减弱

9 月末，M2 增速上行 0.1 个百分点至 8.3%，M1 同比增速继续下行 0.5 个百分点至 3.7%，总体符合预期，企业短期贷款被挤压及平台公司资金面压力渐增均对 M1 数据有所拖累，当前 M1 走势与短期经济形势和实体部门活跃度是匹配的，预计 M1-M2 增速剪刀差将继续下行，意味着经济短期动能继续减弱。9 月 M0 同比增速降低 0.8 个百分点至 5.5%，或与去年基数大幅上行有关，去年 9 月 M0 增速由 8 月的 9.4% 大幅上行至 11.1%，体现经济结构性失衡，即县域经济疫后修复不及预期，进而对现金需求提高。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

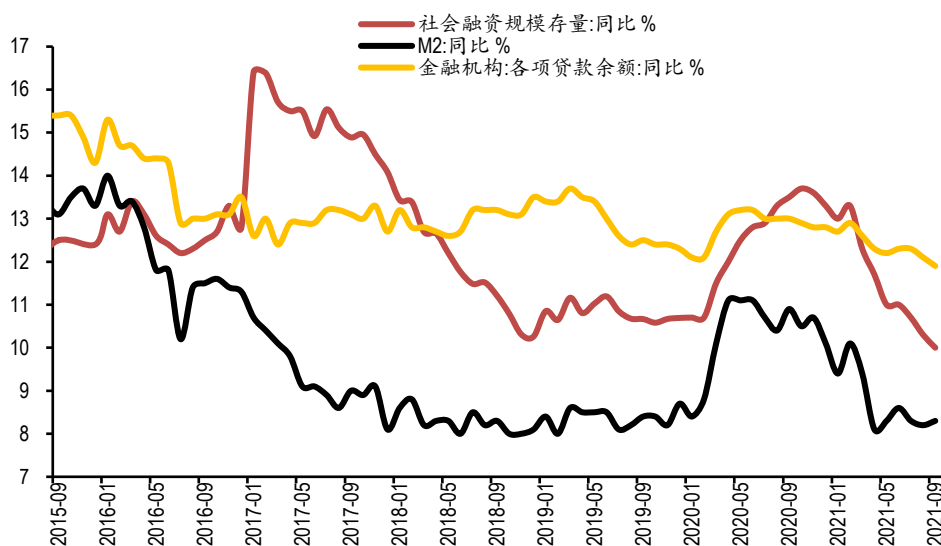
相关报告

□ 年内货币政策仍有宽松操作，驱动“股债双牛”行情

9月金融数据体现当前处于信用收缩的尾声，后续社融数据的结构性支撑来自信贷和政府债券，拖累项主要是信托贷款、未贴现银行承兑汇票及企业债券。我们认为随着经济下行压力加大，货币政策首要目标将逐渐切换至稳增长，后续大概率仍有降准及定向降息，预计央行四季度再次通过降准置换部分到期MLF；对于定向降息主要关注碳减排货币政策工具，预计四季度将会落地。反映到市场表现，社融-M2增速与10年期国债收益率走势相关度高，该剪刀差年内仍有下行空间，碳减排工具定向降息利好利率债市场，货币政策宽松叠加经济增速回落，我们继续看四季度10年期国债收益率仍将下行，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

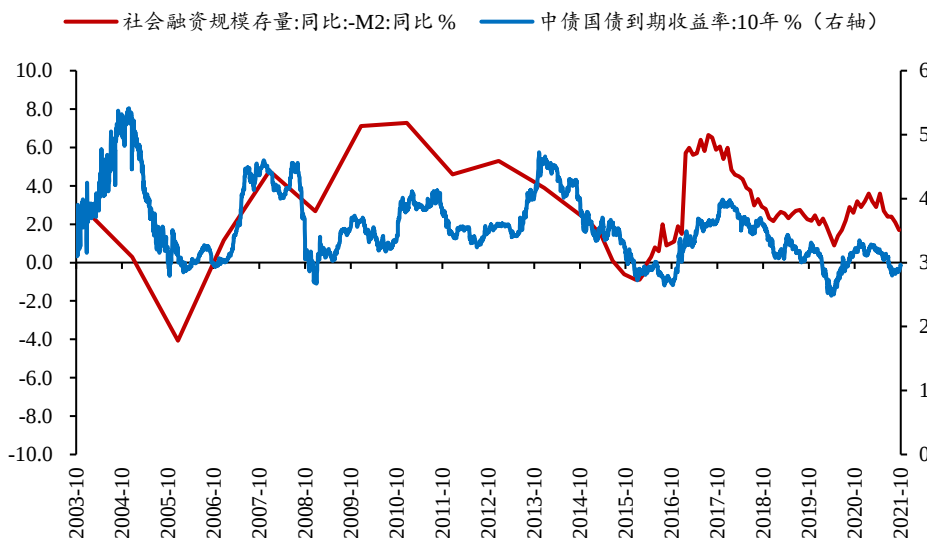
风险提示：经济回落压力超预期，扰动国内货币政策，可能导致宽松节奏提前。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：社融-M2 剪刀差与 10 年期国债收益率走势相关度高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_27685

