

不及预期后的触底反弹，关注什么？

——9月社融数据点评

摘要

- **社融增量继续回落，触底在即。**社融存量增速继续放缓，新增社融量和贷款都低于市场预期。9月末社会融资规模存量同比增长10.0%，其中，对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长12.0%。从结构看，前三季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的68%。单月看，9月社会融资规模增量比上年同期少增5693.00亿元，同比少增有基数原因，也侧面反映需求较弱；其中，对实体经济发放的人民币贷款不及预期，虽经历7月降准、8月信贷座谈会以及9月的支持中小企业再贷款，但受到监管因素等9月新增贷款未见明显反弹。后续专项债发行仍有望在高位，此外部分银行房贷放款速度已经在加快，近期央行发布中国首批绿色金融标准，年内还有可能以再贷款的形式进行碳减排支持工具操作，预计多重因素将推动信贷回升，四季度社融增速或将反弹。
- **企业债券大受影响，政府债券新增仍在高位。**9月直接融资占比减少主要受到企业债券融资少增较多影响。9月，企业债券净融资1400亿元，同比多增84亿元，受公司债发行监管趋严、恒大事件影响市场情绪，预计后续企业债监管仍延续较严趋势。9月，新增政府债券融资规模达8109亿元，同比少增2007亿元，但较2019年同期多增4332亿元，9月新增政府债券融资仍在高位，预计后续地方专项债发行仍将维持在较快节奏。9月非金融企业境内股票融资同比少增369亿元，较2019年同期多增483亿元。表外融资较为稳定，信托贷款仍然拖累。9月，新增表外融资占社融增量的比例较上月回落5.8个百分点，主要受到新增信托贷款的拖累，严监管的基调不变。
- **企业中长期贷款受多因素拖累，居民中长贷之后或改善。**大宗商品价格较高、能耗双控等影响企业积极性，中长期贷款需求同比大幅减少，票据融资仍高。9月，人民币贷款增加1.66万亿，低于市场预期，主要受到企业中长期贷款拖累。分部门看，9月，企（事）业单位贷款同比多增805亿元，主要受到中长期贷款同比减少叠加票据融资同比多增较多影响。9月企业短期贷款新增1826亿元，中长期贷款同比去年少增3732亿元，受能耗双控、恒大事件以及对未来预期谨慎等多种因素影响；票据融资同比多增，银行冲量持续。后续随着疫情消退，企业情绪上升，预计中长期贷款或有所回暖。居民中长期贷款尚未见起色，但预计后续将有所回复。9月，受假期拉动，住户居民短期贷款有向好趋势，中长期贷款较稳定。
- **剪刀差继续扩大，M2增速保持稳定。**9月末，M2同比增长8.3%，增速比上月末提高0.1个百分点。受财政支出季节性偏慢影响，9月财政性存款同比少减；9月非银金融机构存款同比少减、非金融企业存款同比少增、住户存款增加同比多增1240亿元。受“能耗双控”和房地产严监管的约束，叠加居民消费恢复不及预期，M1同比增长3.7%，增速回落。9月M2-M1的增速差继续扩大，预计货币政策将继续保持稳健，四季度M2增速或将稳中有升。
- **风险提示：**国内需求不及预期，金融监管趋严。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

