

信用供给上升但需求回落

数据：10月13日中国人民银行公布：9月新增人民币贷款1.66万亿元，比去年同期减少2327亿元；9月新增社融2.9万亿元，比上年同期少5675亿元。截至9月末，社融存量同比增长10.0%，M2同比8.3%。

评论：

- **信贷表现符合季节性，但低于预期。**9月新增人民币贷款规模略高于近5年均值（1.42万亿元），但低于2019年水平。从结构上来看，企业中长期贷款依旧疲软，票据融资依然较高。9月信贷有三个特征：1）居民长期贷款持续回落，但是降幅有所放缓，也意味着地产销售的拖累不再进一步加深；2）虽然9月人民银行落实3000亿元支小再贷款政策，加大对中小微企业纾困帮扶力度，政策向宽信用倾斜，但是去年高基数以及实际需求依然疲软，企业中长期贷款的偏弱局面对信贷的拖累仍存；3）1个月的国股银票转贴现利率票据在9月继续回落，说明票据冲量的现象依然较强。
- **社融存量同比增速进一步下行。**从总量看，9月新增社融低于预期。9月新增社融2.9万亿，高于2019年的2.5万亿，低于2020年的3.50万亿，高于近5年的平均值（2.3万亿）；9月社融存量同比增速为10.0%，低于前值的10.3%。从结构来看，信托贷款和政府债券依然为主要拖累。社融变化有两点值得关注：1）9月政府债券净融资额9594亿元，其中地方债净融资额为4852亿元，虽然相较8月小幅上升，但受去年高基数影响，仍对社融形成拖累；2）从贷款、表外和直接融资看，尽管信用供给有所回升（M2回升），但社融存量增速反而下降（信用需求下降）。
- **M2-M1同比进一步走阔。**从总量上看，M1余额回落但是M2余额所有回升，且M1同比回落、M2同比增速上升。从结构上看，居民住户和非银行业金融机构存款同比多增，非金融企业存款同比少增，财政存款下放力度弱于去年。综合来看，M1和M2表现分化，M2-M1之差从前值的4.0%进一步上行至4.6%，进一步印证实体企业融资需求下降。
- **信用供给和需求出现分化：供给回升但需求进一步回落。**“稳货币”+“宽信用”的政策意图较为明显，但从结果来看，私人部门需求的回落依然导致信用的被动收缩。9月金融有以下四点含义：**第一，宽信用的政策目标较为明确。**无论从推出的政策来看（再贷款、专项债提速等），还是数据代表的结果来看（M2同比回升），都意味着政策指向“宽信用”。**第二，需求下滑压力依然偏大。**尽管需求下滑的原因可能是多方面的（地产政策限制、拉闸限电、疫情扰动等），但需求下降的趋势依然较为明显（9月疫情扰动较7、8月有所改善）。**第三，“宽货币”的诉求上升，但约束仍存。**需求下滑压力加大的背景下，货币加码宽松的诉求上升，但地产政策和能源价格依然形成约束（美联储Taper预期上升的影响不大）。**第四，资产价格反映“类滞胀”后期走势。**近期的股债双杀，以及周期股与商品价格的背离，均反映需求回落压力加大。后续尽管疫情对经济扰动逐步趋弱，但商品价格回落时点临近，风险资产整体回调压力加大。

风险提示：货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

数据:

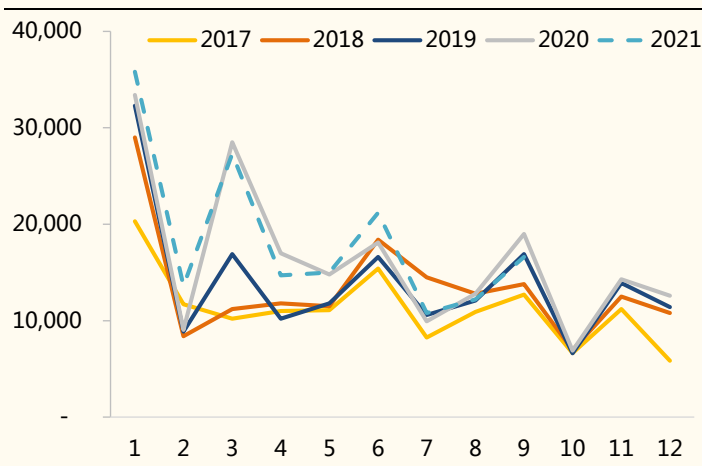
中国人民银行公布: 9月新增人民币贷款 1.66 万亿元, 比去年同期减少 2327 亿元; 9月新增社融 2.9 万亿元, 比上年同期少 5675 亿元。截至 9月末, 社融存量同比增长 10.0%, M2 同比 8.3%。

评论:

1. 信贷表现符合季节性, 但低于预期

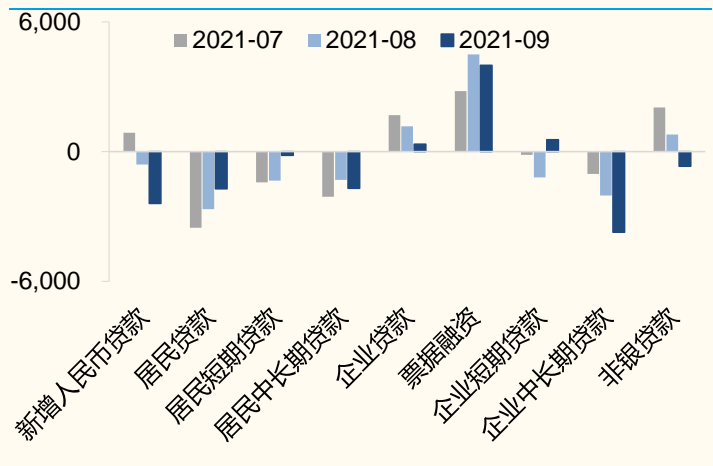
总量上看, 信贷表现略低于预期。9月新增人民币贷款规模略高于近 5 年均值 (1.42 万亿元), 但低于 2019 年水平。从结构上来看, 企业中长期贷款依旧疲软, 票据融资依然较高。具体来看, 居民贷款同比少增 1721 亿, 其中居民短期贷款同比增 175 亿、居民中长期贷款同比少增 1695 亿; 企业贷款同比多增 345 亿, 其中票据融资同比多增 3985 亿、企业短期贷款同比多 552 亿、企业中长期贷款同比少增 3732 亿; 非银金融机构贷款同比少 679 亿。9月信贷有三个特征: 1) 居民长期贷款持续回落, 但是降幅有所放缓, 也意味着地产销售的拖累不再进一步加深; 2) 虽然 9月人民银行落实 3000 亿元支小再贷款政策, 加大对中小微企业纾困帮扶力度, 政策向宽信用倾斜, 但是去年高基数以及实际需求依然疲软, 企业中长期贷款的偏弱局面对信贷的拖累仍存; 3) 1 个月的国股银票转贴现利率票据在 9 月继续回落, 说明票据冲量的现象依然较强。

图表 1: 9月信贷符合季节性表现 (亿元)



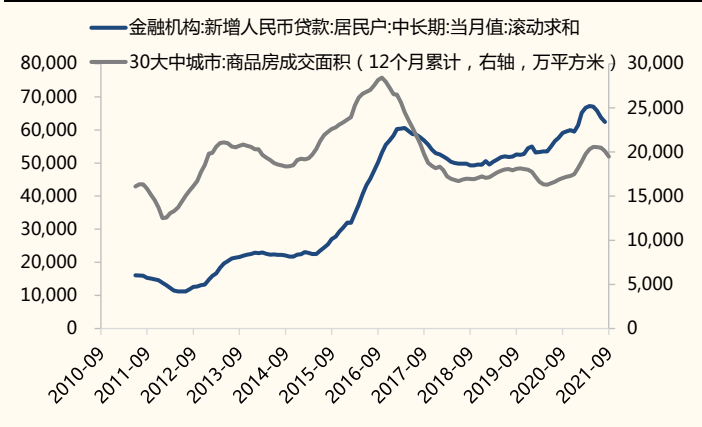
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 企业中长期贷款依然疲软 (信贷分项同比变化, 亿元)



