

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观研究

报告原因：定期点评

社融整体乏力，但边际改善

——2021 年 9 月金融数据点评

2021 年 10 月 14 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层北京市西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➤ 2021 年 10 月 13 日，中国人民银行公布 2021 年 9 月金融统计数据及社会融资规模存量与增量数据。9 月末，广义货币(M2)余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点；月末人民币贷款余额 189.46 万亿元，同比增长 11.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 1.1 个百分点。9 月末社会融资规模存量为 308.05 万亿元，同比增长 10%；9 月社会融资规模增量为 2.90 万亿元，比上年同期少 5693 亿元。

主要观点

➤ 9 月金融数据显示信用环境依然偏弱，但边际改善。社融存量增速降至 2016 年以来新低，M2 维持低位。9 月社融累计增速-16.44%，两年平均增速-8.22%（前值-8.32%）。M2-社融指标继续攀升，显示银行仍是推进宽信用的主力。尽管 9 月以来宽信用政策不断推进，甚至在房贷上做了一些逆周期对冲的调控，但整体信用环境难言改善。票据冲量的现象依然存在，缺乏优质资产依然制约银行信贷投放。未来宽信用政策持续发力尤其是推动直接融资活力必要性继续提升。

➤ 预计四季度社融难言改善，但具有较强的支撑。一方面，9 月金融数据整体虽不佳，但近期包括房贷在内的信贷调控边际有所改善，3000 亿元支小再贷款要求于年底前发放，另外若金融数据持续回落，碳中和金融支持工具等各类金融市场创新或加快步伐。专项债已不要求为 12 月预留额度，因此 10 月及 11 月供给大概率增加。另一方面，PPI 持续上涨侵蚀中下游企业利润，可能制约以中小微企业为主要载体的宽信用政策推进。预计金融数据四季度难言边际改善，但具有较强的支撑。

➤ 对债券市场而言，经济基本面弱势仍然是安全垫，但鉴于当前收益率分位数较低，在宽信用政策一系列动作、全球能源价格上涨、美联储 taper 开启在即的情况下，仍需警惕收益率的阶段性调整，但整体上我们认可债券的中长期配置价值。

目录

1.事件回顾	4
2.事件点评	4
2.1 金融数据低位，M2-社融继续攀升	4
2.2 宽信用政策推动金融数据边际改善	4
2.3 信贷发力，非标压降	5
2.4 贷款结构继续变差	6
3.风险提示	7

图表目录

图 1：社会融资规模累计值环比增速	4
图 2： M2-社融继续攀升	4
图 3： 当月社会融资规模情况	5
图 4： M2 环比增速	5
图 5： 当月新增人民币贷款情况	6
图 6： 当月非标融资情况	6
图 7： 当月企业债融资情况	6
图 8： 当月股票融资情况	6
图 9： 企业贷款增速及住户贷款增速	6
图 10： 企业中长期贷款增速	6
图 11： 企业中长期贷款和短期贷款占比情况	7
图 12： 住户中长期贷款和短期贷款占比情况	7

1.事件回顾

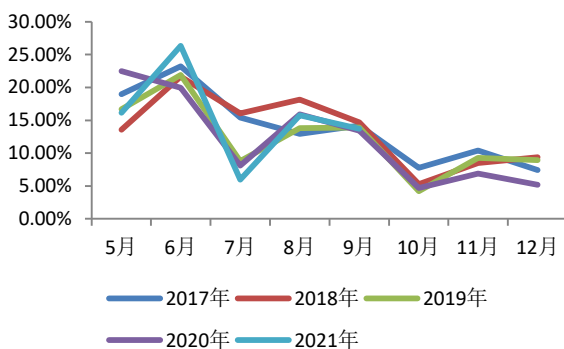
2021年10月13日，中国人民银行公布2021年9月金融统计数据及社会融资规模存量与增量数据。9月末，广义货币(M2)余额234.28万亿元，同比增长8.3%，增速比上月末高0.1个百分点，比上年同期低2.6个百分点；月末人民币贷款余额189.46万亿元，同比增长11.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和1.1个百分点。9月末社会融资规模存量为308.05万亿元，同比增长10%；9月社会融资规模增量为2.90万亿元，比上年同期少5693亿元。

2.事件点评

2.1 金融数据低位，M2-社融继续攀升

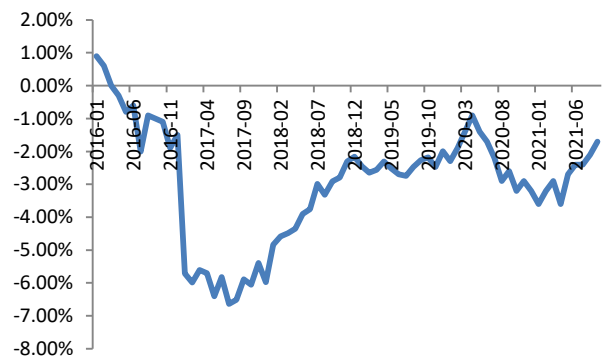
9月，M2同比增长8.3%，维持低位。社融存量增速降至10%，创2016年以来新低。社融累计值增速-16.44%，两年平均增速-8.22%（前值-8.32%）。M2-社融指标继续攀升，显示银行仍是推进宽信用的主力。整体看，金融数据仍然低位，宽信用边际推进对整体信用环境改善效果不理想，未来宽信用政策持续发力尤其是推动直接融资活力必要性继续提升。

图 1：社会融资规模累计值环比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：M2-社融继续攀升



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.2 宽信用政策推动金融数据边际改善

边际看，9月M2环比增长1.32%，较上月有所改善，在近5年同期环比表现中最好。9月社融累计值环比增长13.71%，改善力度不明显。9月社融增量2.90万亿元，仍为除2020年同期以外的新高。因此，金融数据仍有改善迹象，这与我们8月预判一致。9月金融数据整体虽不佳，但近期包括房贷在内的信贷调控边际有所改善，3000亿元支小再贷款要求于年底前发放，另外若金融数据持续回落，碳中和金融支持工具

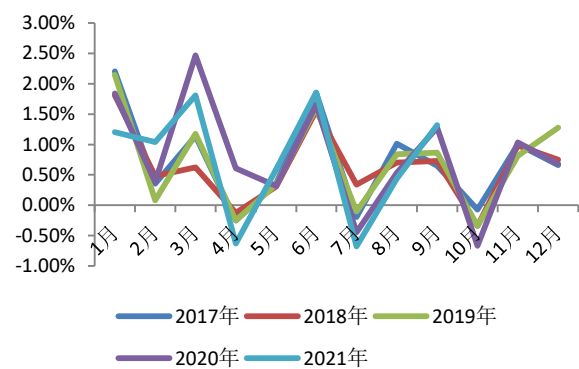
等各类金融市场创新或加快步伐，金融数据四季度难言边际改善，但具有较强的支撑。对债券市场而言，经济基本面弱势仍然是安全垫，但鉴于当前收益率分位数较低，在宽信用政策一系列动作叠加全球能源价格上涨的情况下，仍需警惕收益率的阶段性调整，但整体上我们认可债券的中长期配置价值。

图 3：当月社会融资规模情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M2 环比增速



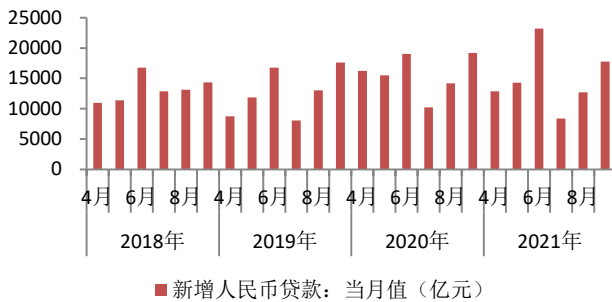
数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3 信贷发力，非标压降

