



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2021 年 10 月 18 日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuxiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

中国通胀全景分析

信用增速回落未止步

——2021 年 9 月份金融数据点评

■ 主要观点

信贷、货币增长平稳中双合预期

经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。整体而言，当前市场对未来货币、信贷的增长预期，分歧中整体平稳，并受近期货币、信贷的增长情况和政策变动影响很大，趋势外推成为市场主流预期——由于上月的信贷、货币增长仍然运行在平稳中枢，9 月份货币、信贷增速的市场预期重新回归了平稳。和市场预期比较，信贷和货币的增长都基本符合市场预期，具体来看，各项金融数据均在市场预测范围内，并处于中枢位置。

信贷、社融新增规模仍然较高

虽然信贷新增规模和同比增速均略低于市场预期，同比增速还呈现了缓慢回落态势。但从经济运行状态看，当前的信贷新增和社会融资新增规模，仍然处于相对较高位置，社会流动性环境并没有趋紧迹象。当前信贷和社融的规模增长并不低，社会的流动性环境并没有出现收紧迹象！保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和意图偏好。

信用增速回落致金融市场利率上行

在信贷和社融增长持续回落情况下，金融市场利率或出现波动回升。截止 9 月，中国社会融资同比增速已延续 7 个月下降，信贷余额同比增长则延续了 3 个月下降；因此，除非政策利率出现调整，短期金融市场利率将越来越出现波动上行态势，市场利率水平或暂时走稳甚至略微上行。9 月份，10 年国债收益率的均值就呈现了企稳略升的态势。

利率回升导致资本市场波动上行

金融市场利率体系的上行，对资本市场上各类资产的估值都造成了压力，因而短期资本市场面临波动上行态势。从经济层面上，当前市场忧虑的“滞胀”预期，导致流动性平稳预期转向收紧，导致政策利率下移延后，甚至产生了上行预期，因而对资本市场短期走势产生了不少压力！

降息延后，期待降准

尽管全球通胀压力上升，海外一些国家已启动升息步伐；但对中国来说，降准和降息的方向仍然不变！中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可更缺的选项！为了避免金融通过“金融加速器”对经济波动产生的放大作用，货币当局通常会通过利率手段进行干预，以尽量减缓经济上行或下降对社会的产生冲击。近期由于“滞胀”忧虑上行，降融资成本的政策将不可避免被延后！

■ 风险提示

通胀继续上行,货币政策超预期改变，其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

事件：9 月份金融数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	4
1. 信贷、货币增长平稳中双合预期	4
2. 信贷、社融新增规模仍然较高	5
3. 居民短期信贷增加致信贷期限趋均衡	5
事件影响：对经济和市场	8
4. 信用增速回落致金融市场利率上行	8
5. 利率回升导致资本市场波动上行	9
6. 中小企业融资利率再趋下行	9
事件预测：趋势判断	10
6. 降息延后，期待降准	10

图

图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2 中国信贷增长的期限分布（亿元）	6
图 3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）	7
图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）	7
图 4 中国社融、信贷和国债收益率的月度变化（%）	8
图 6 温州民间借贷利率转向走平态势（月/民间融资综合利率，Average-10D）	9

表

表 1 2021 年 10 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
---	---

事件： 9 月份金融数据公布

广义货币增长 8.3%。2021 年 9 月末，广义货币(M2)余额 234.28 万亿元,同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.46 万亿元,同比增长 3.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 4.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.69 万亿元,同比增长 5.5%。前三季度净投放现金 2552 亿元。

人民币各项贷款增长 11.9%。2021 年 9 月末，人民币贷款余额 189.46 万亿元，同比增长 11.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 1.1 个百分点。前三季度人民币贷款增加 16.72 万亿元，同比多增 4624 亿元。分部门看，住户贷款增加 6.35 万亿元，其中，短期贷款增加 1.63 万亿元，中长期贷款增加 4.72 万亿元；企（事）业单位贷款增加 10.48 万亿元，其中，短期贷款增加 1.04 万亿元，中长期贷款增加 8.33 万亿元，票据融资增加 8148 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1619 亿元。9 月份，人民币贷款增加 1.66 万亿元，同比少增 2327 亿元。

人民币各项存款增长 8.6%。2021 年 9 月末，人民币存款余额 229.18 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 2.1 个百分点。前三季度人民币存款增加 16.61 万亿元，同比少增 1.54 万亿元。其中，住户存款增加 8.49 万亿元，非金融企业存款增加 2.02 万亿元，财政性存款增加 1.21 万亿元，非银行业金融机构存款增加 3.18 万亿元。9 月份，人民币存款增加 2.33 万亿元，同比多增 7437 亿元。

9 月份，社会融资规模增量为 2.9 万亿元，比上年同期少 5675 亿元，比 2019 年同期多 3876 亿元。初步统计，2021 年前三季度社会融资规模增量累计为 24.75 万亿元，比上年同期少 4.87 万亿元，比 2019 年同期多 4.14 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.83 万亿元，同比多增 1400 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 2531 亿元，同比少增 521 亿元；委托贷款减少 1142 亿元，同比少减 2048 亿元；信托贷款减少 1.23 万亿元，同比多减 8133 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2228 亿元，同比多减 7904 亿元；企业债券净融资 2.43 万亿元，同比少 1.66 万亿元；政府债券净融资 4.42 万亿元，同比少 2.32 万亿元；非金融企业境内股票融资 8142 亿元，同比多 2043 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币增长平稳中双合预期

我们一直认为信贷、货币增速的平稳趋势不变，货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。由于经济低迷和物价高涨的经济复杂态势，市场对货币环境的前景存在较大分歧。整体而言，当前市场对未来货币、信贷的增长预期，分歧中整体平稳，并受近期货币、信贷的增长情况和政策变动影响很大，趋势外推成为市场主流预期——由于上月的信贷、货币增长仍然运行在平稳中枢，9月份货币、信贷增速的市场预期重新回归了平稳。

2021年9月末，广义货币(M2)余额234.28万亿元，同比增长8.3%，增速比上月末高0.1个百分点，比上年同期低2.6个百分点；9月末，人民币贷款余额189.46万亿元，同比增长11.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和1.1个百分点。9月份，人民币贷款增加1.66万亿元，同比少增2327亿元。和市场预期比较，信贷和货币的增长都基本符合市场预期，具体来看，各项金融数据均在市场预期范围内，并处于中枢位置；其中，货币增长略高于市场预期，信贷增速和规模增加，则略低市场预期的均值。

表 1 2021 年 10 月的中国信贷和货币市场预期情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	18000	7.9	11.1
Average	18423	8.1	11.8
High	21000	8.4	12.1
Low	15000	7.4	10.1
No of Forecasts	19	20	10
SHSC	16000	8.2	12.1

数据来源：Reuters，上海证券研究所

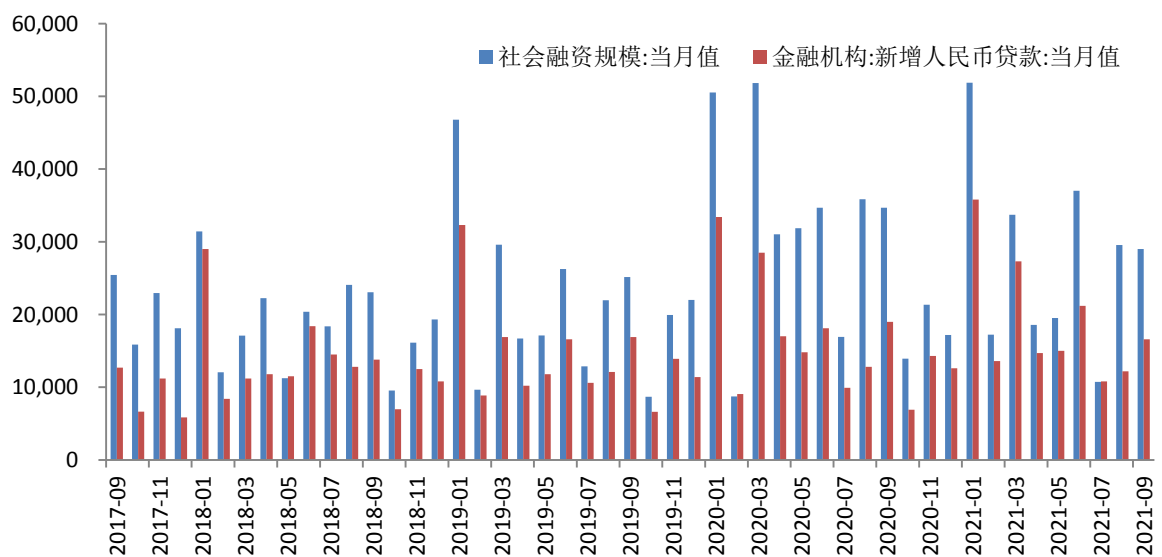
按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应后的实际 GDP 增速+CPI，或者名义 GDP 增速），适宜的货币增速应该在 7-9 之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部，但考虑到物价形势，又会尽量避免太靠近于合适区间上限。因此，（8.0,8.5）是当前（2Q-6Q）中国经济合意增速，也是货币当局的优先选择，从而中国货币增长实际上成了一种“刀刃式”的增长。

2. 信贷、社融新增规模仍然较高

虽然信贷新增规模和同比增速均略低于市场预期，同比增速还呈现了缓慢回落态势。但从经济运行状态看，当前的信贷新增和社会融资新增规模，仍然处于相对较高位置，社会流动性环境并没有趋紧迹象。

尽管当前信贷和社会融资的增长规模，无论从9月当月，还是3季度规模看，都低于2020年，但却都显著高于正常年份的2019年。由于2020年的高增长基数，是疫情防控和对冲疫情对经济扰动下的非正常宽松状态，因此2021年信贷和社会融资增长趋下移的态势，只是去年高基数消除的结果。实际上当前信贷和社融增长并不低，社会的流动性环境并没有出现收紧迹象！保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和意图偏好。

图1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

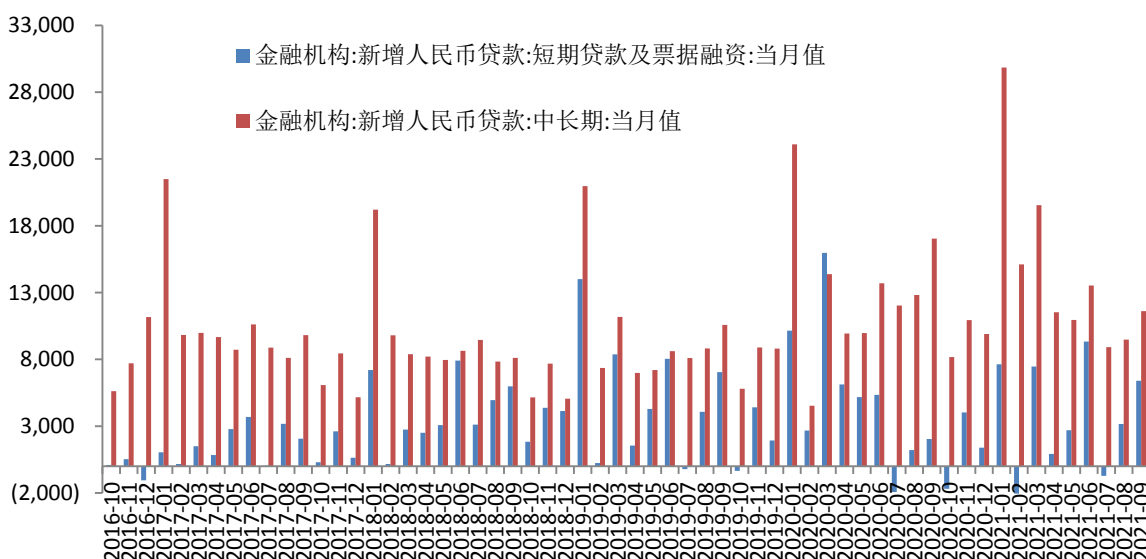
3. 居民短期信贷增加致信贷期限趋均衡

我们先前就指出，信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的。经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降，政策激励项目大多集中于基础设施等改善长期经济增长潜力的项目，因而信贷需求和政策投放也大都具有长期特征。因此，自中国经济进入“底部徘徊”阶段以来，大约2016年后，新增信贷期限长期化，

就成了新增信贷期限分布的常态。中国经济步入后疫情时代后虽然运行日渐稳固，但实际运行状态仍低于疫情前，按 2020-2021 年平均增速标准，当前经济增长水准仅为危机前的 1/2-2/3 分位，因此未来新增信贷期限再度回到长期化是不变的趋势。

9 月份居民新增信贷投放中，短期贷款增长较多，改变了整体信贷期限的分布状况，使得信贷期限长期化中再度出现短期化比重临时上行现象。我们认为，这或是房贷收紧下，居民信贷转向短期贷款需求增多的结果。

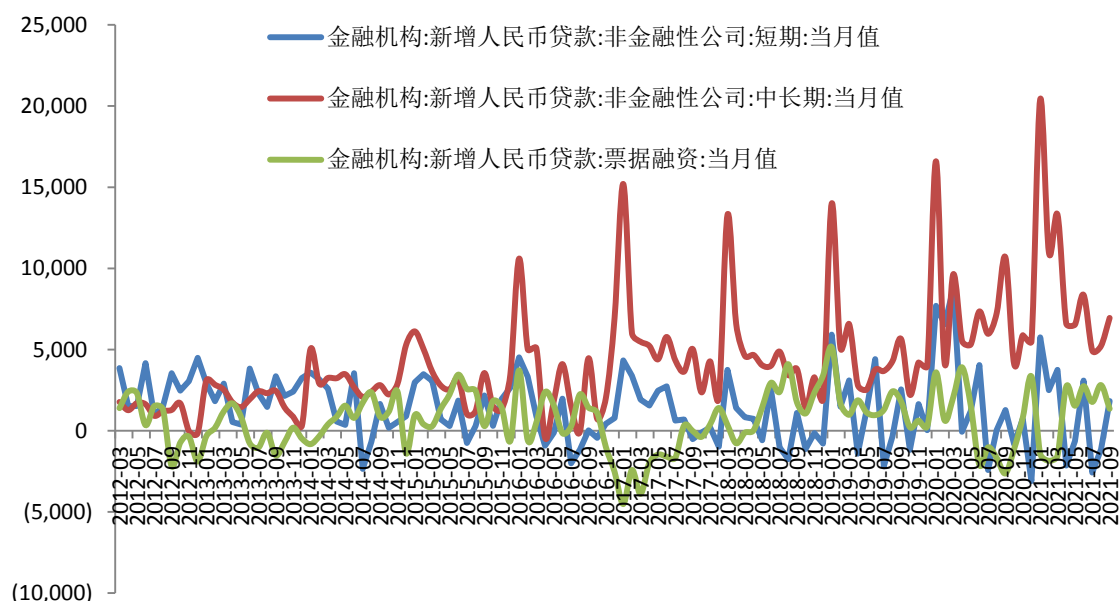
图 2 中国信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

企业部门的信贷期限对经济状况的反映更为直接。因此，企业信贷期限分布的长期化特征更为显著和稳定，企业部门的长期化特征，显然直接体现了当期经济运行状态。2021 年以来信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和 2020 年疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2021 年 9 月企（事）业单位人民币贷款增加 10127 亿元，其中，短期贷款增加 1826 亿元，中长期贷款增加 6948 亿元，票据融资增加 1353 亿元。

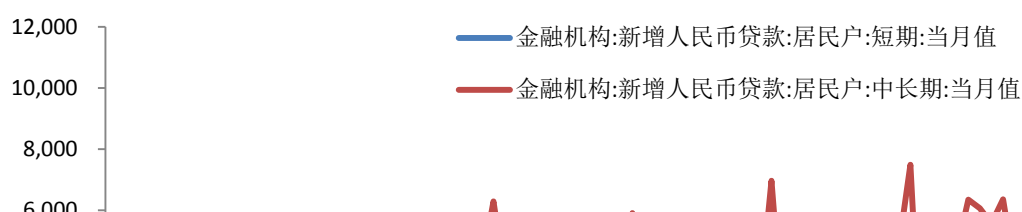
图 3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

居民部门的信贷期限长期化，则更多体现了楼市泡沫延续的特征。2021 年 9 月份居民部门信贷新增规模再度扩张至高位，表明楼市需求仍很旺盛。笔者一直认为，楼市投资属性不除，楼市需求带来的长期性居民信贷需求，就将持续保持高位。9 居民部门的新增贷款的一个显著变化是，短期信贷的显著提升。9 月，居民部门贷款增长 7886 亿，其中短期贷款增长 3219 亿元，增长迅猛；中长期贷款增加 4667 亿元，平稳态势不变。

图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）



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_27957