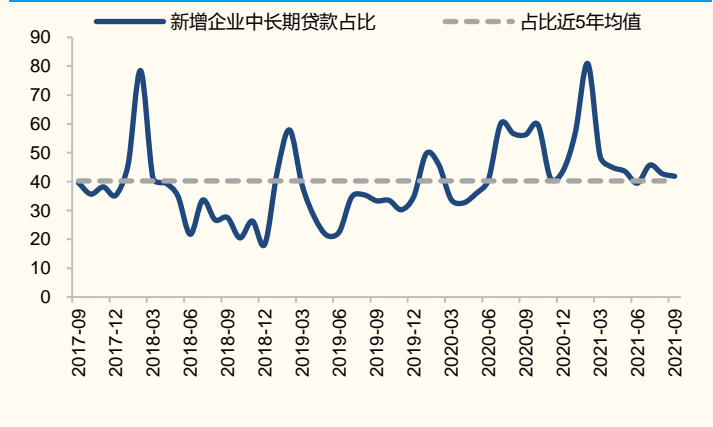
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 累计新增居民中长期贷款下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 9月企业中长期贷款占比回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

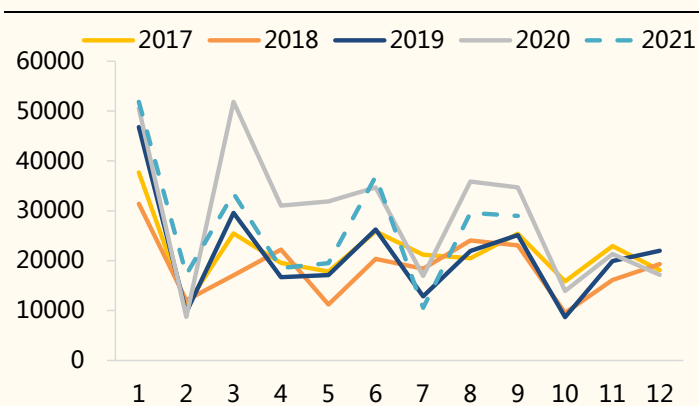
2. 社融存量同比增速进一步下行

从总量看，新增社融本月低于预期。从总量看，9月新增社融低于预期。9月新增社融2.9万亿，高于2019年的2.5万亿，低于2020年的3.50万亿，高于近5年的平均值（2.3万亿）；9月社融存量同比增速为10.0%，低于前值的10.3%。

从结构来看，信托贷款和政府债券依然为主要拖累。具体来看，人民币贷款同比少1397亿，委托贷款同比多295亿，信托贷款同比少970亿，未贴现银行承兑汇票（表外票据）同比多减1488亿，企业债券融资同比多增84亿，非金融企业境内股票融资同比少增369亿，政府债券同比少增2007亿。从结构来看，信托贷款和政府债券依然为主要拖累。

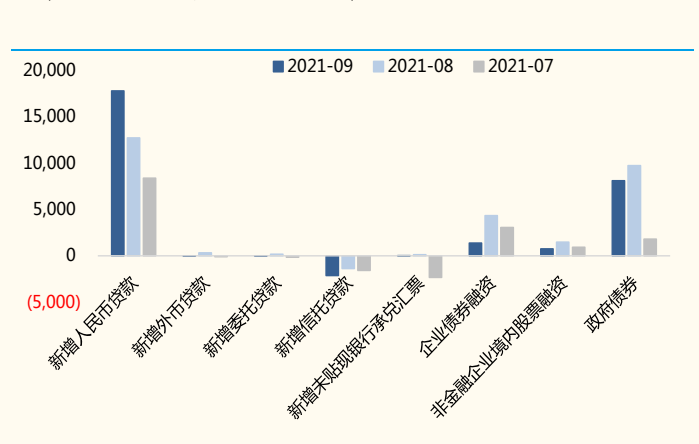
社融变化有两点值得关注：1) 9月政府债券净融资额9594亿元，其中地方债净融资额为4852亿元，虽然相较8月小幅上升，但受去年高基数影响，仍对社融形成拖累；2) 从贷款、表外和直接融资看，尽管信用供给有所回升（M2回升），但社融存量增速反而下降（信用需求下降）。

图表 5: 9月新增社融低于预期(亿元)，但是高于季节性表现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 9月新增社融分项表现



