

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ [shilingling@evergrande.com](mailto:shilingling@evergrande.com)

研究助理：王孟嫫

✉ [wangmengmo@evergrande.com](mailto:wangmengmo@evergrande.com)

**事件：**中国9月社会融资规模增量为34800亿元，预期29500亿元，前值35823亿元。9月存量社融增速13.5%，前值13.3%。9月新增人民币贷款19000亿元，预期17492亿元，前值12775亿元。M2货币供应同比增10.9%，前值增10.40%，预期增10.4%。

## 1、9月金融数据和货币政策呈七大新特点及趋势：

1) 2020年上半年货币政策总量超宽松，但并未引发通胀。M2和社会融资规模存量同比增速重回两位数，分别由2019年末的8.7%和10.7%回升至2020年9月的10.9%和13.5%。9月CPI同比1.7%，核心CPI持续低迷，PPI同比-2.1%。一方面是疫情后就业低迷、消费需求恢复缓慢、货币流通速度下降、外需不振；另一方面基建尤其新基建、资产市场吸纳了剩余流动性。财政部门加杠杆，居民和企业杠杆相对稳定。

5-6月份以来，随着疫情控制住和经济恢复，货币政策开始回归正常化，下半年结构性宽松与结构性收紧并存。

下一步货币政策引导货币流向新基建和实体经济，社融、信贷和M2的回升，表明经济开始逐步弱恢复，从宽货币走向宽信用。

2020年货币政策表现值得肯定，把握住了力度、节奏和结构。

2) 下一阶段，货币政策将趋于正常化，加强传导渠道的疏通；鼓励财政部门加杠杆，加强对新基建的投入。

3-9月主要是财政部门加杠杆，财政投放节奏和力度加大，企业和居民部门杠杆基本保持稳定。

3) 社融层面，9月存量社融增速13.5%再创新高，政府债券、信贷为主力。信贷方面，居民和企业中长期贷款仍是主要支撑。但值得注意的是，随着地产调控政策边际收紧，居民中长期贷款占新增信贷比重已由7月的年内高点61%下降至9月的34%。

4) M2增速环比大幅回升0.5个百分点，财政投放节奏和力度明显加大，财政存款环比大幅减少1.4万亿元，提振M2。M1增速环比提升0.1个百分点，实体经济活跃度继续上升。

5) 流动性层面，9月公开市场操作资金投放力度高于去年同期。但超储率低位，监管压降结构性存款，银行负债端承压，资金面紧平衡。

6) 展望未来，当前经济形势可以概括为，经济逐步弱恢复，但基础不牢，中美贸易摩擦、疫情反复、就业低迷等不确定性仍存。

从货币政策取向看，总量层面，结构性宽松和结构性收紧并存，长期货币政策趋于正常化。结构层面，流动性精准投向新基建和实体经济，尤其受疫情影响严重的行业、中小微、民企、制造业、高新技术等领域。

7) 双循环的三大抓手：新基建、城市群和放开生育。

新基建是实现稳增长、宽信用和促创新的重要抓手。当前中国经济面临的主要矛盾是总需求不足，对于扩大内需、实现双循环，财政政策和货币政策应相互配合。中央加快启动以“新基建”领衔的一揽子宏观对冲方案，新基建兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用，我们长期旗帜鲜明倡导“新基建”（参考《是该启动“新”一轮基建了》《中国新基建研究报告》以及专著《新基建》）。

## 2、总量层面，9月存量社融增速13.5%再次超预期。

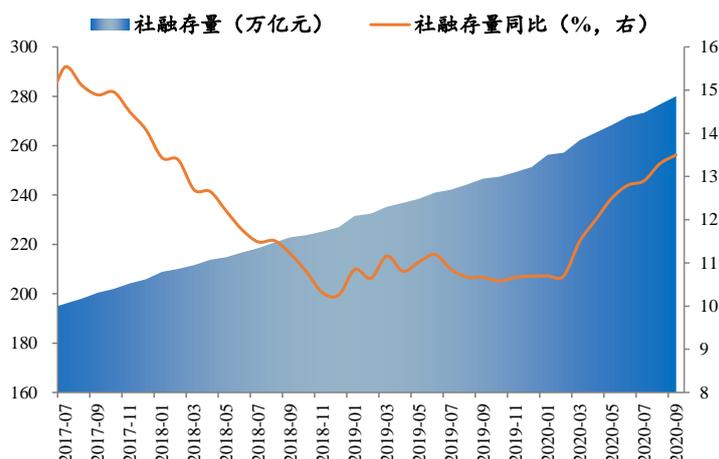
9月社融增速13.5%，环比提升0.2个百分点，再创新高，为2018年1月以来最高点。

9月新增社会融资规模3.48万亿元，同比大幅多增9630亿元，同比增速13.5%，环比提升0.2个百分点。

供给端，货币政策强调精准导向直达实体，同时加强与财政协同、促进政府债顺利发行。

需求端，经济持续恢复，生产和需求均稳步回升。PMI连续7个月位于荣枯线以上，地产韧性仍强，出口持续超预期，制造业投资和消费同比首次转正，实体投资及居民消费需求继续恢复。

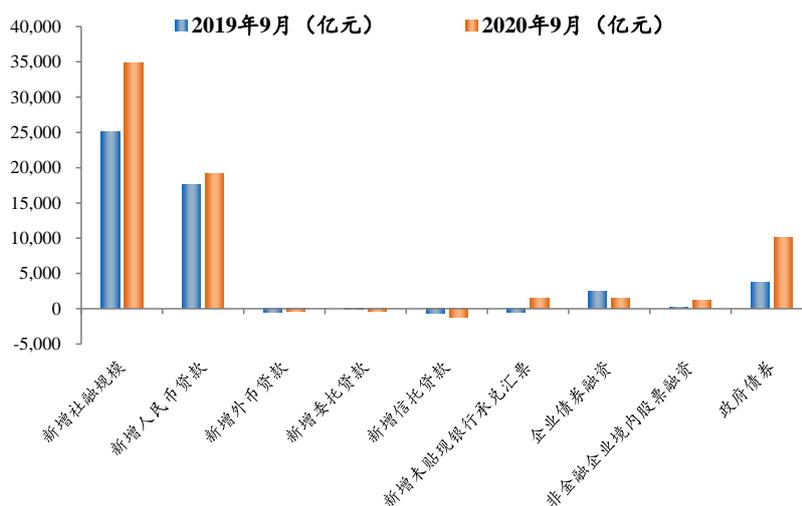
图表：9月社融增速环比提升0.2个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

3、结构层面，财政部门加杠杆，政府债券放量发行、人民币贷款延续多增。

图表：2020年9月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

其他融资方面，9月政府债券同比大幅多增6326亿元。9月新增政府债券融资1.01万亿元，同比大幅多增6326亿元，地方政府专项债及一般国债放量发行。专项债剩余额度约3000亿元将在10月发行完毕，一般国债及地方政府一般债券剩余额度超1.1万亿元将在10-12月发行，叠加去年同期低基数效应，四季度政府债券仍将是社融最主要的支撑项。

表内融资方面，信贷同比延续多增，实体经济需求继续恢复。9月新增人民币贷款1.9万亿元，同比多增1580亿元，企业及居民中长期贷款仍是主要支撑。

表外融资方面，非标同比多增1151亿元，信托压降，主要是未贴现银行承兑汇票多增。9月表外融资新增26亿元，同比多增1151亿元。其中，未贴现承兑汇票、信托贷款、委托贷款分别同比多增1933亿元、多减487亿元、多减295亿元。一方面，信托贷款及委托贷款压降节奏加快，9月同比多减量创年内新高。另一方面，在监管层规范票据发行背景下，表外票据连续数月多增，或印证实体经济活跃度上升、企业开票需求回升。监管整治金融乱象态度明确，叠加四季度信托到期量大，预计四季度非标压降节奏将有所加快，构成社融主要的拖累项。

直接融资方面，股票融资维持高位，企业债券融资同比环比均现回落。9月新增企业债券融资1422亿元，同比、环比分别少增1009亿元、少增2211亿元。9月资金面紧平衡、银行负债端承压背景下信用债利率继续上行，企业债发行利率已接近去年末水平，对企业债券融资形成压制。9月新增股票融资1140亿元，同比大幅多增851亿元，股市月内回调，但前期创业板注册制落地、股市交易热度仍存，带动股票融资继续维持高位。

#### 4、信贷扩张节奏平稳，金融机构贷款继续小幅多增。

9月金融机构口径信贷同比多增2047亿元。9月金融机构口径新增人民币贷款1.9万亿元，同比多增2047亿元，延续6月以来的小幅多增态势。1-9月，金融机构口径信贷合计新增16.26万亿元，同比大幅多增2.63万亿元。

一方面，宽信用力度边际放缓，央行维持资金面紧平衡状态，金融机构在超储率低位、压降结构性存款背景下负债端承压，多重因素制约信用派生节奏，信贷同比仅小幅多增。另一方面，季末银行加大信贷投放力度，信贷环比明显回升。

四季度新增信贷月均值或保持在1.3万亿元左右，低于上半年的月均2万亿元，延续下半年以来的平稳增长态势。

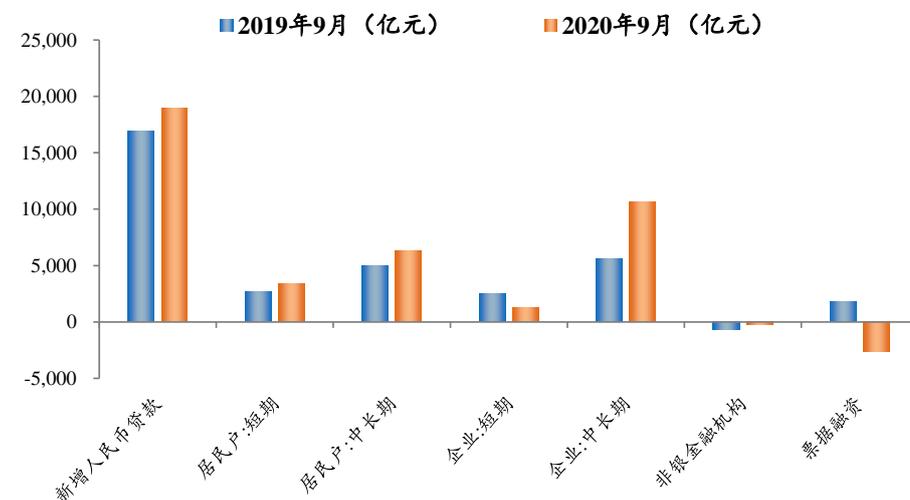
#### 5、信贷结构层面，企业和居民杠杆基本平稳，企业和居民中长期贷款仍是主要支撑，票据延续6月以来的压降态势。

企业贷款层面，货币政策强调直达实体，监管打击套利，银行负债端承压，票据继续缩减，企业中长期贷款大幅新增1.1万亿元创年内次高，占比保持高位。9月新增企业贷款9458亿元，同比少增655亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增1276亿元、大幅多增5043亿元、大幅多减4422亿元。监管层压降结构性存款、规范票据发行，银行负债端压力上升，票据继续缩减，延续6月以来的压降态势。企业中长期贷款大幅新增1.1万亿元创年内次高，占新增信贷比重保持高位，信贷结构延续改善。一方面，季末考核压力加大，另一方面，基建项目带动中长期配套贷款增加，制造业投资单月同比增速由负转正，实体经济投融资需求继续回暖。

居民贷款层面，短期与中长期贷款均为多增，居民消费继续恢复、购房需求维持高位但边际有所回落。9月新增居民贷9607亿元，同比多增2057亿元。其中，短期贷款新增3394亿元，同比多增687亿元，社会消费品零售总额同比增速8月首次由负转正，乘用车零售维持高位，线下

消费活跃度继续上升。中长期贷款新增 6362 亿元，同比多增 1419 亿元。但值得注意的是，随着地产调控政策边际收紧，银行控制涉房信贷，9 月房地产销售市场热度较 8 月回落，居民中长期贷款占新增信贷比重已由 7 月的年内高点 61% 大幅回落至 9 月的 34%。

图表：2020 年 9 月新增信贷结构



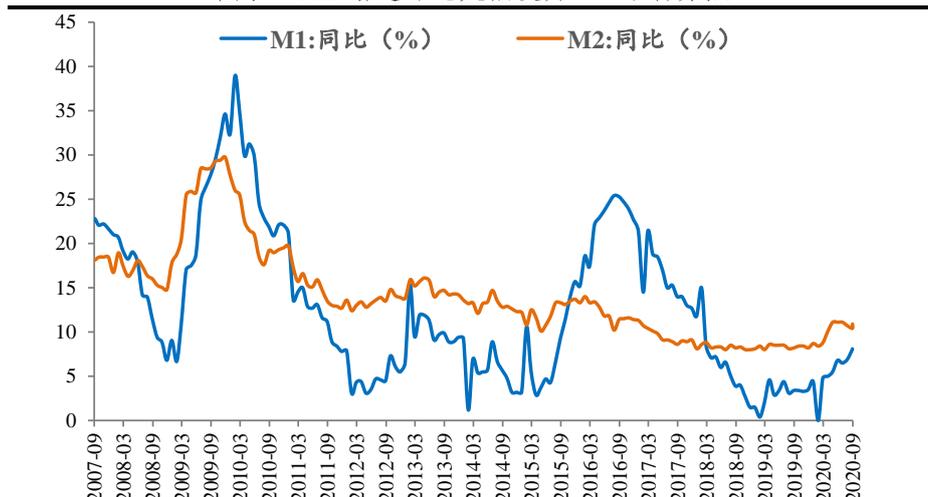
资料来源: Wind, 恒大研究院

**6、M2 增速环比大幅回升 0.5 个百分点，财政加杠杆，财政存款环比大幅减少 1.4 万亿元，提振 M2。M1 增速环比提升 0.1 个百分点，实体经济活跃度继续上升。**

**9 月 M2 同比增速 10.9%，环比大幅回升 0.5 个百分点。**银行信贷投放平稳增长，虽然政府债继续放量发行，但 9 月为财政投放月，财政支出效率明显提升，财政存款环比大幅多减 1.4 万亿元，提振 M2 增速。从结构来看，1) 企业存款增加 1 万亿元，同比多增 5201 亿元，居民存款增加 1.9 万亿元，同比多增 4004 亿元。一方面，季末财政支出节奏和力度加大，财政存款向居民企业存款转化。另一方面，季末为应对考核，银行将理财转化为一般存款，非银存款向居民企业存款转化。2) 财政存款减少 8317 亿元，同比多减 1291 亿元，环比大幅多减 1.4 万亿元。9 月为财政投放月，支出节奏加快，带动财政存款同比环比均多减。3) 非银金融机构存款减少 3177 亿元，环比多减 565 亿元，或受季末考核影响。

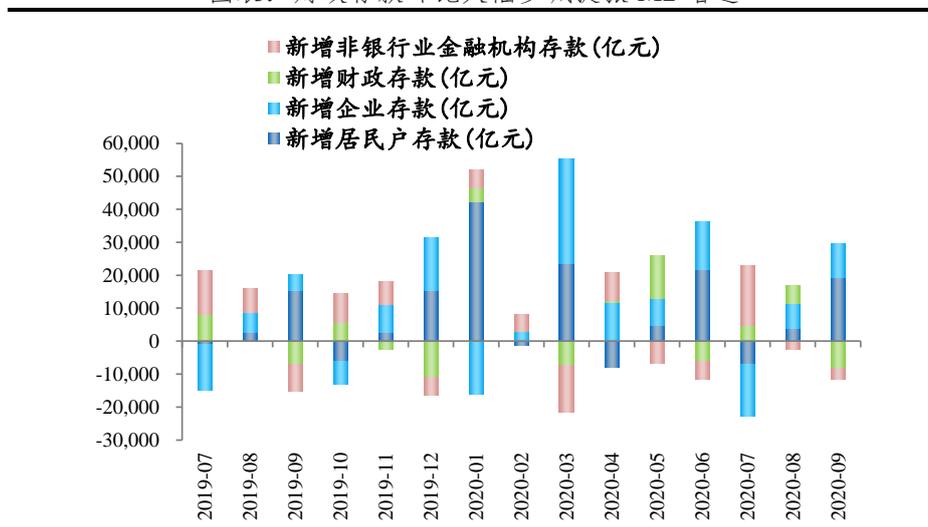
**M1 同比增速 8.1%，环比提升 0.1 个百分点，交易性需求持续恢复，实体经济活跃度继续上升。**

图表：M2 增速环比大幅提升 0.5 个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：财政存款环比大幅多减提振 M2 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

7、流动性层面，9月公开市场操作资金投放力度高于去年同期。但超储率低位，银行负债端承压，资金面紧平衡，流动性分层加剧。

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\\_2048](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2048)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn