

## 总量研究

## 社融增速或将企稳，利率上行空间有限

——2021年9月金融数据点评

## 要点

**事件:** 2021年10月13日, 中国人民银行公布9月货币金融数据。社融新增2.90万亿, 同比少增0.57万亿, 前值2.96万亿, 存量同比增速10.0%, 前值10.3%; 人民币贷款新增1.66万亿, 同比少增2400亿元, 前值1.22万亿; M2同比增速8.3%, 前值8.2%。

**核心观点:** 9月新增社融明显低于市场预期, 但表现略强于季节性因素, 与市场的预期差主要体现在两个方面: 一是, 表内融资明显不及预期, 虽然8月末以来, 人民银行等部委一再向商业银行传达稳信用意图, 但是由于贷款需求持续回落, 表内信贷缺乏支撑; 二是, 表外融资明显不及预期, 主要受信托贷款大幅少增影响, 表明政策层对信托贷款的压降仍未结束。向前看, 政府债券仍有约2.83万亿元新增额度未使用, 相较去年同期多1.22万亿元, 将对后续新增社融形成较强支撑。因而, 预计9月社融增速将是全年底部, 四季度社融增速有望逐渐恢复至10.5%-10.8%的水平。

目前市场的分歧点, 主要集中在四季度信用能否趋稳或者扩张。如果从社融层面来看, 四季度信用大概率将会呈现扩张态势。但如果从信贷增速层面来看, 由于贷款需求指数呈现持续下行态势, 新增信贷结构也表明, 当前中长期的信贷需求较弱, 四季度信用能否趋稳仍然有待观察。

市场方面, 9月社融增速与M2增速差仍呈现收窄态势, 预计随着10月社融增速企稳回升, 四季度社融增速与M2增速差将呈现走阔态势, 进而带动十年期国债收益率上行。但由于新增信贷需求仍处于回落趋势之中, 尤其是表征实际融资需求的对私、对公信贷, 均延续同比收缩态势, 同时, 考虑到经济增速下行节奏有所加快, 货币政策易松难紧。因而, 预计十年期国债收益率上行空间有限, 大概率将在3.0%附近保持震荡, 等待经济基本面和货币政策的进一步反应。但需要警惕以PPI为代表的通胀持续超预期, 进一步加剧通胀交易的风险。

**社融: 社融增速预计将企稳回升**

9月新增社融2.90万亿元, 明显低于市场预期(Wind一致预期为3.24万亿元), 主要源于信托贷款和政府债券不及预期, 对新增社融形成拖累。

与我们的9月新增社融预测数据相较而言, 信托贷款多减1136亿元, 政府债券少增500亿元, 另外500亿元的差距在尚未公布的其他融资数据, 其他分项基本一致。与Wind一致预期相较而言, 估计主要预期差也集中在信托贷款和政府债券融资。

**信贷: 信贷需求较为疲弱, 信贷结构持续恶化**

9月新增信贷1.66万亿, 与2020年同期相比少增2400亿元, 与2019年同期相比少增300亿元。总量上来看, 新增信贷需求较为疲弱。结构上, 票据融资是主要的支撑项, 居民贷款和企业贷款均呈现同比收缩态势。可以看到, 今年以来, 新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行, 而新增票据融资占新增信贷的比例持续上行。

在信贷资源供给充裕, 企业信贷需求明显回落的背景下, 我们看到, 9月下旬同期限银票转贴现利率与SHIBOR利差明显收窄, 表明商业银行月末冲量意向有所缓和, 通过下沉信贷主体等措施加大信贷投放的意愿有所增强。因而, 预计后续新增信贷仍有韧性, 不会明显走弱, 但也难言改善。

## 作者

**分析师: 高瑞东**

执业证书编号: S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

**分析师: 刘文豪**

执业证书编号: S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

## 相关研报

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五 (2021-08-19)

为什么我们认为四季度可能会降息? —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

全面降准, 央行亮剑 —— 7月9日全面降准点评 (2021-07-10)

降准箭在弦上 —— 7月7日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

如何看待下半年利率走势? —— 光大宏观周报 (2021-07-04)

美联储的抉择: 加息减速, 缩减加速 —— 美联储观察系列一 (2021-06-28)

企业信贷持续强劲, 社融回落速度将趋于收敛 —— 2021年5月金融数据点评 (2021-06-10)

美元指数还会继续向下吗? —— 光大宏观周报 (2021-06-06)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微? —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗? —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