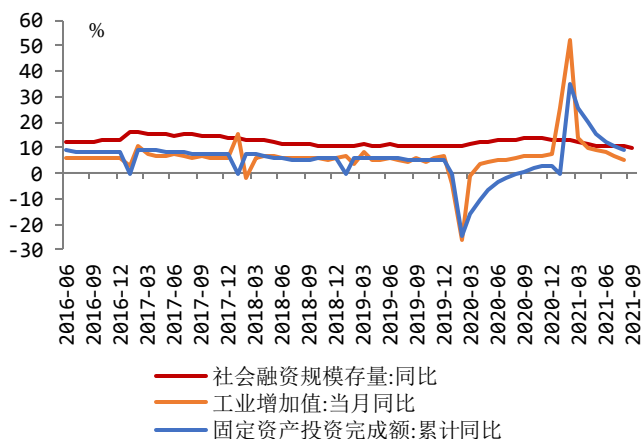
1. 全球传导效应来袭，后续支撑与风险——9月贸易数据点评 (2021-10-14)
2. 原油价格骤起，“银十”依旧低迷——假日数据概览 (2021-10-10)
3. 十一“补偿式”出游，美国抛出贸易“橄榄枝”——假日全球大事概览 (2021-10-07)
4. 能耗双控势在必行，海外关注两大阻点 (2021-09-30)
5. 上游的供给与价格之殇——9月PMI数据点评 (2021-09-30)
6. “新”和“稳”的相得益彰 (2021-09-24)
7. 未来看国内专精特新，近期瞧海外通胀仍高企 (2021-09-17)
8. 内生与外生因素共振之下的放缓会持续吗？——8月经济数据点评 (2021-09-16)
9. 当“转变”来敲门——2021-2022内外驱动衔接与配置结构新视角 (2021-09-14)
10. 略超预期的增量中，暗流何在？——8月社融数据点评 (2021-09-10)

9月，社融增速继续回落，但M2增速回升，本月新增信贷明显放缓，直接融资占比减少明显，短期疫情等因素影响逐渐减弱，后续货币政策仍以稳为主，信贷支持中小企业复苏，预计社融增速见底在即，后续或将触底反弹。

1 社融增量继续回落，触底在即

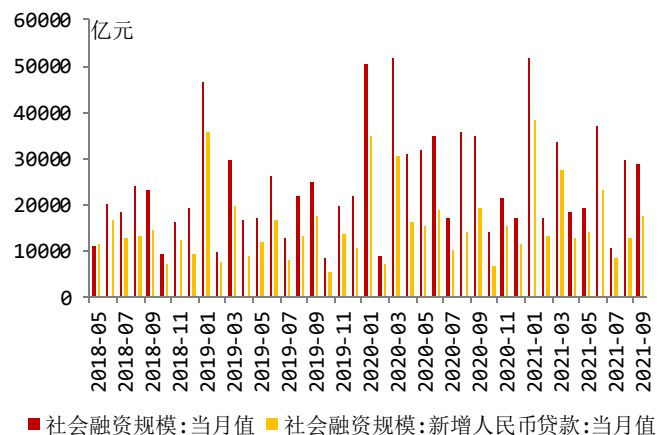
社融存量增速继续放缓，新增社融量和贷款都低于市场预期。9月末社会融资规模存量为308.05万亿元，同比增长10.0%，增速较上月继续回落0.3个百分点，延续逐级下降趋势，但增速边际下降趋缓；其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为188.42万亿元，同比增长12.0%，增速较前值继续放缓0.2个百分点。从社融增量来看，1-9月社会融资规模增量累计为24.75万亿元，虽比上年同期少4.87万亿元，但比2019年同期多4.14万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加16.83万亿元，同比多增1400亿元，从结构看，前三季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的68%，同比高11.7个百分点。单月看，9月社会融资规模增量为2.90万亿元，虽比上年同期少增5693.00亿元，但较2019年同期多增3857.79亿元，环比8月少增558亿元，同比少增有基数原因，也侧面反映需求较弱；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.78万亿元，同比少增1397亿元，较2019年同期多增161.56亿元，环比8月多增5061亿元，贷款新增不及预期，虽经历7月降准、8月信贷座谈会以及9月的支持中小企业再贷款，但受到监管因素等9月新增贷款未见明显反弹。后续专项债发行仍有望在高位，此外部分银行房贷放款速度已经在加快，近期央行发布中国首批绿色金融标准，年内还有可能以再贷款的形式进行碳减排支持工具操作，**预计多重因素将推动信贷回升，四季度社融增速或将反弹**。另外需要注意的是海外因素，当地时间10月13日，美联储公布的会议纪要首次披露Taper路线图，预计最快11月中开始缩减购债，考虑可能每月少买150亿美元，明年中左右结束购债，因美联储已充分预期引导，市场对年内宣布缩减有了充分预期，预计Taper对全球资本市场的影响有限。

图 1：社融存量同比增速继续回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增社会融资单月同比少增



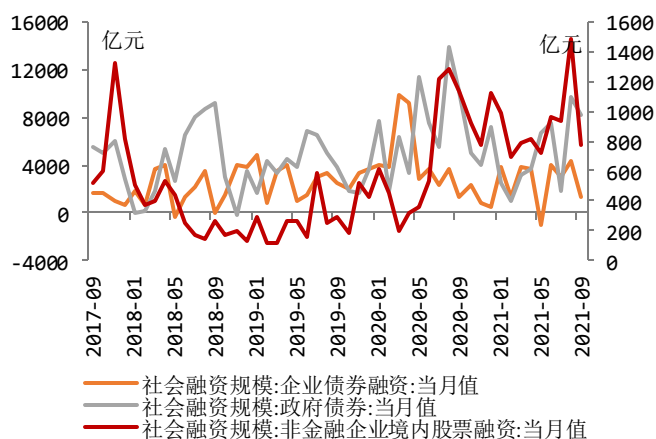
数据来源：wind、西南证券整理

2 企业债券大受影响，政府债券新增仍在高位

从社融结构来看，9月直接融资规模占比下降较大，企业债券融资、股票融资及政府债券融资较8月都有回落。9月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的61.29%，较7月占比上升了18.28个百分点；9月新增直接融资10281亿元，同比少增2292亿元，较2019年同期多增3784亿元，占比由上月的52.63%回落17.18个百分点。9月直接融资占比减少主要受到企业债券融资少增较多影响。9月，企业债券净融资1400亿元，同比多增84亿元，较2019年同期少增1031亿元，环比8月较少2941亿元，我们在上月提示过今年关于公司债发行监管趋严，本月企业债券融资同比多增较少也受其影响，此外恒大信用违约事件影响市场情绪，预计后续企业债监管仍延续较严趋势。9月，新增政府债券融资规模达8109亿元，同比少增2007亿元，但较2019年同期多增4332亿元，环比8月少增1629亿元，8月地方债发行加速明显，9月新增政府债券融资仍在高位，9月新增地方政府债券5716亿元，其中一般债券485亿元，专项债券5231亿元，新增专项债发行规模创出年内新高。截至9月末，新增专项债发行规模2.37万亿，扣除去年结转的中小银行专项债额度，实际利用今年额度发行规模约2.2万亿，根据此前已下达的新增专项债额度为3.46万亿，尚有1.26万亿额度待发行，发改委9月中旬在新闻发布会上指出，进一步提升财政政策效能，加快地方政府专项债券发行和使用进度，推进重大工程、基本民生项目尽快形成实物工作量，预计后续地方专项债发行仍将维持在较快节奏。9月，非金融企业境内股票融资772亿元，同比少增369亿元，较2019年同期多增483亿元。从存量上看，企业债券、政府债券、非金融企业境内股票余额分别占比9.5%、16.4%和2.9%，分别同比低0.3、高0.5、高0.1个百分点。

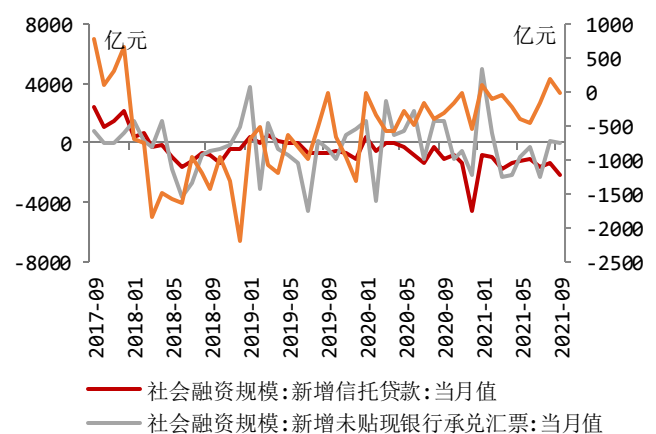
表外融资较为稳定，信托贷款仍然拖累。9月，新增表外融资占社融增量的比例为-11.5%，较上月回落5.8个百分点，主要受到新增信托贷款的拖累，整体看，表外融资较为稳定。9月，新增委托贷款减少22亿元，同比多减295亿元，较2019年同期基本持平，少减0.49亿元。严监管的基调不变，信托贷款减少2129亿元，同比多减970亿元，较2019年同期多减1457亿元；未贴现的银行承兑汇票增加15亿元，同比少增1488亿元，较2019年同期多增446亿元。从存量上看，委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票余额占比分别较去年同期下降0.5、0.8和0.3个百分点。

