

【华西固收研究】四季度社融温和回升，全年增速或在10.7%

——9月金融数据点评 20211014

事件概述：

10月13日央行发布2021年9月金融数据。9月，M2同比增长8.3%，增速较上月上行0.1pct，较去年同期低2.6pct；社会融资规模增量2.9万亿元，较去年同期少增5,693亿元；社融存量同比增长10.0%，较8月环比回落0.3pct。

分析与判断：

▶ 信贷表现接近2019年同期，政府债融资仍构成拖累

9月社融存量同比增速为10.0%，较8月回落0.3pct，具体来看：

1) 新增人民币贷款环比多增，与季节性规律贴合度较高

9月，针对实体经济新增人民币贷款17,774亿元，环比8月多增5,061亿元，同比去年少增1,397亿元。不过，9月新增信贷的波动仍然延续了8月的趋势，无论是增量还是环比增幅，均与2019年同期的水平高度一致，新增信贷仅较2019年多162亿元，环比增幅仅多494亿元。

2) 非标压降力度边际加大，信托压缩明显

9月，表外三项融资的回落幅度进一步加大，趋势上与2020年基本一致，但压降力度明显更大，三项合计压降2,136亿元，环比多降1,078亿元，同比多降2,163亿元。具体来看：新增委托贷款压降22亿元，环比多减199亿元；信托贷款压降2,129亿元，环比多减767亿元；未贴现银行承兑汇票仅新增15亿元，环比少增112亿元。相对而言，委贷和未贴现银票的波动幅度较小，信托贷款的压降主导了整个非标融资的变化。参考去年及今年1-9月的情况来看，尽管经济在疫情后持续存在增长压力，但非标压降的趋势并没有放缓，并且今年力度有明显加大，监管政策的执行定力较强。

3) 企业债融资边际回落，但9月本身就是小月

9月，企业债券融资新增1,400亿元，环比少增2,941亿元，但从近几年的数据表现来看，9月通常都是企业债券融资的小月，新增融资规模回落属于较为正常的现象。从同比来看，今年9月企业债券融资甚至要比去年同期宽信用背景下多84亿元。不过，由于临近9月底，地产、城投领域的风险事件持续发酵，债券市场对民营房企、弱区域城投债券的风险偏好下降较为明显，预计后续相关主体的债券融资难度将有所上升，或对社会融中企业债券融资规模形成拖累。

4) 政府债融资环比少增，仍对社会融形成拖累

9月，社融口径下政府债融资新增8,109亿元，环比少增1,629亿元，同比少增2,007亿元，为社融各分项中同比少增规模最大的一项（其次是未贴现银票、新增人民币贷款），对9月社融增速形成了最大的拖累。但是，从

国债、地方债实际的发行情况来看，9月政府债实现净融资9,746亿元，为今年1-9月最大的净融资规模，并且比去年9月多430亿元。实际发行口径下政府债融资与社融口径的差异，主要是社融统计时点所引起的误差，相关差异或将体现在10月社融中，进而放大10月社融口径下政府债融资规模。

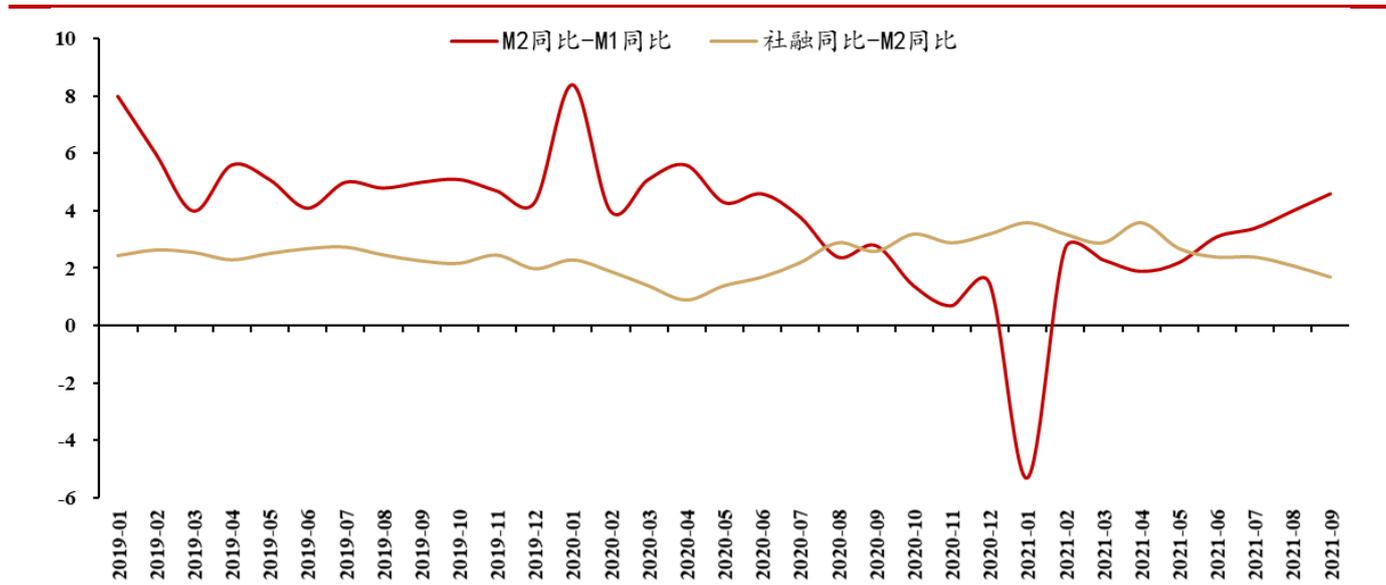
截至目前，全国共有23个省市披露了四季度地方债发行计划，从已披露情况看，新增专项债的发行将主要集中在10、11月（10-12月已披露新增专项债发行计划分别为4,696、3,587、719亿元），考虑已知预留额度但尚未公布四季度发行计划的河南、天津和重庆后，12月新增专项债发行量也仅1,443亿元。

