

社融继续磨底

——9月金融数据点评


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2021年10月13日

9月社融同比继续回落，M2同比止跌小幅上升，高基数下人民币贷款、非标、政府债券是主要拖累。9月新增社会融资总额2.9万亿（前值2.96万亿），较去年同期少增5693亿元。社融存量同比增长10%（前值10.3%）。M2同比增长8.3%（前值8.2%），增速较去年同期低2.6个百分点，M1同比增长3.7%（前值4.2%），增速较去年同期低4.4个百分点。

- ◆ 9月社融同比继续回落，高基数下，人民币贷款、非标、政府债券是主要拖累。其中人民币贷款增加1.78万亿，同比少增1397亿。非标融资继续收敛，信托融资同比多减970亿元，未贴现承兑汇票同比少增1488亿元。政府债券当月值为8109亿，财政发行环比小幅回落（前值9738亿），高基数下同比少增2007亿元，共同构成社融少增拖累。
- ◆ M2增速小幅上涨，M1增速继续回落。9月份M2同比增速由8.2%小幅上行至8.3%，M1同比增速由4.2%小幅下行至3.7%。
- ◆ 结构上有所修复，企业和居民贷款较8月均有所改善，但相比去年同期，高基数下仅企业短期贷有所回升。相比去年同期，企业中长期贷款、居民短期、中长期贷款均有一定回落，其中企业中长期贷同比继续少增或反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。

预计后续社融、M2增速震荡回稳，后续或将回升但幅度不宜预期过高。可能的上行拉动是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度以及房地产调控或有微放松，不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软。

- ◆ 企业中长期贷同比继续少增或反映了海外供给端修复进行中出口谨慎预期下生产扩张趋缓，这点在PMI新订单中也有所印证。8月23日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会上强调要衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性。
- ◆ 房地产端政策定位由需求端的短期刺激转向在供给端构建长效机制。中长期看房地产投资下行，但地产作为经济总量中最重要的分项过快收敛可能触发系统性风险，但政策上的边际放松仅限于微调（如跨周期设计下腾挪明年上半年信贷），且在跨周期框架内，稳预期管理，以时间换空间，避免系统性风险（如多房企爆雷，多城市房价下跌超预期）。
- ◆ 此外，随高基数效应减弱及政治局会议提到积极的财政政策要“提升效能”，推动今年底明年初形成实物工作量的拉动下，地方政府专项债下半年将加速，对社融增速提供支撑。

风险提示：货币政策过紧、经济修复不及预期、信用风险。

2021年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对GDP贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

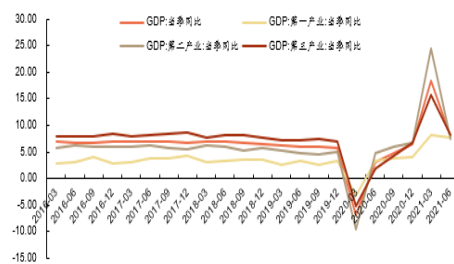
刘雅坤

研究助理

SAC执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

- 1、《宽信用能实现么：——复盘信用周期》2021-10-11
- 2、《经济数据全面放缓：8月经济数据点评》2021-09-16
- 3、《社融接近触底：8月金融数据点评》2021-09-11
- 4、《出口增速回升：8月出口数据点评》2021-09-07
- 5、《“躺平”文化下的投资机会：——复盘20世纪末日本市场》2021-08-30

利率（1年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 9月金融数据继续磨底.....	4
1.1 社融同比继续回落 M2 同比止跌小幅上升.....	4
1.2 结构上环比有所改善 中长期贷 短期贷继续回落.....	4

图表目录

图 1： 社融、M1、M2 增速.....	4
图 2： 企业与居民贷款结构.....	5

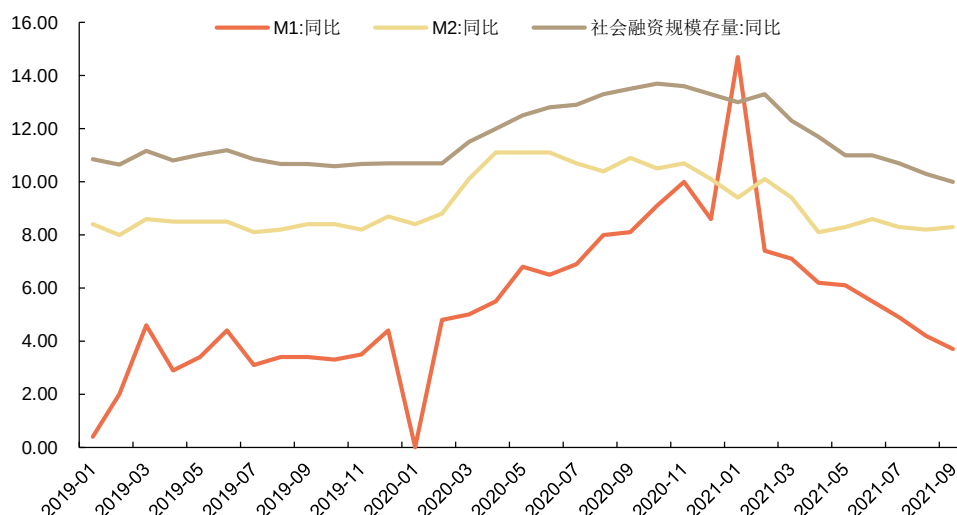
1. 9月金融数据继续磨底

1.1 社融同比继续回落 M2 同比止跌小幅上升

9月新增社会融资总额 2.9 万亿（前值 2.96 万亿），较去年同期少增 5693 亿元。社融存量同比增长 10%（前值 10.3%）。M2 同比增长 8.3%（前值 8.2%），增速较去年同期低 2.6 个百分点，M1 同比增长 3.7%（前值 4.2%），增速较去年同期低 4.4 个百分点。

- ◆ **9月社融同比继续回落，高基数下，人民币贷款、非标、政府债券是主要拖累。**其中人民币贷款增加 1.78 万亿，同比少增 1397 亿。非标融资继续收敛，信托融资同比多减 970 亿元，未贴现承兑汇票同比少增 1488 亿元。政府债券当月值为 8109 亿，财政发行环比小幅回落（前值 9738 亿），高基数下同比少增 2007 亿元，共同构成社融少增拖累。
- ◆ **M2 增速小幅上涨，M1 增速继续回落。**9 月份 M2 同比增速由 8.2% 小幅上行至 8.3%，M1 同比增速由 4.2% 小幅下行至 3.7%。

图1：社融、M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

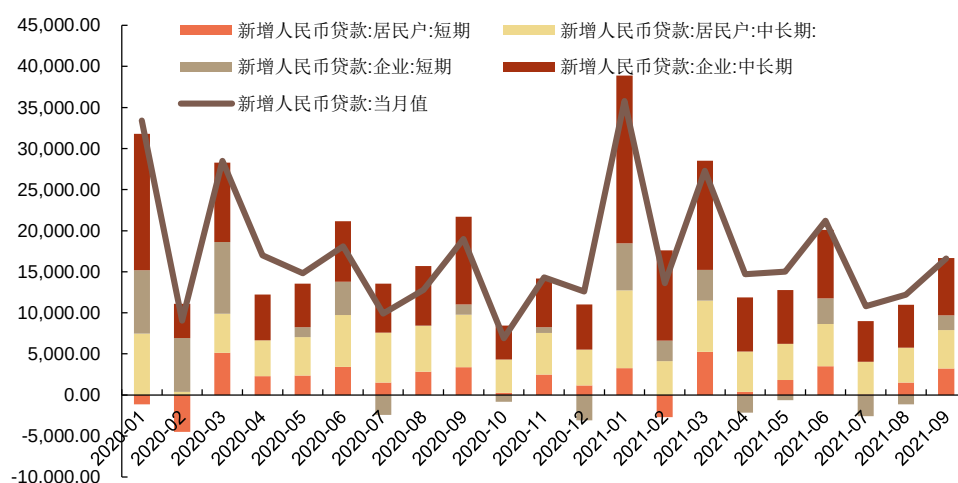
1.2 结构上环比有所改善 中长期贷 短期贷继续回落

结构上，企业和居民贷款较 8 月均有所改善，但相比去年同期，高基数下仅企业短期贷有所回升。相比去年同期，企业中长期贷款、居民短期、中长期贷款均有一定回落，其中企业中长贷同比继续少增或反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。

- ◆ **9月，企业中长贷同比继续少增，较 8 月环比小幅回升。**新增企业短期贷款 1826 亿元，同比多增 552 亿元。新增企业中长期贷款 6948 亿，同比少增 3732 亿，作为实体融资需求的代表，企业中长期贷同比连续数月少增值或反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。
- ◆ **居民贷款中长期贷款、短期贷款均有所回落。**居民部门贷款增加 7886 亿，同比

少增 1721 亿。其中居民短期贷款较去年同期同比少增 175 亿，中长期贷款较去年同期同比少增 1695 亿。反映政策端房地产相关融资趋严后，居民中长期贷款难有大起色。

图2：企业与居民贷款结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计后续社融、M2 增速震荡回稳，后续或将回升但幅度不宜预期过高。可能的上行拉动是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度以及房地产调控或有微放松，不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软。企业中长贷同比继续少增或反映了海外供给端修复进行中出口谨慎预期下生产扩张趋缓，这点在 PMI 新订单中也有所印证。8 月 23 日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会上强调要衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性。房地产端政策定位由需求端的短期刺激转向在供给端构建长效机制。中长期看房地产投资下行，但地产作为经济总量中最重要的分项过快收敛可能触发系统性风险，但政策上的边际放松仅限于微调（如跨周期设计下腾挪明年上半年信贷），且在跨周期框架内，稳预期管理，以时间换空间，避免系统性风险（如多房企爆雷，多城市房价下跌超预期）。此外，随高基数效应减弱及政治局会议提到积极的财政政策要“提升效能”，推动今年底明年初形成实物工作量的拉动下，地方政府专项债下半年将加速，对社融增速提供支撑。

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_27689