图3：9月直接融资占比下降



数据来源：wind、西南证券整理

图4：9月新增委托贷款



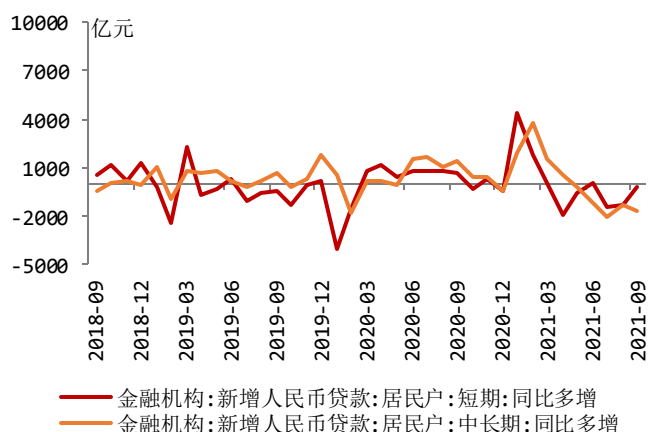
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业中长期贷款受多因素拖累，居民中长贷之后或改善

大宗商品价格较高、能耗双控等影响企业积极性，中长期贷款需求同比大幅减少，票据融资仍高。9月，人民币贷款增加1.66万亿，低于市场预期，比上年同期少增2400亿元，少增幅度比9月有所扩大，主要受到企业中长期贷款拖累。分部门看，9月，企（事）业单位贷款增加10127亿元，较2020年同期同比多增805亿元，主要受到中长期贷款同比减少叠加票据融资同比多增较多影响。从贷款结构来看，9月企业短期贷款新增1826亿元，环比8月多增2975亿元，同比去年多增552亿元，但较2019年同期少增724亿元，企业在9月份的流动性需求仍较弱；企业中长期贷款新增6948亿元，环比8月多增1733亿元，同比去年少增3732亿元，较2019年同期多增1311亿元，中长期贷款同比少增较多受到多种因素影响，首先8月中旬发改委发布上半年各省能耗双控完成情况后，能耗双控不达标的省份纷纷有所行动，能效双控下对于企业端影响范围逐渐扩大，其次，疫情短期影响逐渐减弱，但企业对于未来投资和经济复苏仍持观望态度，再次恒大事以及监管影响使得企业情绪面不佳；此外，票据融资在9月新增1353亿元，虽较8月环比少增1460亿元，但同比多增3985亿元，较2019年少增437亿元，票据融资同比多增仍较多，银行冲量持续。后续随着疫情影响的消退，企业情绪上升，预计中长期贷款或有所回暖。

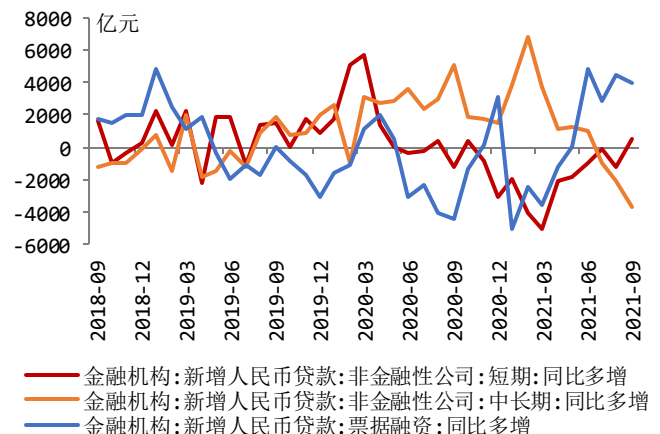
居民中长期贷款尚未见起色，但预计后续将有所恢复。9月，住户贷款增加7886亿元，同比少增1870亿元，较2019年同期多增236亿元。其中居民短期贷款有向好趋势，中长期贷款较稳定。受到9月中秋假期及10月国庆假期拉动，居民短期贷款增加3219亿元，同比虽少增175亿元，但少增幅度较8月明显减少，疫情短期扰动影响减退；居民中长期贷款新增4667亿元，同比少增1695亿元，较2019年同期少增276亿元，房地产严监管政策的影响仍在显现。9月份银保监会表示，督促银行机构在贷款首付比例、利率等方面对刚需群体进行差异化支持。近期，岳阳、昆明、株洲等城市出台“限跌令”，禁止房企、中介机构恶意降价，扰乱房地产秩序。另外，近期部分银行针对首套房刚需客户放款速度有所加快，央行在房地产金融工作座谈会上也表示要“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展”。预计未来稳房价的效果将逐渐显现，房贷投放节奏或将调整，居民长贷有望稳中有升。

