



银行流动性 10 月报：信用温和回升 预计社融增速反弹



核心结论

剔除季节性因素后，9 月资金利率均值小幅回落，银行间市场流动性维稳。9 月末 M2 增速 8.3%，环比提升 0.1 个百分点，社融增速 10.0%，环比回落 0.3 个百分点，主要是信贷扩张和政府债券发行低于预期。

房地产政策纠偏下，我们前期报告已将全年社融增速上调至 10.7%。预计 10 月信用扩张边际改善，政府债券发行提速但仍低于预期，测算的 10 月末社融增速为 10.2%，期末 M2 为 8.5%，环比均提升 0.2 个百分点。整体上，我们认为四季度货币政策以稳为主，资金利率围绕政策利率运行，信用温和回升，仍以结构性宽松为主，全面宽松的概率低。

9 月流动性环境回顾：银行间流动性维稳，信用扩张低于预期总结：测算的 9 月末超储率季节性提升至 1.45%。季末银行间资金利率抬升，剔除季节性因素后的资金利率均值小幅回落，银行间市场流动性维持宽松。9 月末 M2 增速 8.3%，环比提升 0.1 个百分点，社融增速 10.0%，环比回落 0.3 个百分点，主要是信贷扩张和政府债券发行低于预期。

基础货币：超储率季节性提升

9 月央行操作投放基础货币 1.2 万亿元，财政支出等因素投放基础货币 4968 亿元，我们测算的 9 月末超储率为 1.45%，环比大幅提升 58bps，往年 9 月超储率均环比均大幅提升，主要是为应对季末压力央行一般会投放大量资金。总而言之，超储率是月末时点数，会受一些季节性等因素冲

击，不能完全代表全月银行间市场流动性，流动性除了量之外，更重要的是价格。

9 月央逆回购投放资金 5900 亿元；MLF 等额续作 6000 亿元；国库现金定存到期 700 亿元，等额投放 700 亿元，期限为 1 个月。7 天逆回购利率维持 2.20%，一年期 MLF 利率维持 2.95%；1 年期 LPR 维持 3.85%，5 年期 LPR 维持 4.65%。

9 月基础货币增加 1.69 万亿元，其他存款性公司存款增加 1.39 万亿元，国庆带来的取现需求使得货币发行增加 2318 亿元，非金融机构存款增加 725 亿元。超储率是反映银行间资金面情况的核心指标，即“超额存款准备金/缴准基数存款”，而超额存款准备金的计算公式如下（一般计算其某一时期的变化值）：

$$\Delta \text{超额存款准备金} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{对其他存款性公司债权} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{法定存款准备金} - \Delta \text{货币发行} - \Delta \text{央行非金存款}$$
我们测算的 8 月末超储率为 1.45%，较 8 月末提升 58bps，主要是为应对季末压力央行一般会投放大量资金。

广义货币：M2 增速 8.3%，环比提升 0.1pct

9 月末 M2 同比增速 8.3%，较上月提升 0.1 个百分点，其中，信贷同比少增对 M2 形成一定拖累，但银行自营购买企业债券以及非标等好于我们的预期，这也反映了实体融资需求偏弱，银行资金投向其他资产比例有

所提升。根据对 M2 派生来源分析。M2 派生途径主要包括：(1) 银行吸收外汇投放人民币；(2) 银行向非金融企业和居民发放贷款；(3) 银行向非金融企业购买债券；(4) 财政投放；(5) 银行自营购买资管产品，这部分资产透明度低，预测时我们将其合并到“其他”项目。按不含货基的老口径统计，9 月份 M2 增加 2.91 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放（加回核销和 ABS）派生 M2 约 1.99 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 1.0 万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 958 亿元；银行信贷投向非银和非标等因素投放 M2 约 130 亿元（该科目主要是轧差项，因此该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 22 亿元。

9 月资金利率均值（不考虑最后 5 个交易日）较 8 月小幅下行，一年期国债利率下行，十年期国债利率稳定，表明银行间市场流动性稳中偏松，对经济悲观预期开始回暖。考虑到季末资金利率季节性抬升，因此我们考虑的 9 月均值不包含最后 5 个交易日，9 月 shibor（隔夜）和 shibor（一个月）均值分别为 1.98%和 2.30%，较 8 月均值分别下降升 2.8bps 和 0.5bps。9 月 R007 和 DR007 均值分别是 2.15%和 2.10%，较 8 月均值分别下降 7.1bps 和 5.3bps。9 月同业存单到期收益率（AAA+，1 年）均值为 2.66%，较 8 月均值下降 0.2bps。9 月一年期国债利率和十年期国债利率均值分别是 2.20%和 2.85%，较 8 月均值分别下降 2.4bps 和 0.2bps。

10 月流动性和信用环境展望：社融反弹

总结：测算 10 月末超储率季节性回落至 1.07%，银行间市场流动性

以稳为主，DR007/R007 围绕政策利率运行。房地产政策纠偏下，我们上调了全年社融增速至 10.7%。预计 10 月信用扩张边际改善，政府债券发行提速但仍低于预期，10 月末社融增速为 10.2%，期末 M2 为 8.5%，环比均提升 0.2 个百分点。2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会上，央行关于“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，“目前正抓紧推进碳减排支持工具设立工作”，“当前金融体系在不断加强对重点行业和普惠小微支持的同时，也在增强对专精特新企业的支持，信贷结构持续优化，将推动经济的高质量发展”等表态，反映了信用全面宽松的概率较低，仍以结构性宽松为主。

10 月超储率季节性下行，货币政策以稳为主我们预测的 10 月末超储率为 1.07%，环比下降约 38bps，主要是季节性回落。我们预计银行间资金利率整体仍基本围绕政策利率波动，银行间流动性合理充裕。

2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会上，央行指出“下一阶段，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，以我为主、稳字当头，做好跨周期调节，统筹考虑今明两年政策衔接”，“四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动”，因此我们预计四季度货币政策以稳为主，资金利率基本围绕政策利率运行。

预计 9 月末 M2 增速 8.5%，社融增速 10.2%

我们主要根据 M2 派生途径来预测，我们预计 2021 年 10 月份 M2(不含货基)减少约 1.0 万亿元，对应的 M2 增速为(假设货基维持不变)8.5%，

较上月提升 0.2 个百分点。其中，各个渠道派生情况的假设和预测情况如下：

近年来外汇占款变动较小，我们简单假设外汇占款变动为 0。

实体经济信贷派生 M2 约 9031 亿元，同比多增 1635 亿元：考虑到房地产政策纠偏，我们在 10 月 25 日的《行业快评：房地产金融政策纠偏，上调社融增速至 10.7%》中将 2021 年全年新增人民币贷款由 20.03 万亿元上调为 20.57 万亿元（社融项下人民币贷款），加回核销和 ABS 合计约为 22.0 万亿元。我们预计 10 月信贷投放比例为 4.0%（2018-2010 年同期均值为 3.7%），对应 9 月新增人民币贷款 8229 亿元。假设新增核销和 ABS 保持过去三年同期均值水平，则对应 2021 年 10 月新增人民币贷款（加回核销和 ABS）共 9031 亿元。

银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 1000 亿元。

政府债券发行等因素回笼 M2 约 6000 亿元。政府财政因素难以预测，我们主要根据过去三年同期均值调整。

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_28401