新增社融读数不佳, 究其缘由实则不弱 —— 2021年4月金融数据点评 (2021-05-12)

外部扰动影响有限, 政策基调延续稳健 —— 2021年一季度货币政策执行报告点评 (2021-05-12)

通过构建月度宏观杠杆率, 我们如何判断货币政策? —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

## 目 录

一、社融增速预计将企稳回升.....	3
二、信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化.....	5
三、M1 增速大幅下行，利率上行空间有限.....	8

## 图目录

图 1：9 月新增社融略强于季节性.....	4
图 2：9 月新增社融结构.....	4
图 3：9 月社融新增与 2020 年同期比较.....	4
图 4：9 月社融新增与 2019 年同期比较.....	4
图 5：预计 10-12 月份政府债券融资将明显超出季节性规律.....	5
图 6：8 月以来票据承兑、贴现矛盾有所缓和.....	5
图 7：9 月新增人民币贷款较为疲弱.....	5
图 8：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行.....	5
图 9：9 月信贷新增与 2020 年同期比较.....	6
图 10：9 月信贷新增与 2019 年同期比较.....	6
图 11：9 月下旬转贴现利率大幅回升.....	7
图 12：一季度以来，各类型企业的贷款需求指数持续回落.....	7
图 13：M1 增速大幅下行，M2 与 M1 增速剪刀差扩大.....	8
图 14：社融与 M2 同比增速差继续下行.....	8

## 表目录

表 1：清查消费贷违规流入购房领域的政策.....	6
表 2：各地陆续上调房贷利率.....	7

**事件:**2021年10月13日,中国人民银行公布9月货币金融数据。社融新增2.90万亿,同比少增0.57万亿,前值2.96万亿,存量同比增速10.0%,前值10.3%;人民币贷款新增1.66万亿,同比少增2400亿元,前值1.22万亿;M2同比增速8.3%,前值8.2%。

### 核心观点:

9月新增社融明显低于市场预期,但表现略强于季节性因素,与市场的预期差主要体现在两个方面:一是,表内融资明显不及预期,虽然8月末以来,人民银行等部委一再向商业银行传达稳信用预期,但是由于贷款需求持续回落,表内信贷缺乏支撑;二是,表外融资明显不及预期,主要受信托贷款大幅少增影响,表明政策层对信托贷款的压降仍未结束。向前看,政府债券仍有约2.83万亿元新增额度未使用,相较去年同期多1.22万亿元,将对后续新增社融形成较强支撑。因而,预计9月社融增速将是全年底部,四季度社融增速有望逐渐恢复至10.5%-10.8%的水平。

目前市场的分歧点,主要集中在四季度信用能否趋稳或者扩张。如果从社融层面来看,四季度信用大概率将会呈现扩张态势。但如果从信贷增速层面来看,由于贷款需求指数呈现持续下行态势,新增信贷结构也表明,当前中长期的信贷需求较弱,四季度信用能否趋稳仍然有待观察。

市场方面,9月社融增速与M2增速差仍呈现收窄态势,预计随着10月社融增速企稳回升,四季度社融增速与M2增速差将呈现走阔态势,进而带动十年期国债收益率上行。但由于新增信贷需求仍处于回落趋势之中,尤其是表征实际融资需求的对私、对公信贷,均延续同比收缩态势,同时,考虑到经济增速下行节奏有所加快,货币政策易松难紧。因而,预计十年期国债收益率上行空间有限,大概率将在3.0%附近保持震荡,等待经济基本面和货币政策的进一步反应。但需要警惕以PPI为代表的通胀持续超预期,进一步加剧通胀交易的风险。

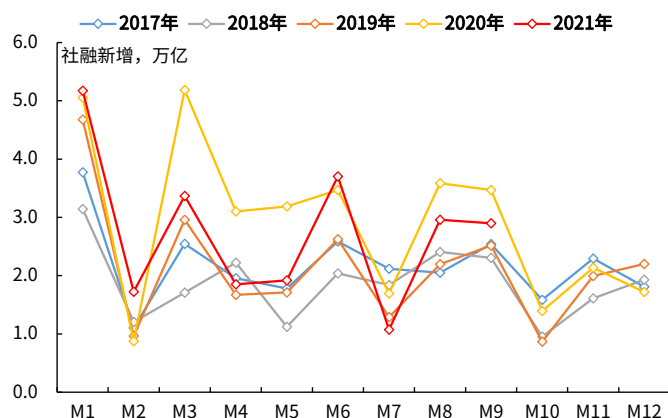
## 一、社融增速预计将企稳回升

**9月新增社融2.90万亿元,明显低于市场预期(Wind一致预期为3.24万亿元),主要源于表内融资、信托贷款和政府债券不及预期,对新增社融形成拖累。**

结构上来看,与2019年同期相比,9月表内融资多增584亿元,表外融资少增1012亿元,直接融资多增3784亿元。与2020年同期相比,9月表内融资少增1113亿元,表外融资少增2163亿元,直接融资少增2292亿元。

预期差层面,与我们对9月新增社融预测数据相较而言,信托贷款多减1136亿元,政府债券少增500亿元,另外500亿元的差距在尚未公布的其他融资数据,其他分项基本一致。与Wind一致预期相较而言,估计预期差主要集中在表内融资、信托贷款和政府债券融资。

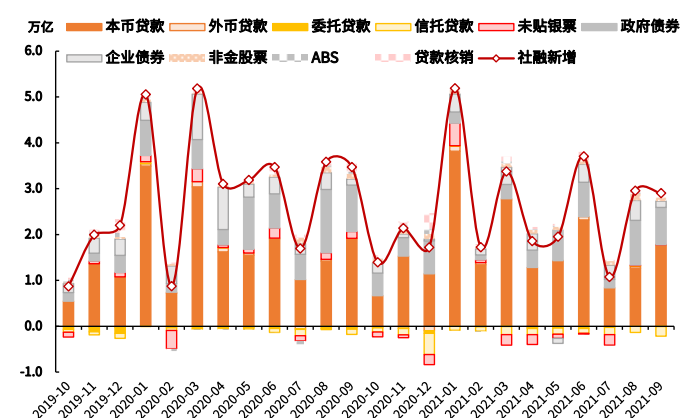
图 1：9 月新增社融略强于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

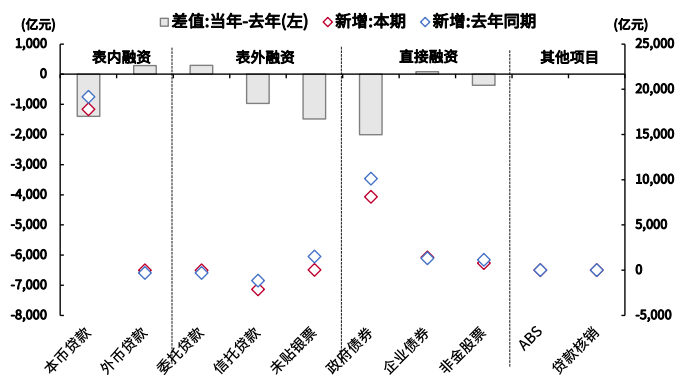
图 2：9 月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

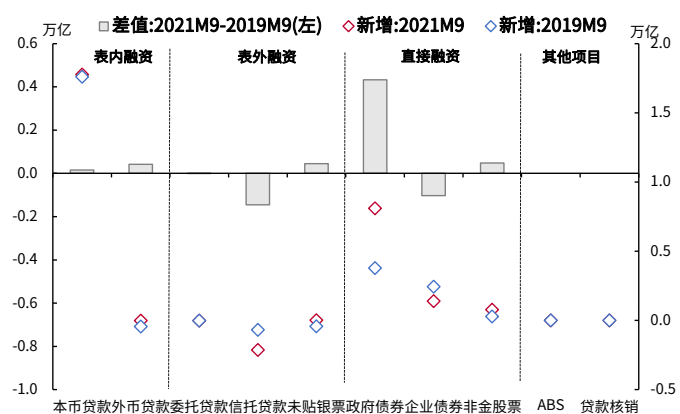
数据截至 2021 年 9 月

图 3：9 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：9 月社融新增与 2019 年同期比较



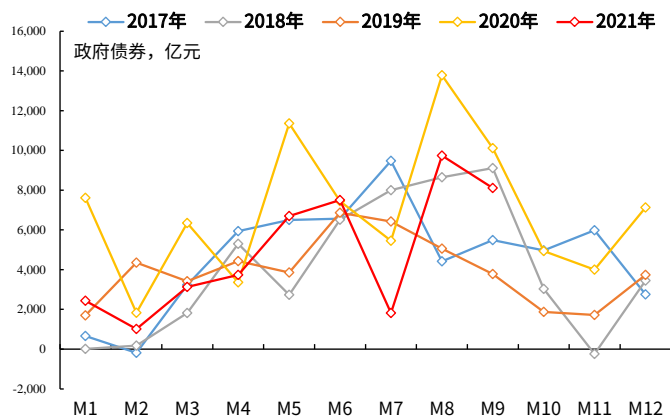
资料来源：Wind，光大证券研究所

展望来看，9 月社融增速或是全年底部，社融层面的信用扩张渐近。根据我们的测算，今年 1-9 月份政府债券净融资额度 4.42 万亿元，而今年政府工作报告公布的全年政府债券净融资限额约在 7.25 万亿元左右。若按照全年政府债券净融资额与政府工作报告公布的限额相当，则 10-12 月份政府债券净融资量约在 2.83 万亿元左右，均摊到每个月则净融资量在 0.94 万亿元左右，远高于去年同期水平，将对 10-12 月社融增速产生较强支撑。

另外，向前看，预计表内票据对表外票据的挤压将会持续缓和。8-9 月未贴现银行承兑汇票月均新增 71 亿元，相较于 3 月到 7 月份月均-1582 亿元的新增量，收缩趋势得到明显改善。这主要得益于两个方面的因素，一是，相较于去年同期，一级市场的票据承兑量有所上行；二是，人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，向商业银行传递出“增强信贷总量增长的稳定性”的政策要求，使得商业银行通过票据贴现冲量的需求有所缓和。

综合来看，叠加基数等因素，预计 9 月社融增速将是全年底部，四季度社融增速有望逐渐恢复至 10.5%-10.8% 的水平。

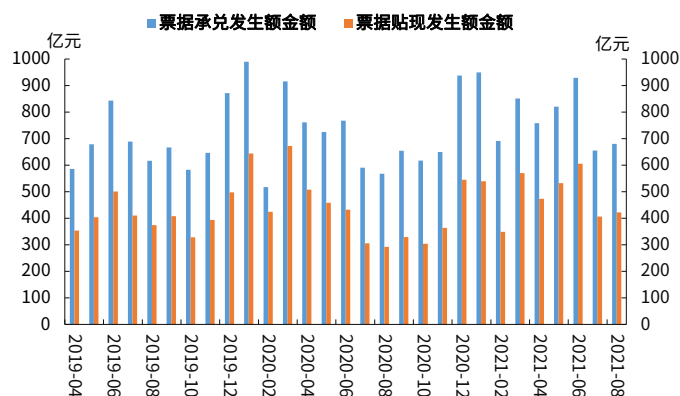
图 5：预计 10-12 月份政府债券融资将明显超出季节性规律



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 6：8 月以来票据承兑、贴现矛盾有所缓和



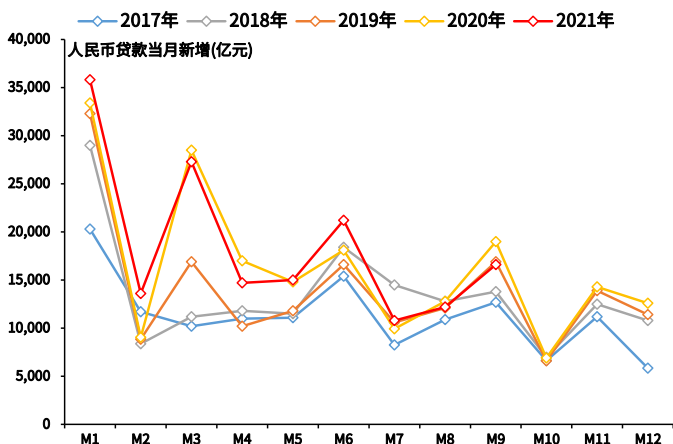
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

## 二、信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化

信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化。9 月新增信贷 1.66 万亿，与 2020 年同期相比少增 2400 亿元，与 2019 年同期相比少增 300 亿元。总量上来看，新增信贷需求较为疲弱。结构上，票据融资是主要的支撑项，居民贷款和企业贷款均呈现同比收缩态势。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例持续上行。

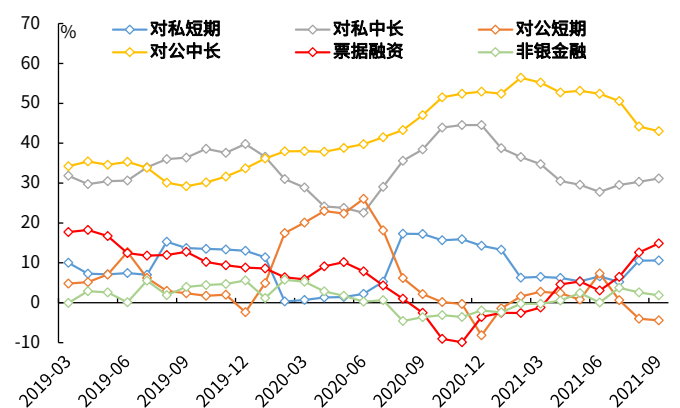
图 7：9 月新增人民币贷款较为疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 8：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行



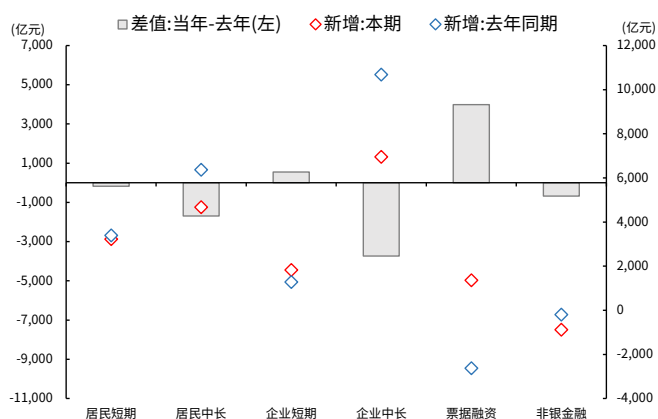
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

数据说明：图中数据为各个分项新增贷款占新增信贷的比例



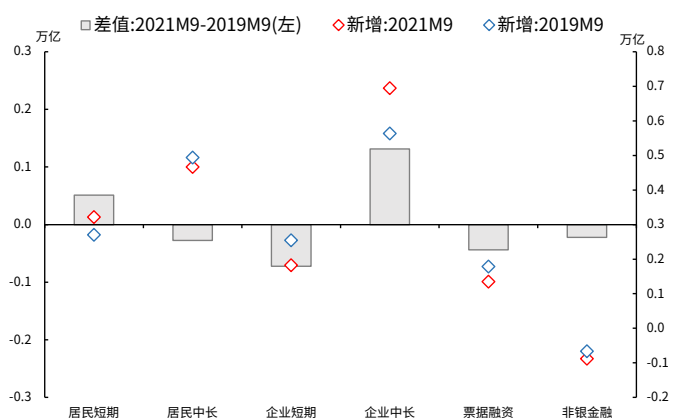
图 9：9 月信贷新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 10：9 月信贷新增与 2019 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

居民端来看，一方面，3 月份以来，人民银行等部委持续收紧房贷政策，并逐步加强违规流入房地产领域的信贷排查工作，叠加部分城市已经开始上调房贷利率，房贷政策趋紧的效果开始逐渐显现。同时，可以看到，百城住宅价格指数同比增速自 5 月以来持续收缩，地产销售面积与销售金额同比增速也呈现明显回落态势。虽然 8 月后商业银行对居民端的住房信贷有所放松，但强监管的影响仍然存在。

另一方面，6 月份以来，新冠疫情本土持续多点散发，社交限制也在一定程度上对居民消费产生了负面影响，进而对居民短期信贷产生拖累。

表 1：清查消费贷违规流入购房领域的政策

出台时间	具体政策
2021-09-01	长沙市政府办公厅出台《关于加强我市住房租赁市场管理的意见》，规定禁止套取使用住房租赁消费贷款，不得以租金分期、租金优惠等名义诱导承租人使用住房租赁消费贷款。
2021-07-22	住建部表示，下一步将完善房地产企业三线四档融资管理规则，落实银行房地产贷款集中度管理，坚决查处经营贷、消费贷、信用贷违规用于购房。
2021-06-17	河南银保监局官网印发《河南银行业保险业支持郑州市高质量发展的指导意见》的通知，严控个人经营性贷款和消费贷款等各类资金违规流入房地产领域，努力促进郑州市房地产市场平稳健康发展。
2021-06-16	无锡市发布《市县联动、促进房地产市场平稳健康发展》的通知，要加强部门协同，形成调控合力；要联手金融监管部门采取措施，严查经营贷、消费贷违规流入房地产市场。

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\\_27707](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27707)