因此，我们重新调整了对地方债供给节奏的预测，预计10-12月新增专项债发行规模分别在6,000、5,000、1,500亿元左右。结合到期政府债以及对再融资地方债和国债发行节奏的测算后，预计10-12月政府债净融资规模分别在10,500、9,000、8,500亿元左右，10、11月社融增速或存在一定的支撑。

► 实体经济存款向非银转移，实体经济活力继续下降

9月，M2同比增速录得8.3%，较8月小幅回升0.1pct。但M1同比增速仍然处在下行通道中，9月录得3.7%，较8月回落0.5pct，M2、M1的分化进一步加剧。M1的回落，表明企业生产、购销持续遇冷，在9月限产限电叠加楼市持续降温的情况下，实体经济的活力仍然在下降。9月社融-M2剪刀差录得1.7%，环比回升0.4pct。

图1：社融-M2剪刀差收窄，M2-M1剪刀差持续走阔（单位：%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

9月新增人民币存款逆势多增，这里的“逆势”主要体现在两个方面：①新增存款季节性规律较强，9月通常是小月，一般来说环比8月应少增，但今年9月非但没有少增，甚至环比多增9,600亿元；②不仅环比多增，今年9月新增存款还实现了同比多增，较去年同期多增7,500亿元，为近五年最高水平。

从结构性上看，9月新增存款“逆势”多增的主要贡献源自于财政存款和非银金融机构存款，而非金融企业存款则构成拖累。非金融企业存款新增5,192亿元，同比少增4,917亿元；而财政存款减少5,031亿元，同比少减3,286亿元；非银金融机构存款减少669亿元，为近五年同期最小水平，同比少减3,177亿元。

存款数据结构反映了两个重要的边际变化：①9月财政方面，要么预算内收入加快，要么支出的力度偏慢，关注四季度财政的后置发力；②非金融企业的存款在向非银金融机构存款进行转移，说明在实体投资预期回报下降的情况下，企业减少了日常经营以及投资方面的资金储备，转而增加金融资产的投资，从另一个角度印证了实体经济活力偏弱的事实。

► **短贷、票据占比继续提升，居民中长期贷款仍偏弱**

9月，短贷及票据融资新增6,398亿元，环比多增3,238亿元，同比多增4,362亿元。短贷及票据融资贡献了9月新增信贷的39%，环比提升13pct，同比提升28pct，近五年内仅次于2018、2019年同期，实体部门融资短期化的状况在进一步加剧。一方面，经济下行及地产调控加码的背景下，实体部门中长期融资需求有所下降，银行继续选择票据冲量来满足信贷投放要求；另一方面，9月信用风险明显加大，这种情况下银行的信贷投放意愿也出现了收缩，供需双弱驱动了信贷期限结构的进一步恶化。

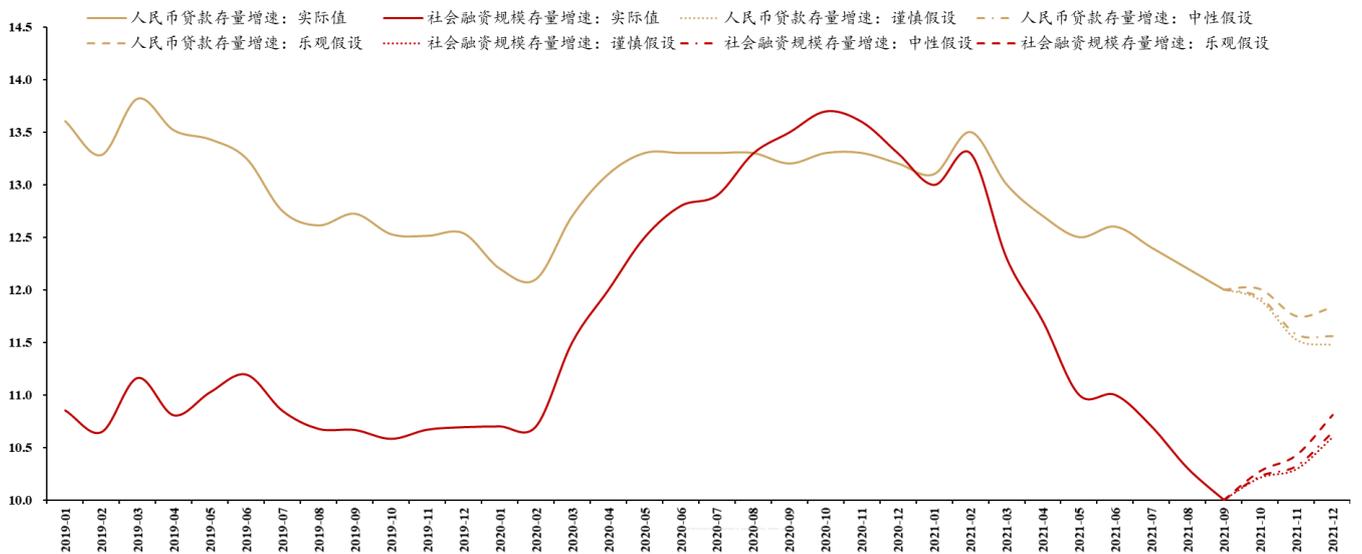
从融资主体角度看，9月非金融企业新增信贷的表现仍然强于居民端：居民新增信贷环比多增2,131亿元，同比少增1,721亿元；而非金融企业新增信贷环比多增2,840亿元，甚至同比也实现了多增345亿元。但是，无论是居民端还是企业端，均表现为短期强、中长期弱的特征，居民非金融、企业中长期信贷分别同比少增1,695、3,732亿元。从9月数据来看，按揭贷款额度仍然偏紧，居民购房需求、房企销售回款仍有压力。但是，在经历了6-7月的暂停后，RMBS自8月重启发行，并于9月明显放量，9月单月发行规模达770亿元，较2019、2020年分别多331、308亿元。说明在按揭贷额度紧张的情况下，银行正在通过RMBS来进行腾挪周转，预计会对后续按揭贷款的投放提供一定的空间。此外，前期政策在执行过程中，对部分居民购房的刚需产生了“误伤”，我们认为后续可能存在适度放松首套房贷款的可能性。

投资建议：社融或已见底，但地产融资稳而不松将制约宽信用的程度

结合对后续政府债融资的测算，以及近期召开的房地产金融工作座谈会来看，预计9月将是社融增速在年内的底部，四季度将在政府债、按揭贷款纠偏等的支撑下出现较为温和的反弹。但是，信用的回暖更多是在前期政策纠偏之下的稳而不松，在信用风险持续加大以及“房住不炒”的大背景下，信用大幅抬升的可能性较小。

考虑到近期信用环境、信用政策以及地方债节奏方面的变化，我们对社融的预测进行相应的调整：①在较谨慎的假设下，预计全年新增信贷与去年持平，则全年社融增速预计在10.6%左右；②在中性的假设下，预计四季度新增信贷与去年同期持平，则全年社融增速预计在10.7%左右；③在较乐观的假设下，预计下半年新增信贷与去年同期持平，则全年社融增速预计在10.8%左右。

图 2：预计 10-12 月社融存量同比增速或将回升至 10.6-10.8%（单位：%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

在地产、城投融资无法大幅转为宽松的情况下，宽信用难以构成对利率的持续利空，后续再贷款政策的推出也会适当对冲流动性的缺口，待短期情绪释放完毕之后，利率还需回到基本面。经济下行压力持续加大，中长期来看利率上行的空间有限，我们认为在10Y国债收益率3.0%附近可以逐步考虑布局，3.1%将具备较高的性价比。

此外，银行理财整改对债市投资者结构的改变也值得关注，潜在的影响有两种可能：一是如果理财整改顺利，估值方法切换将会导致理财更加偏好短久期债券，势必会增加短债的需求，驱动短端利率产生下行的动力，关注10月底理财整改到期后短端利率的投资机会；二是如果部分理财整改不到位，在整改期结束后可能会面临着净值的大幅波动和被赎回的风险，从而产生抛售高流动性债券的压力，届时需要关注相关的冲击扰动。

风险提示

信用风险加大。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100006
联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520010001
联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520120001
联系电话：010-59775371

分析师：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120521080001
联系电话：010-59775334

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。4年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

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_27723

