

社融增速见底

——2021 年 9 月金融数据点评

9 月我国新增社融 2.90 万亿 (预期值 3.24 万亿), 新增人民币贷款 1.66 万亿 (预期值 1.93 万亿), 均不及市场预期; M2 同比增长 8.3% (预期值 8.1%), 高于市场预期。

一、信贷: 总量季节性回升

9 月新增人民币贷款属于 2015 年以来的高位, 同比减少 0.2 万亿, 环比增加 0.4 万亿。具体来看, 有以下三个方面值得关注:

一是实体经济融资需求依然较弱, 企业中长贷连续 3 月同比少增。9 月新增企业贷款同比基本持平, 环比继续增加 0.28 万亿。其中, 中长贷同比少增 0.37 万亿, 环比多增 0.17 万亿源于季节性, 反映制造业和基建领域中长期融资需求均较弱, 企业中长贷占比由上月的 75.8% 回落至 68.6%。

二是消费复苏偏缓叠加房地产严监管态势延续, 居民贷款持续弱于去年同期。9 月新增居民贷款同比少增 0.17 万亿。其中居民短贷同比基本持平, 反映居民消费仍受疫情反复拖累; 居民中长贷同比持续少增 0.17 万亿, 与 9 月房地产销售数据继续大幅回落有关。

三是在融资需求不足的背景下, 短期融资 (企业短贷和表内票据) 表现显著好于中长期融资。企业短贷当月增加 0.18 万亿, 同比多增 0.06 万亿; 票据融资当月增加 0.14 万亿, 同比继续多增 0.40 万亿。

二、社融和货币: M2-M1 剪刀差走阔

9 月新增社融 2.90 万亿, 同比下降 0.57 万亿, 环比回落 0.06 万亿, 除信贷不及去年同期外, 还受到政府债高基数、非标持续压降的影响:

一是在今年的财政后置特征下, 本月政府债发行继续提速, 但仍面临去年同期的高基数效应。9 月政府债券融资新增 0.81 万亿, 同比

少增 0.20 万亿，环比小幅回落 0.16 万亿。考虑到今年专项债需在 11 月底前发行完毕，政府债对社融的支撑作用有望显现。

二是资管新规制约之下，非标融资持续压缩。当月减少 0.21 万亿，同比多减 0.21 万亿。其中，委托贷款同比基本持平，信托贷款同比多减 0.1 万亿，未贴现银行承兑汇票同比少增 0.15 万亿。

三是企业债券融资边际回落。9 月企业债券融资新增 0.14 万亿，同比基本持平，环比少增 0.29 万亿，或受到债券收益率小幅回升的影响。

9 月 M2 增速环比回升 0.1pct 至 8.3%，高于市场预期值 8.1%，主要受到财政投放力度加大的支撑。9 月财政存款减少 0.5 万亿（同比少减 0.33 万亿，环比减少 0.68 万亿），9 月居民存款增加 2.07 万亿（同比多增 0.12 万亿，环比多增 1.73 万亿），企业存款增加 0.52 万亿（同比少增 0.49 万亿，环比少增 0.04 万亿）。M1 增速环比持续下降 0.5pct 至 3.7%，M2 与 M1 间的剪刀差扩大至 4.6%，指向经济内生动能走弱态势延续。同时，社融-M2 剪刀差在 9 月环比下行 0.4pct 至 1.7%，广义流动性缺口连续五月收窄，指向银行负债端压力得以缓解。

三、债市影响：交易情绪趋于谨慎

9 月疲弱的金融数据并没有提振债市情绪。在经济和金融数据走弱的情况下，9 月债券市场没有趋势性行情，10 年期国债在 2.82%-2.9% 区间窄幅震荡，收益率曲线形态也未发生显著变化。但 10 月份之后，债券市场出现明显调整，10 年期国债突破 2.9% 最高达到 2.97% 附近，信用债市场也持续走弱，3 年期 AAA 中票到期收益率上行幅度接近 10bp，市场的焦点从基本面走弱逐渐转移到对通胀的担忧上。导致债市调整的原因包括以下四方面：

第一，市场对货币政策进一步宽松的预期减弱。在三季度降准及经济数据走弱后，市场对于再次降准、降息和推出低成本的货币政策工具形成较为强烈的预期。而整个三季度货币政策并没有再次宽松，尤其是 9 月，全市场流动性保持中性，隔夜利率中枢仍在 2% 以上，且非银金

融机构融资利率高企，形成流动性预期差，市场情绪明显走弱。

第二，市场对信贷企稳信心增强。9月29日人民银行、银保监会召开房地产金融工作座谈会，提出“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，要求“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳发展，维护住房消费者合法权益”，会议仍坚持房住不炒的政策主基调，但预计房地产风险整体可控，也进一步强化了四季度和明年信贷和社融企稳的预期。