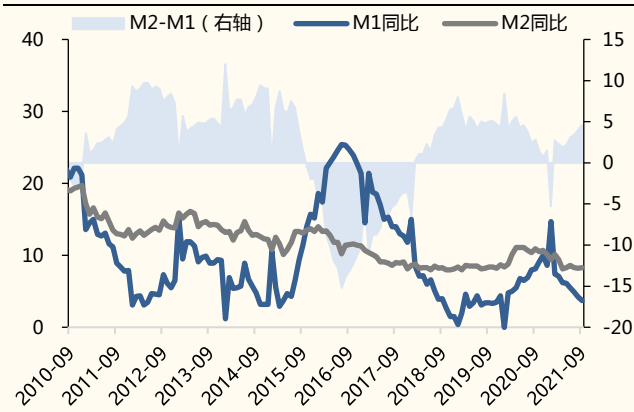
来源: Wind, 国金证券研究所

3. M2-M1 同比进一步走阔

从总量上看，M1 余额回落但是 M2 余额所有回升，且 M1 同比回落、M2 同比增速回落。分类数据显示，M1 余额回落 2059 亿元，M2 余额回升 3.0 万亿元；M2 同比为 8.3%，较前值 8.2% 回升 0.1 个百分点；M1 同比为 3.7%，较前值 4.2% 回落 0.5 个百分点。

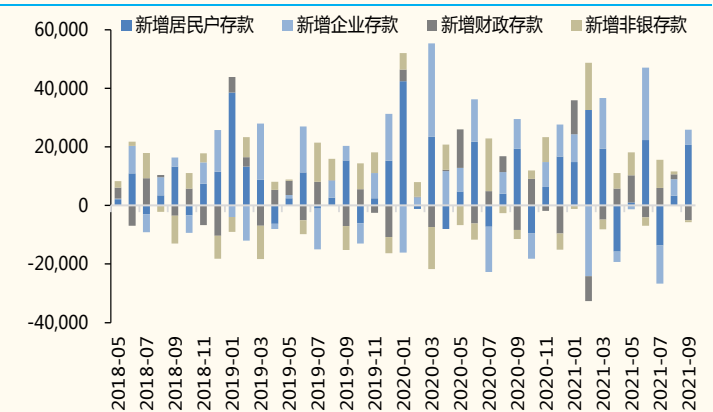
从结构上看，居民住户和非银行业金融机构存款同比多增，非金融企业存款同比少增，财政存款下放力度弱于去年。数据显示，9 月份新增人民币存款 23300 亿元，同比多 7500 亿元；其中，居民住户存款同比多增 1240 亿元，非金融企业存款同比少增 4917 亿元，财政性存款同比少减 3286 亿元，非银行业金融机构存款同比少减 2508 亿元。综合来看，M1 和 M2 表现分化，M2-M1 之差从前值的 4.0% 进一步上行至 4.6%，进一步印证实体企业融资需求下降。

图表 7: M2 回升但是 M1 继续回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 新增存款结构 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

4、信用供给和需求出现分化：供给回升但需求进一步回落。

“稳货币”+“宽信用”的政策意图较为明显，但从结果来看，私人部门需求的回落依然导致信用的被动收缩。**9月金融有以下四点含义：第一**，宽信用的政策目标较为明确。无论从推出的政策来看（再贷款、专项债提速等），还是数据代表的结果来看（M2 同比回升），都意味着政策指向“宽信用”。**第二**，需求下滑压力依然偏大。尽管需求下滑的原因可能是多方面的（地产政策限制、拉闸限电、疫情扰动等），但需求下降的趋势依然较为明显（9月疫情扰动较7、8月有所改善）。**第三**，“宽货币”的诉求上升，但约束仍存。需求下滑压力加大的背景下，货币加码宽松的诉求上升，但地产政策和能源价格依然形成约束（美联储 Taper 预期上升的影响不大）。**第四**，资产价格反映“类滞胀”后期走势。近期的股债双杀，以及周期股与商品价格的背离，均反映需求回落压力加大。后续尽管疫情对经济扰动逐步趋弱，但商品价格回落时点临近，风险资产整体回调压力加大。

风险提示：货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

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_27724



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn