

9 月金融数据点评

货币政策短期内或指向融资成本下降和中小微企业贷款

新增社融和新增信贷均低于市场预期；M2 同比增速上行超预期；流动性整体维持平稳，企业层面流动性继续回落，但从央行三季度调查问卷看，中小微企业融资需求依然较强；居民新增贷款较去年同期明显回落，企业中长期贷款较去年同期也大幅回落。

- 9 月新增社融 2.9 万亿元，新增人民币贷款 1.78 万亿元，社融存量同比增长 10%。9 月国内经济干扰因素较多，散发疫情、局地洪涝灾害、部分省份拉闸限电，都对实体经济资金需求有所抑制。
- 9 月 M2 同比增长 8.3%，M1 同比增长 3.7%，M0 同比增长 5.5%，单位活期存款同比增长 3.42%，准货币同比增长 10.02%。
- 9 月存款多增 2.33 万亿元，其中居民存款多增 2.07 万亿元，企业存款多增 5192 亿元，相较之下财政存款少增 5031 亿元。新增贷款 1.66 万亿元，其中短贷及票据多增 6398 亿元，中长贷新增 1.16 万亿元。
- 关注房地产和企业固定资产投资增速回落的趋势。9 月金融数据显示出，从央行流动性投放、金融市场流动性、企业和居民流动性三个层面来看，基本都处于相对均衡的水平。但从宏观经济发展趋势看，存在几个问题。一是企业的流动性偏好持续下降，9 月 M1 同比增速已经基本回落接近 2019 年水平，但同时企业的中长期贷款较去年同期出现了明显少增，说明企业固定资产投资的动力在减弱；二是居民贷款较去年同期明显少增，加之居民存款多增，以及央行三季度调查问卷显示储蓄倾向上升，秋冬季疫情容易多发等因素综合影响，居民消费增长的压力较大；三是目前房地产融资政策尚未放松，居民新增中长期贷款持续走弱，部分地区和城市发文规范房地产行业销售行为，可能进一步收紧地产资金面，持续拖累房地产固定资产投资。
- 货币政策短期内或指向融资成本下降和中小微企业贷款。9 月较 8 月 M2 增速上行，M1 增速下行，M0 增速下行，社融增速下行，新增社融低于市场预期，新增信贷低于市场预期，政府债发行放量，直接融资持续放量，表外融资未见放松，票据贷款较去年继续多增。我们认为当前货币政策依然易松难紧，但考虑到企业融资需求偏弱，居民存款多增，储蓄偏好上升等情况，流动性的结构问题更加突出。结合央行三季度调查问卷看，中小微企业融资需求仍在较高水平，因此在流动性投放方面，央行可能更倾向于结构性工具调整，同时三季度调查问卷也显示出，全面降准之后银行的盈利能力环比上行，这可能也为继续压降实体经济融资成本创造了空间。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融低于预期。9月新增社融2.9万亿元，较去年同期少增5693亿元，较8月少增558亿元，低于市场预期。9月社融存量同比增长10%，较8月下降了0.32个百分点，社融增速回落的幅度较8月有所收窄。9月国内经济干扰因素较多，散发疫情、局地洪涝灾害、部分省份拉闸限电，都对实体经济资金需求有所抑制。

人民币信贷低于预期。9月新增人民币贷款1.78万亿元，较去年同期少增1397亿元，较8月多增5061亿元，略低于市场预期。社融各个分类与去年同期相比，都出现不同程度少增，直接融资少增的幅度最小，主要是受到企业债和股票融资量平稳支撑，表外融资少增幅度较大，表明政策压缩表外的力度不减；从细项看，与去年同期相比，政府债少增主要是受到去年同期基数高的影响，汇票少增背后主要是实体经济融资需求走弱。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	29,000	17,774	(18)	(22)	(2,129)	15	1,400	772	8,109
环比上月变动	(558)	5,061	(365)	(199)	(767)	(112)	(2,941)	(706)	(1,629)
同比去年同期	(5,693)	(1,397)	284	295	(970)	(1,488)	84	(369)	(2,007)

资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	17,756	(2,136)	2,172	11,208
环比上月变动	4,696	(1,078)	(3,647)	(529)
同比去年同期	(1,113)	(2,163)	(285)	(2,132)

资料来源: 万得, 中银证券

政府债券融资占比继续上升。从社融存量结构来看，2021年9月与8月相比，占比上升的主要是政府债券，占比上升0.11%，以及人民币贷款占比较8月上升了0.02%；与去年同期相比，依然是人民币贷款和政府债券占比大幅上升，股票占比小幅上升。社融存量结构变化趋势与此前一致，人民币贷款占比持续上升，表外融资占比持续下降，表明社融表外转表内的方向没有变化，但需要关注的是，随着房地产企业风险暴露，不排除后续房地产融资政策边际有所放松，届时表外融资占比下行的过程可能阶段性见底。

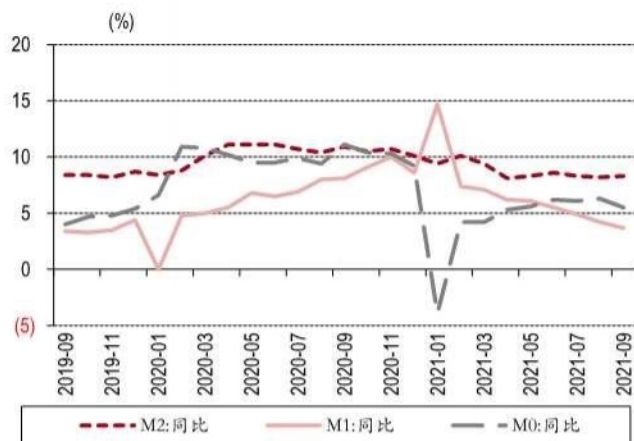
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

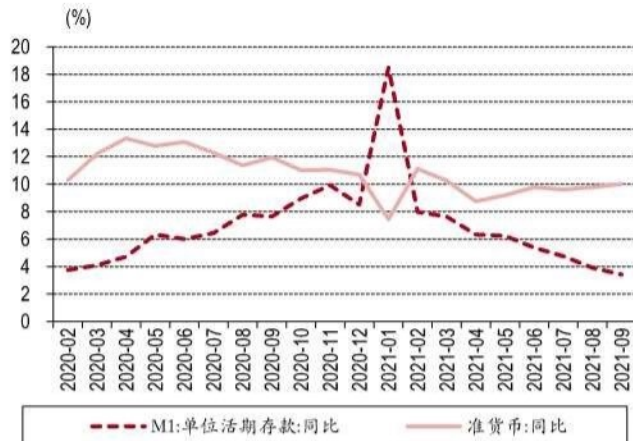
M2 增速超预期。9 月 M2 同比增长 8.3%，较 8 月上升 0.1 个百分点；M1 同比增长 3.7%，较 8 月下降 0.5 个百分点；M0 同比增长 5.5%，较 8 月下降 0.8 个百分点。9 月单位活期存款同比增长 3.42%，较 8 月下降 0.49 个百分点，准货币同比增长 10.02%，较 8 月上升 0.24 个百分点。9 月有跨季末因素影响，M0 同比增速依然较 8 月明显下滑，但从拆借利率波动水平正常来看，央行的货币政策操作依然保持了流动性平稳；企业层面流动性偏好回落，M1 增速继续向疫情前水平方向下行；9 月国内部分地区出现散发疫情，对双节消费产生了一定负面影响，加之居民储蓄倾向上升，因此居民部门流动性同比增速小幅上行。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

财政支出持续发力，居民存款明显多增。9 月存款多增 2.33 万亿元，其中居民存款多增 2.07 万亿元，企业存款多增 5192 亿元，相较之下财政存款少增 5031 亿元。9 月多地散发疫情影响持续，防控政策影响居民消费，导致居民存款较 8 月多增 1.73 万亿元，双节消费因此受到一定拖累；财政存款较 8 月少增 6755 亿元，财政支出力度进一步加大，预计随着政府债券发行持续放量，年内基建投资有望持续回升。

票据融资量继续多增，居民贷款相较回落。9 月新增贷款 1.66 万亿元，较去年同期少增 2400 亿元，其中短贷及票据多增 6398 亿元，较去年同期多增 4362 亿元，中长贷新增 1.16 万亿元，较去年同期少增 5427 亿元。9 月新增票据融资 1353 亿元，较 8 月少增 1460 亿元，但较去年同期多增 3985 亿元，融资量持续多增，但居民贷款表现较弱，9 月新增 7886 亿元，较去年同期少增 1721 亿元，其中居民短贷少增 175 亿元，中长贷少增 1695 亿元，除此之外，还有企业中长贷较去年同期少增 3732 亿元。新增信贷较去年同期回落，说明实体经济目前流动性相对平稳，融资需求持续走弱。

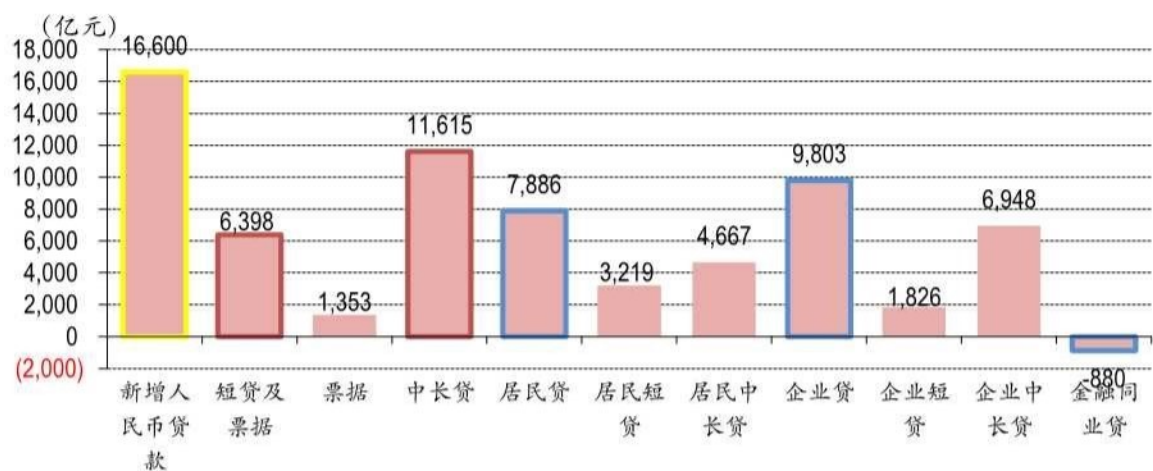
关注房地产和企业固定资产投资增速回落的趋势。9 月金融数据显示出，从央行流动性投放、金融市场流动性、企业和居民流动性三个层面来看，基本都处于相对均衡的水平。但从宏观经济发展趋势看，存在几个问题。一是企业的流动性偏好持续下降，9 月 M1 同比增速已经基本回落接近 2019 年水平，但同时企业的中长期贷款较去年同期出现了明显少增，说明企业固定资产投资的动力在减弱；二是居民贷款较去年同期明显少增，加之居民存款多增，以及央行三季度调查问卷显示储蓄倾向上升，秋冬季疫情容易多发等因素综合影响，居民消费增长的压力较大；三是目前房地产融资政策尚未放松，居民新增中长期贷款持续走弱，部分地区和城市发文规范房地产行业销售行为，可能进一步收紧地产资金面，持续拖累房地产固定资产投资。

图表 6. 新增存贷款变化 (单位: 亿元)

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	23,300	20,662	5,192	(5,031)	(669)	3,146
环比上月变动	9,600	17,324	(416)	(6,755)	(1,662)	1,109
同比去年同期	7,500	1,240	(4,917)	3,286	2,508	5,383
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	16,600	6,398	11,615	7,886	9,803	(880)
环比上月变动	4,400	3,238	2,141	2,131	2,840	(199)
同比去年同期	(2,400)	4,362	(5,427)	(1,721)	345	(679)

资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: 万得, 中银证券

货币政策短期内或指向融资成本下降和中小微企业贷款。9月较8月M2增速上行, M1增速下行, M0增速下行, 社融增速下行, 新增社融低于市场预期, 新增信贷低于市场预期, 政府债发行放量, 直接融资持续放量, 表外融资未见放松, 票据贷款较去年继续多增。我们认为当前货币政策依然易松难紧, 但考虑到企业融资需求偏弱, 居民存款多增, 储蓄偏好上升等情况, 流动性的结构问题更加突出。结合央行三季度调查问卷看, 中小微企业融资需求仍在较高水平, 因此在流动性投放方面, 央行可能更倾向于结构性工具调整, 同时三季度调查问卷也显示出, 全面降准之后银行的盈利能力环比上行, 这可能也为继续压降实体经济融资成本创造了空间。

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_27692