第三，通胀预期重新成为焦点。一方面，海外CPI和PPI全面上行，能源价格持续走高，使得联储加息时点预期提前，带动美债利率大幅上行，对境内债券收益率造成扰动；另一方面，国内工业品价格上涨导致PPI持续冲高，尽管CPI同比仍然保持低位，但市场担忧加剧，普遍认为价格对央行货币政策放松将进一步产生掣肘。

第四，四季度债券供给压力仍存。由于上半年地方政府债发行节奏偏慢，导致积累大量待发额度至四季度，预计四季度地方债发行总量将超过1.3万亿元，显著高于往年水平，一方面债市供给压力增加，另一方面会对社融数据形成支撑，两者均引发市场谨慎情绪。

四、前瞻：年内社融增速已见底

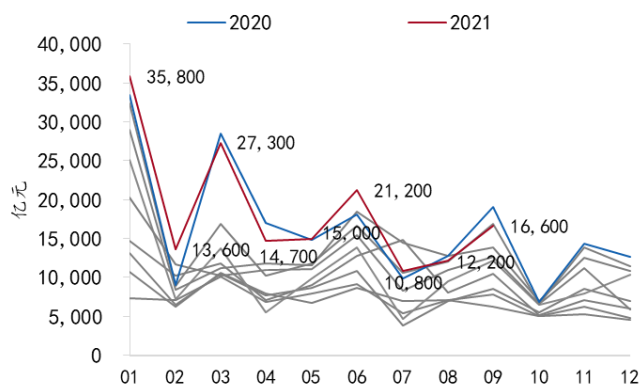
总体来看，9月信贷需求依然不足，叠加高基数效应，导致新增社融表现不及市场预期，增速环比继续下行0.3pct至10.0%。9月企业中长贷、居民中长贷均延续弱势，企业短贷和票据融资则相对强势。财政支出提速对M2增速形成支撑。

考虑到今年专项债需在11月底前发行完毕，叠加“稳信用”的政策诉求，四季度的信用环境有望边际好转，预计社融增速已于本月见底，后续有望企稳回升。“稳货币”的政策基调下，M2增速亦有望继续小幅回升。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 杨薛融 张巧栩)

图 1：9 月信贷增量处于历史同期较高水平

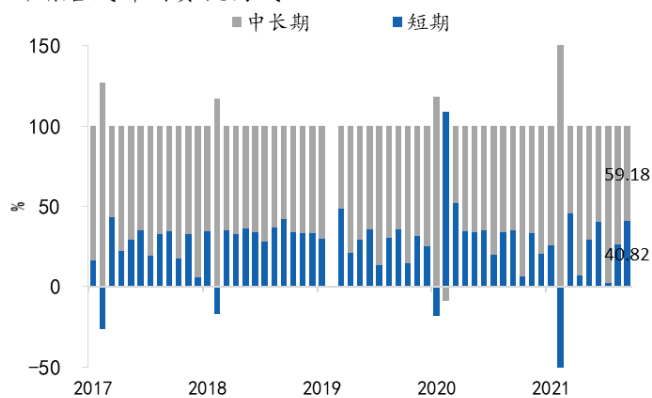
信贷的季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比

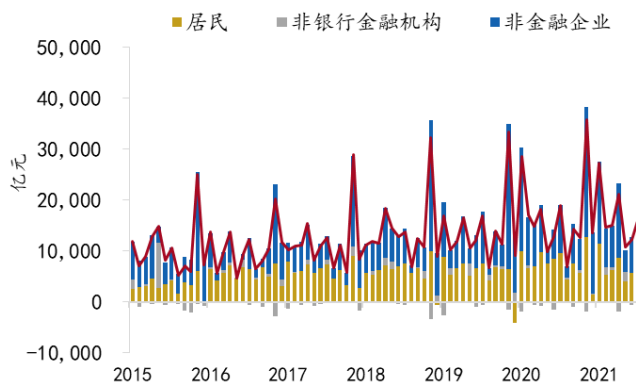
新增居民部门贷款构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成

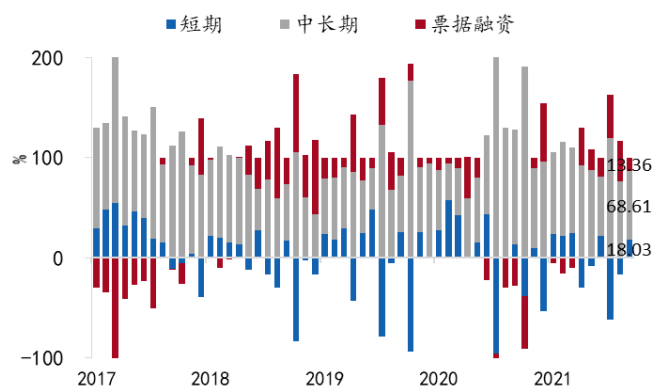
新增人民币贷款及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比

新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

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_27793

