

## 中国宏观热点速评

# 口径再次调整抬高9月新增社融，但同口径下增速小幅放缓

## 9月份货币及信贷数据点评

9月M2同比增速从8月的8.2%回升至8.3%，符合市场预期（图表1）。经季节性调整后，9月M2月环比（非年化）增速持平于0.9%。9月财政存款下降3,473亿元，低于去年9月的降幅3,972亿元，在边际上抑制M2增速。由此，9月财政存款同比增速从8月的16.7%跳升至19.4%，反映在地方债发行加速的情况下财政资金沉积、未得到有效利用。同时，9月M1同比增速从8月的3.9%小幅上升至4.0%，但仍处于低位，而季调月环比增速从8月的-0.1%升至1.1%。

9月新增人民币贷款为1.38万亿元，略高于市场预期的1.36万亿元以及去年9月的1.27万亿元。值得注意的是，贷款需求走弱，中长期贷款占比持续下降。具体看，9月新增住户部门中长期贷款为4,309亿元，低于去年9月的4,786亿元；9月新增非金融企业及机关团体中长期贷款为3,800亿元，低于去年9月的5,029亿元。另一方面，9月新增短期贷款及票据融资升至5,976亿元，明显高于去年9月的2,060亿元。

9月官报新增社融为2.21万亿元，但口径不可比——9月央行首次将地方政府专项债纳入社融统计范围，而其单月增量高达7,389亿元。在原有可比口径下，9月新增社融为1.47万亿元，低于市场预期的1.55万亿元以及去年9月的1.99万亿元（图表2）。据新口径下扩容后的社融定义，去年9月新增社融为2.25万亿元，仍高于今年9月的增量。从社融分项来看，9月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产新增融资同比继续大幅下降——9月三项“非标”信贷资产合计余额减少2,891亿元，而去年9月三者合计余额净增3,926亿元。此外，9月企业债净融资明显下降至142亿元，低于去年9月的净发行量1,654亿元及上个月3,000亿元以上的净发行。

受“非标”资产融资继续萎缩以及企业债净融资下降拖累，9月金融条件边际上收紧。具体看，

- ▶ 9月调整后的社融同比增速从8月的11.4%小幅放缓至11.2%（调整后的社融 = 社融 + 政府债券；图表1）<sup>1</sup>：考虑到我们常用的“调整后社融”这个指标已经计入了所有政府债券，此次官报社融口径的调整不影响我们对调整后社融的分析统计。季节性调整后，9月调整后的社融月环比年化增速从8月12.5%进一步回落至10.5%，在前两个月处于扩张区域后再次低于12%的中性水平<sup>2</sup>。
- ▶ 估计9月“准M2”<sup>3</sup>同比增速可能也有所放缓。如果假设央行外汇占款规模环比不变，我们估计9月“准M2”同比增速可能从8月的10.1%下降至9.8%。
- ▶ 此外，9月货币市场利率从低位小幅回升（图表3）：9月银行间同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别上升30、35个基点分别至2.59%、2.60%。

接下页

分析员

**易焜**

SAC 执证编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

**常慧丽**

SAC 执证编号: S0080517110001  
SFC CE Ref: BJC906  
huili.chang@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

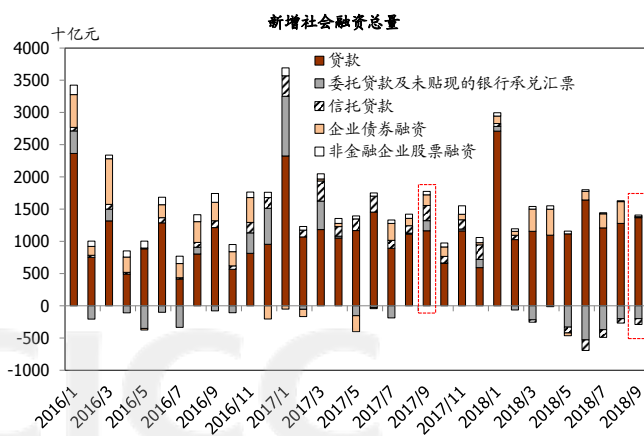
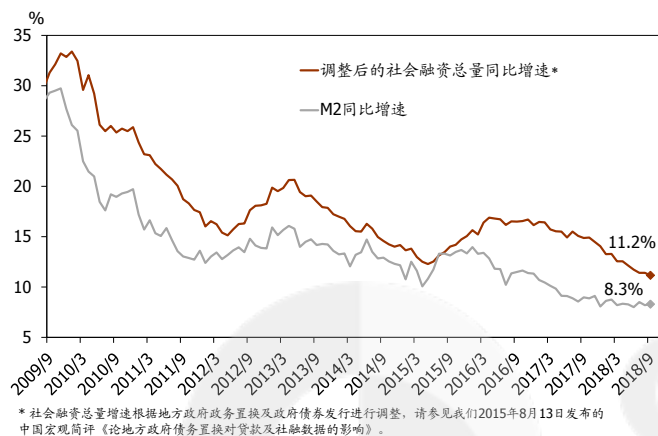
### 近期研究报告

- 宏观经济 | 短期通胀仍具“粘性”，但上行空间有限 (2018.10.16)
- 宏观经济 | 美国9月总零售环比0.1%不及预期 (2018.10.15)
- 宏观经济 | 部分需求指标转暖；节后流动性偏松 (2018.10.15)
- 宏观经济 | 美国通胀压力暂缓；关注欧洲政治风险 (2018.10.14)
- 宏观经济 | 出口升、进口降反映内需增长动能放缓 (2018.10.12)
- 宏观经济 | 粤苏两省经济下滑凸显内外需隐忧 (2018.10.09)

将数据“还原”后,对9月货币信贷数据的分析表明,迄今为止旨在“稳增长”的政策微调可能不足以对冲总需求增速的下行压力,尤其考虑到外需不确定性明显上升。诚然,自今年6月起,货币政策转向边际宽松,表现为更频繁的降准等政策调整、以及短端利率的明显回落。然而,偏紧的财政政策和监管环境继续阻碍宽松流动性向广义信贷回升的传导<sup>4</sup>。9月货币信贷数据再次验证了“实际偏紧”的财政政策以及监管收紧对信贷周期的抑制作用——财政存款增速进一步跳升至19.4%,压制货币扩张;同时9月“非标”融资渠道的信贷收缩拖累调整后的社融同比增速0.3个百分点。虽然地方政府专项债发行加速弥补了部分“融资缺口”,但整体信贷增速继续放缓。在企业利润增速放缓、制造业与房地产投资风险溢价上升的背景下,中长期贷款份额持续下降。考虑到外需不确定性高企,目前亟需减少或疏通货币政策传导的“障碍”,以尽快稳定内需增长、恢复投资信心。

图表1:9月M2同比增速回升,而调整后的社融增速放缓

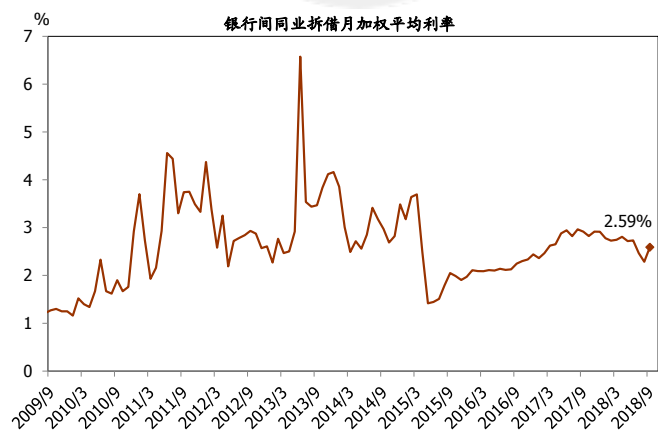
图表2:新增社融的构成:9月新增“非标”融资同比大幅收缩,而企业债净融资同比也有所下降



资料来源:CEIC, 中金公司研究部

资料来源:CEIC, 中金公司研究部

图表3:9月银行间同业拆借月加权平均利率上行30个基点



资料来源:CEIC, 中金公司研究部

<sup>1</sup> 请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。  
<sup>2</sup> 由于最新公布的社融存量数据仅从2017年1月开始,我们使用之前定义的、不加回两项的社融来计算调整后社融的环比增速。  
<sup>3</sup> 请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《如何去理解M2增速下降及其影响?》以及2017年8月15日发布的中国宏观简评《“准M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何?》。  
<sup>4</sup> 请参见我们2018年9月18日发布的中国宏观专题报告《当前稳增长政策的传导存在哪些“障碍”?》。

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：张莹

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518000  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司