图5：居民部门中长期贷款同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

图6：企（事）业单位中长期贷款同比少增

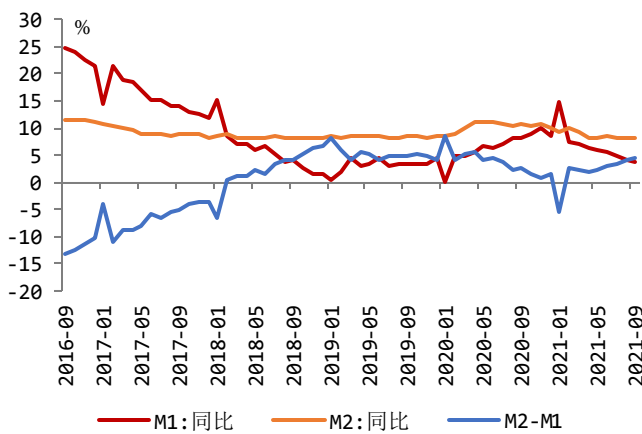


数据来源：wind、西南证券整理

4 剪刀差继续扩大，M2 增速保持稳定

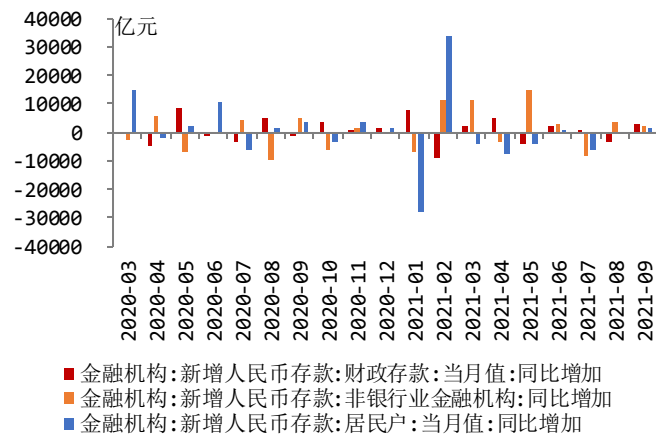
9月末，广义货币（M2）余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末提高 0.1 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点，比 2019 年同期低 0.1 个百分点。受财政支出季节性偏慢影响，9 月财政性存款减少 5031 亿元，同比少减 3286 亿元；9 月非银金融机构存款减少 669 亿元，同比少减 2508 亿元；非金融企业存款增加 5192 亿，同比少增 4917 亿元；住户存款增加 2.07 万亿，同比多增 1240 亿元。受“能耗双控”和房地产严监管的约束，叠加居民消费恢复不及预期，狭义货币（M1）余额 62.46 万亿元，同比增长 3.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 4.4 个百分点，比 2019 年同期高 0.3 个百分点。9 月 M2-M1 的增速差继续扩大，从上月的 4 个百分点扩大到 4.6 个百分点。预计货币政策将继续保持稳健，四季度 M2 增速或将稳中有升。

图 7：9 月 M1、M2 剪刀差扩大



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：9 月财政存款同比少减



数据来源: wind、西南证券整理

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_27687

