

2021年10月13日

“宽”信用，并非易事

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● 信用环境由紧转松并不容易，继续强调债牛基础牢固、不要轻易“下车”

社融低预期、有效社融加速回落，主因贷款、非标收缩等。9月，新增社融2.9万亿元、低于Wind平均预期的3.24万亿元，同比少增5675亿元；社融存量增速较上月回落0.3个百分点至10%、创历史新低；代表企业中长期资金的有效社融增速较上月回落0.5个百分点至9.2%。其中，贷款、非标和政府债券同比大幅收缩、贡献超9成社融缩量，信托贷款收缩幅度扩大，表外票据低于以往同期。

中长贷走弱拖累信贷，而票据维持高位，或指向实体需求走弱、地产调控影响等加速显现。9月，企业中长贷加速回落，同比少增超3700亿元、降幅较上月增长8成，或缘于实体需求加速走弱、能耗双控下“运动式”减碳等，票据连续4个月放量，也指向实体需求偏弱。地产调控影响下，居民中长贷同比连续5个月收缩、降幅扩大，加大房企资金压力，进而加大地产债务“螺旋式”收缩压力。

传统引擎受限、实体需求偏弱等，或使得信用环境由紧转松并不容易。当前债务监管、地产调控政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续显现；尽管地方债错位发行、基数支持等，可能推动社融读数有所上升，传统引擎受限、实体需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易。伴随经济潜在增速下台阶，GDP增速已彻底告别6%时代，与之匹配的合意社融增速中枢也已下台阶、波动区间收窄。**重申观点：本轮债牛基础牢固、不要轻易“下车”，阶段性调整或提供加仓机会。**

● 常规跟踪：企业中长期贷款大幅回落、票据继续冲量，实体需求加速走弱

社融主要分项多低于2020年同期，表外票据等拖累明显。9月，新增社融同比少增5675亿元至2.9万亿元，其中，政府债券同比缩量超2000亿元至8109亿元；人民币贷款和表外票据同比分别收缩1397和1488亿元；信托贷款收缩幅度较上月扩大56%至2129亿元、同比降幅970亿元；股票融资同比少增369亿元至772亿元；委托贷款环比转负至-22亿；新增企业债券1400亿元、同比相当。

企业中长贷加速回落、票据冲量，居民中长贷、短贷双双走弱。9月，新增贷款1.66万亿元、同比少增2327亿元，其中，企业中长贷连续3个月走弱，同比降幅扩大至3732亿元、上月降幅为2037亿元，短贷1826亿元、同比小幅增加552亿元，票据融资同比增加3985亿元、连续4个月大幅冲量；居民中长贷连续5个月同比收缩、降幅扩大至1695亿元，短贷同比延续收缩、降幅达175亿元。

M1创新低，M2维持低位。9月，M1较上月回落0.5个百分点至3.7%、创20个月以来新低，M2同比小幅回升0.1个百分点至8.3%。M1回落，或与企业需求低迷、地产销售下降等有关；M2小幅抬升，主因居民和非银存款支撑、同比分别增加1240和2508亿元，而财政存款同比多减，或指向财政支出依然偏慢。

● 风险提示：金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济专题-物流指标变化，折射的经济信号》-2021.10.12

《宏观经济专题-四季度，债市不存在变盘“魔咒”》-2021.10.11

《宏观经济专题-全球能源危机，这次不一样》-2021.10.10

目 录

1、 “宽”信用，并非易事	3
2、 常规跟踪	5
3、 风险提示	6

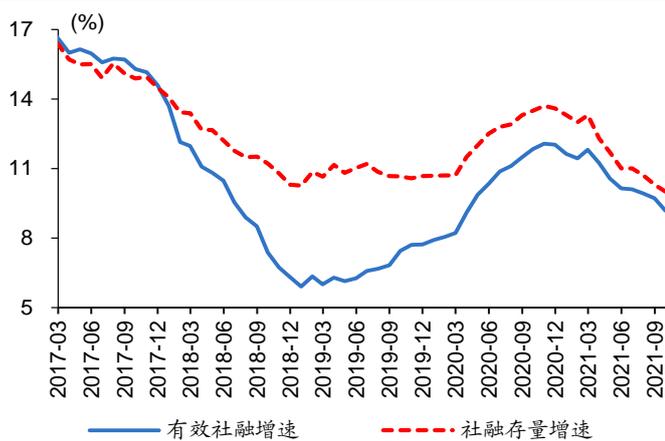
图表目录

图 1: 9月，社融存量增速继续回落	3
图 2: 9月，主因贷款、政府债券和非标拖累	3
图 3: 企业、居民中长期贷款加速回落	3
图 4: 票据融资持续高位放量	3
图 5: “三条红线”约束下，房企有息债务增速回落	4
图 6: 代表企业需求的有效社融增速延续回落态势	4
图 7: 疫情后，经济增速已然下台阶	4
图 8: 伴随经济增速下台阶，利率中枢也随之下移	4
图 9: 社融和贷款增速均回落	5
图 10: 信托贷款持续收缩	5
图 11: 9月，新增信贷受中长贷拖累显著，票据融资维持高位	5
图 12: 9月，M1 加速回落、M2 小幅抬升	6
图 13: 9月，居民、非银存款同比增加	6

1、“宽”信用，并非易事

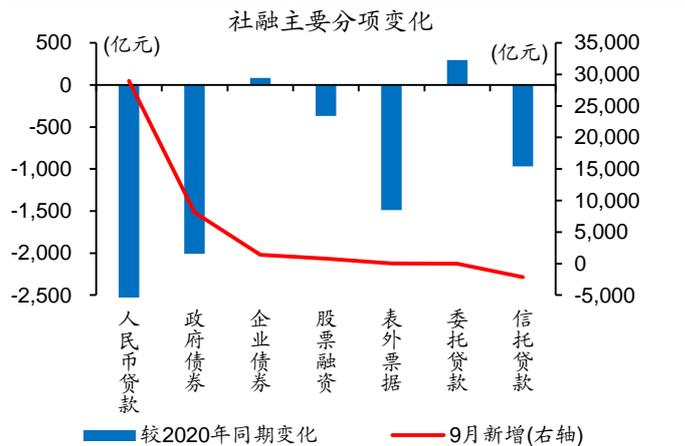
社融低预期、有效社融加速回落，主因贷款、非标收缩等。9月，新增社融2.9万亿元、低于Wind平均预期的3.24万亿元，同比少增5675亿元；社融存量增速较上月回落0.3个百分点至10%、创历史新低；代表企业中长期资金的有效社融增速较上月回落0.5个百分点至9.2%。其中，贷款、非标和政府债券同比大幅收缩、贡献超9成社融缩量，信托贷款收缩幅度扩大，表外票据低于以往同期。

图1：9月，社融存量增速继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

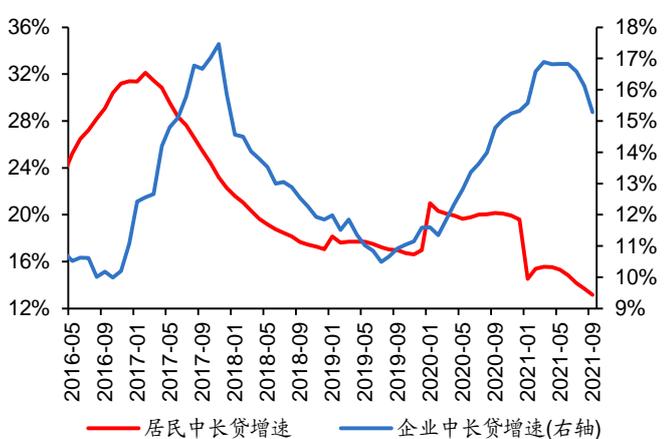
图2：9月，主因贷款、政府债券和非标拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

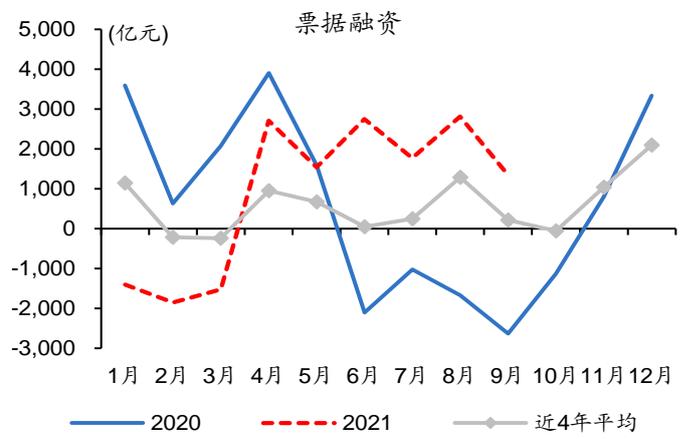
中长贷走弱拖累信贷，而票据维持高位，或指向实体需求走弱、地产调控影响等加速显现。9月，企业中长贷加速回落，同比少增超3700亿元、降幅较上月增长8成，或缘于实体需求加速走弱、能耗双控下“运动式”减碳等，票据连续4个月放量，也指向实体需求偏弱。地产调控影响下，居民中长贷同比连续5个月收缩、降幅扩大，加大房企资金压力，进而加大地产债务“螺旋式”收缩压力。

图3：企业、居民中长期贷款加速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

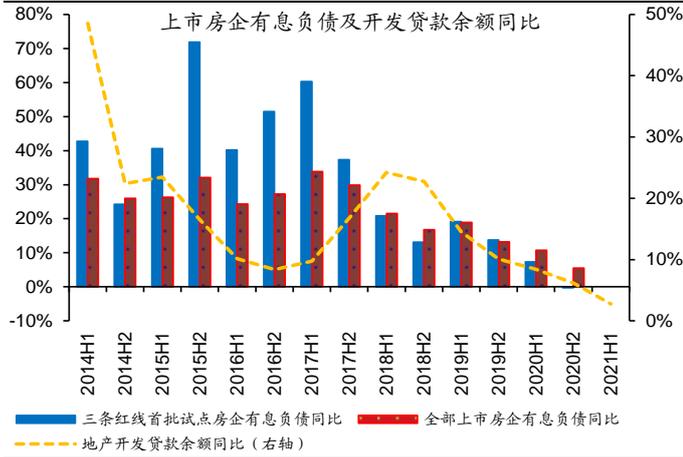
图4：票据融资持续高位放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

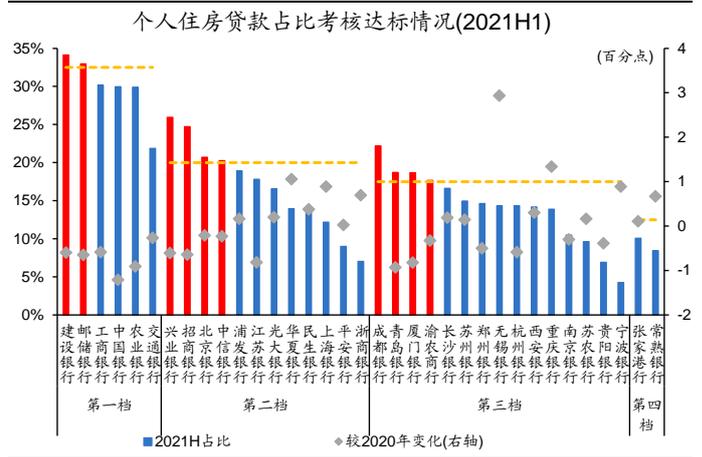
传统引擎受限、实体需求偏弱等，或使得信用环境由紧转松并不容易。当前债务监管、地产调控政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续显现；尽管地方债错位发行、基数支持等，可能推动社融读数有所上升，传统引擎受限、实体需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易。伴随经济潜在增速下台阶，GDP 增速已彻底告别 6%时代，与之匹配的合意社融增速中枢也已下台阶、波动区间收窄。重申观点：本轮债牛基础牢固、不要轻易“下车”，阶段性调整或提供加仓机会。

图5：“三条红线”约束下，房企有息债务增速回落



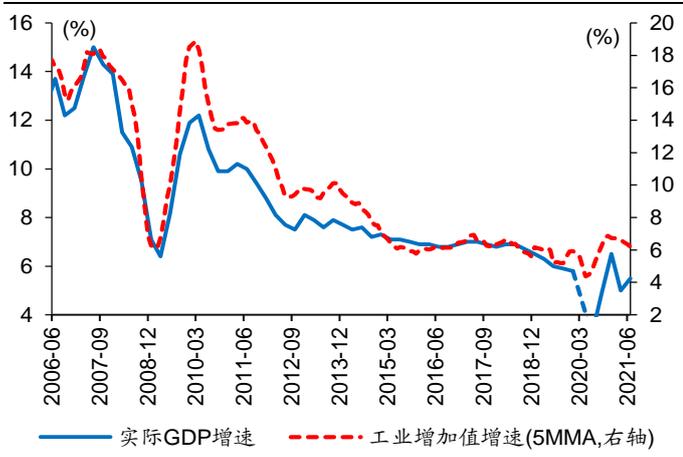
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：代表企业需求的有效社融增速延续回落态势



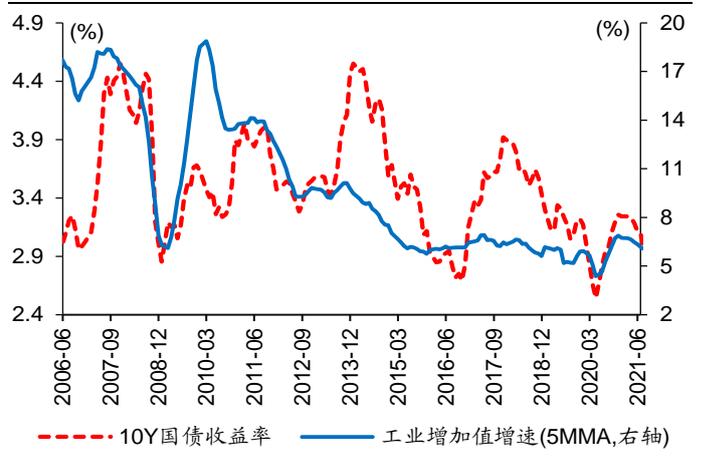
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：疫情后，经济增速已然下台阶



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：伴随经济增速下台阶，利率中枢也随之下移

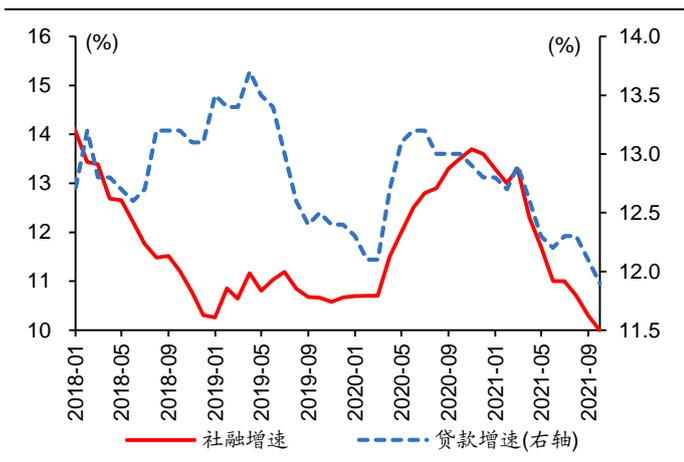


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、常规跟踪

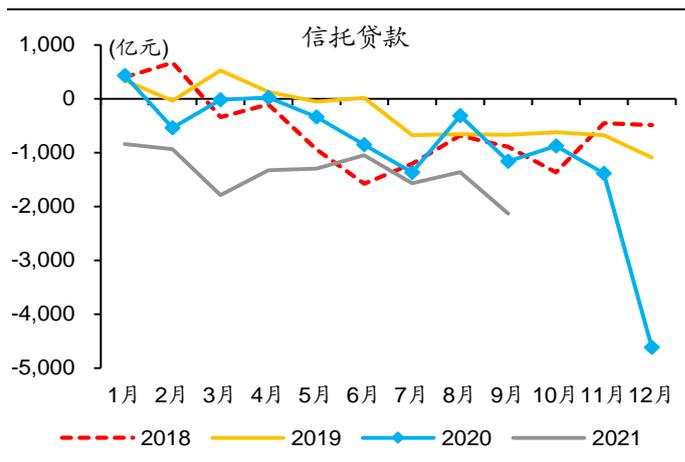
社融主要分项多低于2020年同期，表外票据等拖累明显。9月，新增社融同比少增5675亿元至2.9万亿元，其中，政府债券同比缩量超2000亿元至8109亿元；人民币贷款和表外票据同比分别收缩1397和1488亿元；信托贷款收缩幅度较上月扩大56%至2129亿元、同比降幅970亿元；股票融资同比少增369亿元至772亿元；委托贷款环比转负至-22亿；新增企业债券1400亿元、同比相当。

图9：社融和贷款增速均回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

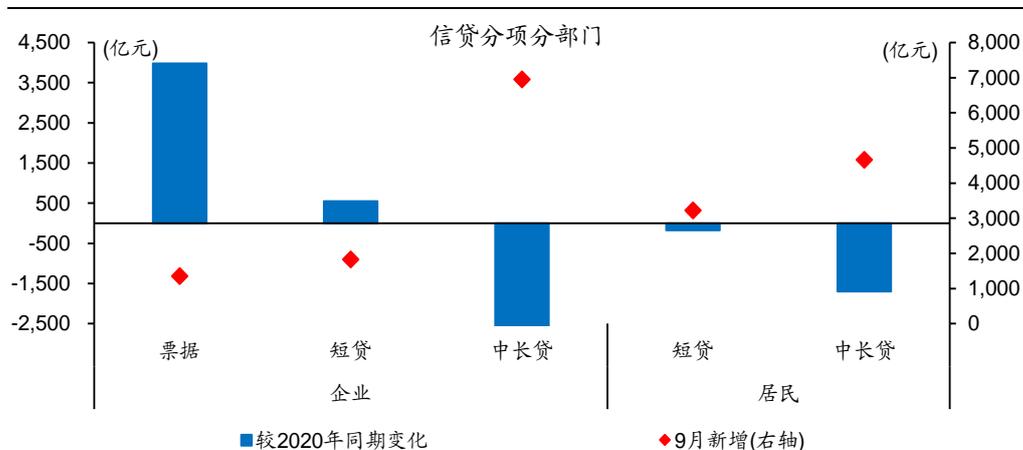
图10：信托贷款持续收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

企业中长贷加速回落、票据冲量，居民中长贷、短贷双双走弱。9月，新增贷款1.66万亿元、同比少增2327亿元，其中，企业中长贷连续3个月走弱，同比降幅扩大至3732亿元、上月降幅为2037亿元，短贷1826亿元、同比小幅增加552亿元，票据融资同比增加3985亿元、连续4个月大幅冲量；居民中长贷连续5个月同比收缩、降幅扩大至1695亿元，短贷同比延续收缩、降幅达175亿元。

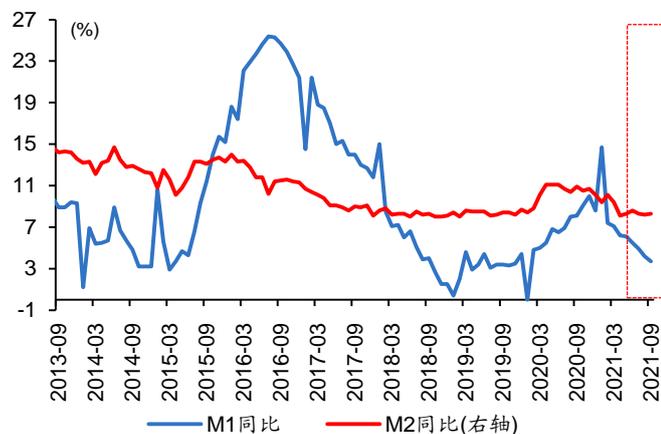
图11：9月，新增信贷受中长贷拖累显著，票据融资维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

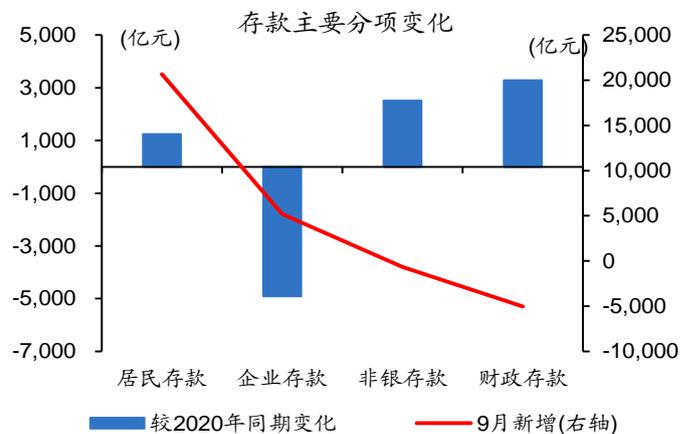
M1 创新低，M2 维持低位。9月，M1 较上月回落 0.5 个百分点至 3.7%、创 20 个月以来新低，M2 同比小幅回升 0.1 个百分点至 8.3%。M1 回落，或与企业需求低迷、地产销售下降等有关；M2 小幅抬升，主因居民和非银存款支撑、同比分别增加 1240 和 2508 亿元，而财政存款同比多减，或指向财政支出依然偏慢。

图12: 9月，M1 加速回落、M2 小幅抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 9月，居民、非银存款同比增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

金融风险加速释放。

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_27732



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn