



2021 年 9 月份金融数据点评： 在途的“宽信用”与难期的 “信贷脉冲”



事件:

2021 年 10 月 13 日, 央行公布了 9 月份的金融统计数据:

(1) M2 同比增长 8.3%, 增速较 8 月提升 0.1 个百分点; (2) M1 同比增长 3.7%, 增速较 8 月回落 0.5 个百分点; (3) 新增人民币贷款 1.66 万亿, 同比少增 2400 亿, 增速 11.9%; (4) 社会融资规模新增 2.9 万亿, 同比少增 5693 亿, 社融增速为 10%, 较 8 月份下降 0.3 个百分点。

点评:

一、整体信用需求景气度平淡, 但按揭贷款等领域“宽信用”政策导向明确 2021 年 9 月新增人民币贷款 1.66 万亿, 同比少增 2400 亿, 低于市场预期的 1.9-2.0 万亿水平, 部分指标显示信用需求依然偏弱, 但在“稳定信贷投放”的政策导向下, 9 月份信贷数据也“稳中有变”、“危中有机”。四季度新增人民币贷款有望同比多增, 但也不妄言“信贷脉冲”, 信贷投放需要统筹考虑“跨周期”安排。

具体而言, 9 月份贷款数据呈现出以下特征:

(1) 对公中长期贷款随同比大幅少增, 环比改善。高频数据显示: 9 月以来, 受能耗双控、拉闸限电等因素影响, 总需求受到一定抑制, 加之疫情在国内零散出现, 工业生产景气度依然不高, 粗钢日均产量均值为 193.5 万吨/天, 环比下降 14.32 万吨/天, 高炉开工率环比下行 5.25 个百分点至 52.07%。央行数据显示 Q3 信贷需求指数为 68.3%, 比上季下降

2.2 个百分点，显示实体经济融资需求依然偏弱。

尽管 9 月份企业中长期贷款录得 6648 亿，同比少增 4032 亿，但考虑到 2020 年下半年正处于经济的快速恢复期，三季度融资需求集中释放，基数效应导致 2020 年 9 月份对公中长期贷款新增超过 1 万亿。而进入 20Q4，监管部门明显加大了狭义信贷额度的管控，导致后续信贷增长节奏放缓。

另一方面，今年 9 月份对公中长期贷款环比多增 1433 亿，较 2019 年同期多增 1011 亿。作为季末月份，9 月份对公中长期贷款基本符合当月经济特征，总体表现较为一般。

(2) 信贷投放月末冲量，既反映对公需求偏弱，也反映零售需求尚可。从信贷投放节奏来看，全月延续“月中回落、月末冲高”的特点。其中，国有大行维持平稳略多的投放节奏，股份制银行对公贷款投放“前低后高、月末放量”，全月增长预计同比基本持平。对于信贷月末冲量，也要通盘考虑。一是，部分银行对公信贷并非真实性项目储备，而是通过投放短期贷款冲 930 规模；二是，零售贷款月末集中投放的部分，也包括对于前期按揭需求的满足；三是，票据融资规模月环比少增。

(3) 按揭贷款继续受控增长，RMBS 放量“松绑”腾挪额度。9 月份居民中长期贷款新增 4667 亿，同比少增 1695 亿，连续五个月出现同比少增现象，占全部新增贷款比重为 28.11%，较去年同期下滑 5.37 个百分点，但与 2019 年 9 月相差不大。Q2 以来按揭贷款受控增长，但 9 月份 RMBS

放量发行，规模 770 亿，创年内月度增长新高。还原 RMBS 后，9 月居民中长期贷款新增 5437 亿，环比 8 月份多增 864 亿，反映出房地产融资政策“微调”举动。

可以看到，随着 RMBS 重启放量，以及监管部门对于银行房贷额度管控的“精细化”放松，9 月份住房按揭贷款出现一定恢复性增长。我们认为，银行存在较强意愿通过 RMBS 的发行腾挪表内涉房类贷款额度，进而缓解集中度指标达标困境和信贷投放的资产荒压力，预计 10-12 月份住房按揭贷款增长有望出现小幅上量。

(4) 票据冲量力度减弱，10 月票据利率有望继续震荡下行。9 月票据融资新增 1389 亿，环比少增 1424 亿，反映出在融资需求走弱情况下，9 月份作为季末月份仍有票据贴现增长要求，但冲量力度减弱。结合 9 月份票据利率运行情况看，9 月末最后一周，票据利率呈现“V 型”走势，反映出机构依然存在通过转贴冲量的情况，特别是在下半月配置需求持续释放，但力度或较 7-8 月份偏弱。

临近 9 月末，监管部门进一步加强了对信贷投放的监测和指导力度，大行纷纷暂停票据转贴业务，票据利率随之迎来反弹。

未来，四季度看：政策导向上，在于稳定信贷投放，通过“稳信用”来“稳经济”，鼓励银行信贷投放量上同比多增。对于面临较大现金流风险的房地产行业，予以“精细化松绑”，从“三稳”到“两维护”，强化底线思维，融资性支持政策以“保交房、保民生、保稳定”为核心，重点

支持住房按揭贷款，稳定房企的销售回款，缓解企业现金流压力。不过，在跨周期调控下，政策的出台更加着眼于对经济发展的中长期优化，更加注重稳增长和防风险的统筹推进。这意味着，无论是货币政策还是信贷政策，都不会出现前期的“大开大合”和“信贷脉冲”，总体信用投放将更加平滑。

二、9月社融增速年内已触底，10-12月份将逐步回升 9月份新增社融 2.9 万亿，同比少增 5693 亿。社融存量同比增速为 10%，较 8 月份下降 0.3 个百分点。结构方面：

(1) 信用债融资基本稳定，但弱资质信用主体发行进一步疲软。9 月份企业债净融资规模为 1400 亿，同比基本持平。从信用评级来看，AA-以下信用债净融资规模-280 亿，较 8 月份进一步下滑 580 亿。这反映出，今年企业债发行总量较为稳定，但 9 月份部分房地产企业的连续违约，已对信用债市场特别是弱资质信用主体造成了较大冲击，市场风险偏好下降，AA-及以下弱资质企业发行较为疲软。

(2) 非标融资延续压降态势。委托+信托贷款新增-2151 亿，同比多减 675 亿，其中信托贷款同比多减 970 亿，显示出非标压降仍在延续。当前房地产融资风险形势下，在叠加影子银行体系回头看政策影响，资金流向受限领域被更严格管理，土地前融持续收缩，融资类信托延续大幅下降。未贴现票据新增 15 亿，同比少增 1488 亿，固然 9 月份企业开票需求有所加大，当月承兑发生额为 1.94 万亿，考虑到去年 9 月份票据承兑发生额

为 1.77 万亿，基数相对较高，导致票据到期量较大，对存量票据形成一定消耗。

(3) 政府债券发行节奏加快。9 月份政府债券净融资规模 8109 亿，延续了较快的节奏。据 21 世纪经济报报道，监管已要求地方政府专项债额度在 10-11 月份发行完毕，料 10-11 月份政府债券净融资依然维持较高水平，初步测算，10-12 月份政府债券月均净融资规模有望在 8000 亿以上，旨在起到稳定基建投资的作用。

总体来看，9 月份社融增速下行基本符合市场预期，后续来看：(1) 去年四季度社融增长的高基数效应褪去；(2) 今年 10~11 月政府债券净融资将维持高强度；(3) 政策导向较为明确，监管部门旨在鼓励银行适度加大信贷投放力度，10-12 月份每月新增信贷并不弱。

综上所述，料 9 月社融增速已触底，10-12 月份将逐步反弹，预计全年社融增速将上行至 10.5-10.8% 左右。

三、M2 与社融增速差将触底企稳，料 M1 增速或进一步下滑 9 月份

M2 同比增长 9.20%，较 8 月回升 0.1 个百分点，当月新增 1 万多亿元

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_27746

