

缘何 9 月信贷超预期增长

——2019 年 9 月金融数据点评

行业简报

买入（维持）

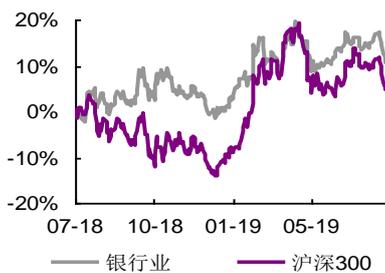
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-58452066
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



相关研报

美元荒问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞--流动性周报第 24 期
..... 2019-10-14

事件：

10月15日，央行公布2019年9月金融数据，数据显示M1、M2同比增速为3.4%、8.4%，9月信贷增长1.69万亿，社融新增2.27万亿。

◆ 政策因素成为驱动9月信贷超预期的重要变量，四季度不必悲观

9月份新增人民币贷款1.69万亿，单月环比、同比分别多增4800亿和3100亿元，较6月末多增300亿元。我们认为，9月人民币信贷增长超预期，既有季节性因素带来的影响，也与政策驱动引导投融资需求良性循环明显有关。四季度，在通胀压力下，“稳增长”的动力很可能源自于信用对于投资的支持，而非非利率下行对需求的刺激。四季度人民币信贷增量也很可能好于去年同期的3.03万亿水平。

◆ 金融机构信贷结构改善：对公与零售双发力，中长期信贷是亮点

从9月信贷结构看，金融机构信贷结构明显改善，主要表现为三方面：一是对公贷款无论是短期还是中长期均出现明显回暖；二是居民中长期贷款新增4943亿元，住房按揭贷款仍保持了较强韧性。

◆ M1增速3.4%持平于上月，M2增速回升至8.4%

货币方面，9月份广义货币M2增速为8.4%，较上月上升0.2个百分点；M1增速3.4%，与上期持平；M0同比增长4.0%。信贷超预期增长和财政支出发力助力M2回升，M2与M1剪刀差较上月有所扩大。

◆ 表内信贷和新口径调整下，社融指标表现良好

9月新增社会融资规模2.27万亿，较去年同期多增1383亿元，存量同比增长10.8%，与8月持平。9月社融的冲高，除表内贷款超预期增长外，也与表外融资的回暖以及社融新口径的调整有关。对于社融统计口径调整，我们并不意外，社融这一概念作为“金融概览”的资产端，必然随着金融产品的丰富和金融机构的改变而不断增加，随着部分变量的扩张，即有必要调整优化，这是使用数量工具测度所难以避免的。

点评:

1、缘何 9 月信贷超预期增长——外生政策驱动引导投融资需求

我们曾在《美元荒问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞——流动性周报第 24 期》中提示，9 月新增人民币贷款大概率超出市场预期。

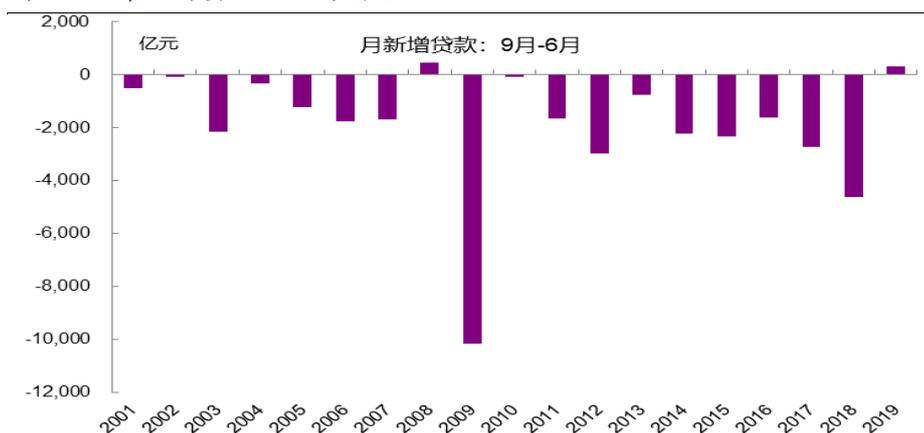
从实际情况来看，9 月新增人民币贷款 1.69 万亿，单月环比、同比分别多增 4800 亿和 3100 亿元，较 6 月末多增 300 亿元。我们认为，9 月人民币信贷增长超预期，既有季节性因素带来的影响，也与政策驱动引导投融资需求良性循环明显有关。

1.1、一个被市场所忽略的细节——2008 年后首次 9 月信贷增量高于 6 月

季节效应始终是季末时点信贷走高的重要因素，因为在一个季度内，商业银行往往会适度控制信贷投放，积极储备优质项目，待季末月份集中释放，这样可以使得季度财报披露各项财务指标数据较为美观，因此 9 月末信贷大幅走高与季节性因素高度相关。

但一个细节被市场所忽略，就是近 20 年来，9 月信贷增量高于 6 月仅在 2008 年出现过一次。当时 9 月新增人民币贷款 3745 亿元，较 6 月多增 421 亿元，这与 2008 年全球金融危机后，我国开始实施积极的财政政策和积极的货币政策有关，当年下半年信贷投放规模超过了上半年。从这个细节我们可以推测，9 月人民币信贷的超预期反常增长，除季节性因素外，还应该存在有力的外生变量驱动增长。

图 1：历年 9 月贷款比 6 月增量



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、今年以来数据演变——政策变量驱动，引导投融资需求，四季度不必悲观

为了分析 9 月信贷超预期增长背后的原因，我们对 2019 年以来宏观经济增长、实体经济融资需求以及金融机构信贷投放特点进行简要分析：

观察今年以来信用投放的过程可以发现，经过一季度“开门红”后，信贷投放结构明显改变：在中美贸易摩擦升级背景下，市场风险偏好普遍较低，企业投资意愿低迷，微观主体活力不足，有效融资需求不振，造成金融机构在“开门红”后开始面临项目储备不足的问题，对房地产领域融资依赖度提升。期间我们清晰观测到，银行的信贷投放呈现典型的“月初回落、月末冲高、结构不佳、规模有限”的特点。同时，国内各项宏观经济指标进一步回落，其中PMI连续5个月位于荣枯线下方，消费、投资增速下行，“六稳”要求再度提上纸面。可以说，有效需求不足作为主要矛盾，以及由此带来的“资产荒”问题在今年以来萦绕不去。

从三季度开始，中央政治局会议、国常务会以及央行会议一而再、再而三的强调要优化信贷结构，加大制造业中长期贷款投放，更好的支持民营企业、小微企业发展，力度之大、频率之高，在历史上尚属罕见。在政策驱动方面，央行于9月采取了“普降+定向降准”的组合工具，合计释放资金规模9000亿元，并将制造业、房地产信贷投放纳入MPA考核，从存量占比、增量占比等方面进行要求，财政部门允许地方政府可以将符合相关条件发行的地方表债作为项目资本金，并有可能在四季度提前下达2020年地方专项债额度。

表 1：信贷政策相关政策指引

	7月29日信贷结构调整优化座谈会	7月31日政治局会议	8月2日央行工作会议
房地产	保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理。加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。	按照“因城施策”的基本原则，持续加强房地产市场资金管控。
制造业	提高制造业中长期贷款和信用贷款占比，围绕制造业高质量发展，落实有扶有控差异化信贷政策，合理安排贷款期限和还款方式。	稳定制造业投资，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。	
小微企业	改善信贷资源配置、信贷风险评估、信贷政策、激励考核、金融科技手段运用和尽职免责等，着力构建金融机构对小微企业“愿贷、敢贷、能贷、会贷”长效机制。	采取具体措施支持民营企业发展，建立长效机制解决拖欠账款问题。	确保实现小微企业贷款户数增加，贷款投放扩大，贷款成本适度降低，支持优质民企扩大债券融资规模。

资料来源：人民网，人民银行网站，光大证券研究所

在多重政策驱动下，金融机构信贷结构出现调整，信贷资源开始向制造业和基建领域倾斜。一方面，商业银行内部出台了支持制造业领域信贷投放的方案，包括鼓励各分行加大对辖区内制造业企业的营销力度、重点支持先进制造业发展，适度下沉企业信用资质以及确保年末制造业信贷余额增长等。受此影响，8月份以来，制造业领域信贷投放已经出现改善迹象，9月份制造业PMI多个指标环比提升。另一方面，以电力、热力、燃气及水生产、建筑业以及交通运输业等为代表的基建领域信贷投放是“稳投资”十分重要的领域，基建领域贷款在债务置换和配套融资共同作用下明显发力。未来，随着制造业和基建领域信贷投放的回暖，制造业投资和基建投资的资本开支有望增加，固定资产投资有望出现企稳，进而形成有效的融资需求。通过政策的外生变量驱动，形成了投融资需求的循环，这既是9月信贷超预期增长的重要原因，也是我们对四季度信贷增长不悲观的主要理由。四季度，在通胀压力下，“稳增长”的动力很可能源自于信用对于投资的支持，而并非利率下行对需求的刺激。四季度人民币信贷增量也很可能好于去年同期的3.03万亿水平。

2、9月金融数据结构分析——对推演逻辑的几点印证

2.1、信贷结构：对公与零售双发力，中长期信贷是亮点

从9月信贷结构看，金融机构信贷结构明显改善，主要表现为：

一是对公贷款大幅回暖。9月对公贷款无论是短期还是中长期均出现明显回暖。其中，短期贷款新增2550亿元，同比多增1452亿元，中长期贷款新增5637亿元，同比多增1837亿元。我们倾向性认为，在“稳增长”目标下，地方政府隐性债务置换积极推进，基建“补短板”力度进一步加大，大型银行和政策性银行发挥了更多作用，中央政府项目投资有望率先获得配套资金，基建投资起到托底实体经济的效果。

二是住房按揭贷款仍保持了较强韧性。9月居民中长期贷款新增4943亿元，依然保持了较好的增长态势。10月8日，住房按揭贷款利率开始与LPR挂钩，从各地实际执行情况看，绝大部分城市在LPR基础上加点形成的按揭贷款利率与原执行贷款利率基本持平。9月按揭贷款依然供需两旺，部分原因与金融机构在LPR实施前集中投放有关。在零售其他领域，商业银行一直向高收益零售领域转型，消费类贷款和信用卡均保持了较好的增势。

值得一提的是对于房地产融资的看法。3季度看，商业银行表内房地产全口径新增贷款（含开发贷、按揭）占比较高，并未受到调控的明显冲击，造成1~3季度增量占比数据存在超过1/3的压力。进入四季度，我们需要关注房地产融资年度总盘子控制所产生的影响，这可能重新带动信贷投放结构变化，初步预计四季度房地产融资占增量信贷比将出现回落，虽然控制按揭贷款投放有一定难度（主要体现为基本住房需求融资的满足上）。

表2：9月份新增信贷规模与结构(亿元)

单位：亿元	当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减
新增人民币贷款	16900	3100	短期贷款及票据	7047	1072	中长期贷款	10580	2471			
-居民	7550	6	居民短期	2707	-427	居民中长期	4943	634			
-企业	10113	3341	企业短期	2550	1452	企业中长期	5637	1837	票据	1790	47
-非银金融机构	-659	-56									

资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、信贷超预期增长和财政支出发力助力M2回升

9月M2同比增长8.4%，较8月回升0.2个百分点。在信贷数据表现良好背景下，9月M2的回暖也在预期之中。一是受信贷超预期增长影响，9月商业银行对公存款增势良好，新增规模4908亿元，较去年同期多增约1800亿元；二是财政支出力度加大。季末月份属于财政支出大月，9月财政存款下降7026亿元，较去年同期多降约3500亿元，对M2形成较强正向推动。非银存款尽管9月大幅下降8170亿元，但与去年同期相比仍边际改善，对M2的拖累作用有所下降；三是9月零售存款新增1.54万亿元，较去年同期多增约2200亿元。

表 3: 9 月份货币增长情况 (%)

	%	同比增速	较去年同期变动	上月增速
M2	8.4	8.4	0.1	8.2
M1	3.4	3.4	-0.6	3.4
M0	4.0	4.0	1.8	4.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 4: 9 月份新增存款规模与结构 (亿元)

单位: 亿元	当月新增	同比增减	环比增减
新增人民币存款	7193	-1709	-10807
居民	15418	2149	12704
企业	4908	1804	-884
财政存款	-7026	-3553	-7121
非金融机构	-8170	1328	-15468

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.3、表内信贷和新口径调整下，社融指标表现良好

9 月新增社会融资规模 2.27 万亿，较去年同期多增 1383 亿元，存量同比增长 10.8%，与 8 月持平。9 月社融的冲高，除表内贷款超预期增长外，也与表外融资的回暖以及社融新口径的调整有关。

一是表外融资回暖。9 月新增委托、信托和未贴现票据合计下降 1125 亿元，较去年同期少降 1763 亿元。委托贷款方面基本已停止下滑，在表外房地产信用收缩的前提下，推动其企稳的力量可能源自于表外基建融资转暖。**二是社融口径调整。**央行公告 9 月起，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债权”指标。在新口径下，企业债新增 1610 亿元，同比多增 1595 亿元。**三是地方专项债对社融增量形成较大拖累，**主要与去年高基数效应以及今年地方专项债发行前置有关，9 月新增规模为 2237 亿元，较去年同期下降 5153 亿元。不过，考虑到今年四季度很有可能提前发行 2020 年部分额度以及去年四季度的低基数效应，地方专项债后续有望对社融增长形成一定支撑。

对于社融统计口径调整，我们并不意外，社融这一概念作为“金融概览”的资产端，必然随着金融产品的丰富和金融机构的改变而不断增加，随着部分变量的扩张，即有必要调整优化，这是使用数量工具测度所难以避免的。2018 年以来，央行已经三次调整社融统计口径，既然是跟随项目扩张而调入，则无疑是对社融增速形成正向拉动。截至目前，虽然央行力图不断完善社融定义，扩大统计范围来使社融更加准确的反映信用供给，但不可否认的是，无论是“金融概览”资产端的社融、还是“银行概览”负债端的货币，都会面临统计难度、统计口径变化等一系列问题，尤其是在金融产品复杂度提升的背景下。当前，一些项目：比如私募产业基金、私募股权基金等还均未纳入社融口径，而此等类型融资的统计难度要远大于传统金融机构。

表 5：9 月份社融总量与结构（亿元）

单位：亿元	当月新增社融	新增社融环比变动	新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	22725	2550	1383
人民币贷款	17650	4605	3309
外币贷款	-440	-193	230
委托贷款	-21	492	1411
信托贷款	-672	-14	236
未贴现票据	-431	-589	116
企业债券融资	1610	-1838	1595
非金融企业股票融资	289	33	17
地方政府专项债券	2236	-977	-5153

资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示：经济下行压力超预期加大，银行资产质量改善不如预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