社融分项看：人民币信贷延续强势。9月新增人民币贷款为1.78万亿元，稍高于2019年同期。一方面，由于2019年9月亦为宽信用政策发力阶段，结合今年7-8月以及9月的信贷表现，佐证了信贷的边际发力。另一方面，9月信贷较好可能和部分积压的房地产信贷投放有关。此外，票据融资表现仍较好，显示票据冲量的现象依然存在，缺乏优质资产依然制约银行信贷投放。**非标融资持续压降。**9月非标融资下降2151亿元，压降力度明显加大，今年2月以来各月均保持了1000亿元以上的压降规模。随着资管新规过渡期的结束，预计四季度非标压降压力仍较大。**企业债券融资变差。**9月企业债券净融资增加1400亿元，有季节性原因，但受房企信用债事件的影响也较大。目前房企信用债收益率整体上行较快，预计近月的信用债融资仍受影响，对社融形成拖累。**地方专项债融资边际发力。**9月社融数据中地方专项债净融资8109万亿元。由于政策已不再要求预留一定额度给12月，因此10月和11月将迎来专项债的集中发行，供给压力较为明显。**股票融资发力。**9月境内股票融资772亿元，虽较7月、8月有所下降，但这一融资水平在历史上并不算差。随着境内资本市场改革进一步加速，股票市场在促进直接融资方面的动能将进一步增强。

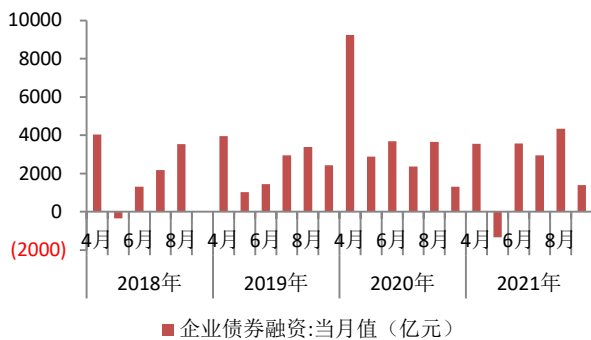


图 5：当月新增人民币贷款情况



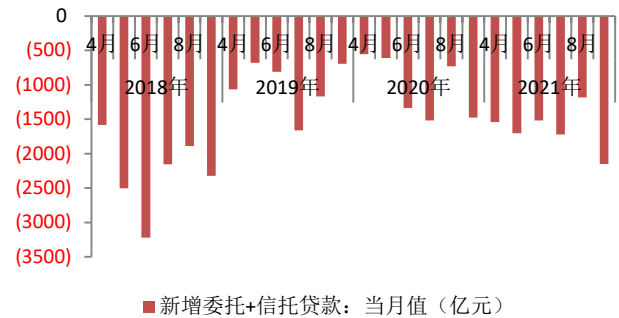
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：当月企业债融资情况



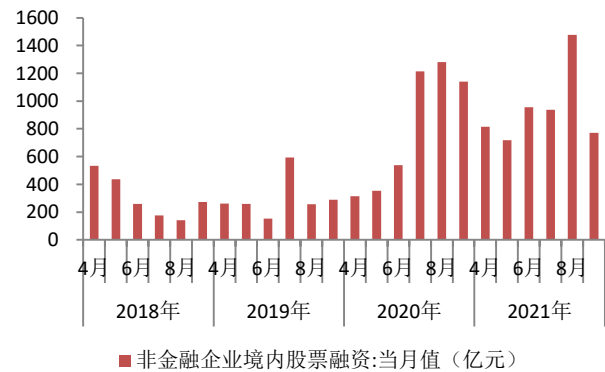
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：当月非标融资情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：当月股票融资情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

2.4 贷款结构继续变差

9月住户贷款余额增速和企业贷款余额增速均有所放缓，但住户贷款增速放缓力度更大，显示终端需求乏力。企业中长期贷款余额增速进一步高位回落，且企业加快短期贷款，显示企业资本支出继续放缓。

图 9：企业贷款增速及住户贷款增速

图 10：企业中长期贷款增速

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_27684

