



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

相关研究

【德邦宏观芦哲】“双控”或将持续拖累经济——2021 年 9 月官方 PMI 点评

【德邦宏观芦哲】“恒大风波”的风险传导几何？

三季度底部徘徊、四季度温和回升 ——9 月货币信贷数据点评

投资要点:

- **社融和信贷增速延续筑底，但是信用周期已在平滑筑底，信贷政策优化调整和基数效应减弱或推动社融增速温和回升。**展望 10 月至 12 月，有三项主要因素推动社融增速回升：(1) 再贷款“结构性宽信用”支撑，9 月新增 3,000 亿元支小再贷款政策之后，四季度推出针对碳减排政策支持企业的“绿色再贷款/再贴现”新型工具依旧是较大概率事件，结构型货币政策有加码空间；(2) 9 月末面对因房地产融资政策收紧引发局部风险，央行或优化贷款调控政策，具体来看，针对被“误伤”的首套房购置、“卖一买一”改善型需求等刚性购房群体适当增加信贷投放，并缩短放贷周期，做到信贷资源的再分配，中长期贷款或因政策结构优化而继续维持总量稳健增长的态势；(3) 基于 2020 年四季度政府债券发行低基数的效应，2021 年四季度政府债券发行将推动社融增速走高。无论是 8 月份报道的“留足部分专项债额度待 12 月份发行”，还是 9 月底报道的“预留至 12 月的专项债额度要求提至 11 月底前发行完毕”，均意味着 10 月至 11 月债券供给量将继续保持在高位，政府债券融资从基数层面推动社融增速在四季度走高。
- **结构性“定向宽信用”效力几何？**进入四季度之后，对货币政策的制约因素渐渐增多，国内经济潜在经济增速下移、通货膨胀压力增强、降低实体经济融资成本、配合财政等多元政策维护流动性供需平衡等多个目标对货币政策的腾挪空间形成挑战；海外经济全球市场基准预期 11 月至 12 月美联储将启动削减 QE、美元指数和美债收益率上行导致人民币汇率边际贬值压力增强等外部挑战亦在强化。面对内外部政策平衡的挑战，展望后期来看，继续加码结构型货币政策、再宽松总量型货币政策依旧是可选项，然而“降息”动用价格工具的概率较低。
- **市场启示：短期关注“滞胀”、中期存在做多支撑。**债券市场倾向于看到实际的宽信用之后才决定具体资产配置，而在信用周期平滑筑底之时，债券市场短期交投矛盾已经切换至大宗商品涨价、以及 PPI 向 CPI 的传导方面，市场对经济陷入“滞胀”困境的忧虑提升，在“滞胀”阶段，通胀以及为了治理通胀而收紧的货币政策“双杀”债券资产。从中期来看，经济下行压力有增无减，决定了货币政策“易松难紧”，在推动“结构性宽信用”的过程中，缺失不了维持货币供给宽松和利率稳定波动的支撑，做多债券资产中期依然有基本面支撑。
- **风险提示：内外部均衡的挑战。**(1) “滞胀”压力超预期演化或 CPI 涨价的“全面通胀”压力抬升；(2) 美债收益率上行引致跨境资金流动性风险提升；(3) 走强的美元指数增大人民币汇率贬值压力，制约货币政策。

内容目录

1. 四季度基数效应减弱或推动社融增速抬升	3
1.1. 社融：延续惯性筑底	3
1.2. 信贷：票据“该弱不弱”、信贷“该强不强”	5
1.3. 债券融资：“市场信用”增速小幅回落	7
1.4. 票据融资：维系“信贷多增、票据不弱”	8
2. 企业活化程度下降、财政存款延续缓支	9
3. 结构性“定向宽信用”效力几何？	9
4. 债券市场启示：短期交投矛盾切换、中期存在做多支撑	10
5. 风险提示：内外部均衡的挑战	11

图表目录

图 1：9 月份新增社会融资规模构成（单位：亿元）	4
图 2：2018 年至 2021 年前三季度新增社会融资分项对比（单位：亿元）	4
图 3：9 月份新增人民币贷款构成（单位：亿元）	6
图 4：2021 年年内信贷期限结构延续短期化	6
图 5：2018 年至 2021 年前三季度新增贷款分项对比（单位：亿元）	6
图 6：“新增信贷+企业债券”表征的“市场信用”小幅回落	7
图 7：新增专项债发行进度	8
图 8：新增一般债发行进度	8
图 9：9 月份维系“信贷多增、票据不弱”	8
图 10：2021 年 9 月份财政继续缓支	9
图 11：9 月 M2-M1 剪刀差和 CPI-PPI 剪刀差延续“背离”	9
图 12：9 月份新增人民币存款构成（单位：亿元）	9
图 13：10Y 国债收益率指向信贷和 M2 剪刀差或回落	10
图 14：社融和 M2 之差惯性回落提供做多债券的安全边际	10

10月13日央行发布9月份金融统计数据显示：新增人民币贷款1.66万亿元，同比少增2,327亿元，本币贷款余额增速环比回落0.2个百分点至11.90%，比2020年同期低1.1个百分点；新增社会融资规模2.90万亿元，同比少增5,675亿元，社融存量增速环比回落0.3个百分点至10.0%；M2同比增长8.30%，分别比8月环比回升0.1个百分点，比去年同期低2.6%；M1同比增长3.70%，分别比8月末和去年同期低0.5和4.4个百分点。10月至12月有三项主要因素推动社融增速回升：

(1) 再贷款“结构性宽信用”支撑，9月初央行确认新增3000亿元再贷款额度并在年内以优惠利率发放，并在9月23日央行主持召开的电视会议上强调再贷款落实，缓解中小企业“融资难、融资贵”，并且四季度央行或落地新型“再贷款/再贴现”工具支持碳减排；

(2) 9月末面对因房地产融资政策收紧引发局部风险，央行或优化贷款调控政策，具体来看，针对被“误伤”的首套房购置、“卖一买一”改善型需求等刚性购房群体适当增加信贷投放，并缩短放贷周期，做到信贷资源的再分配，中长期贷款或因政策结构优化而继续维持总量稳健增长的态势；

(3) 基于2020年四季度政府债券发行低基数的效应，2021年四季度政府债券发行将推动社融增速走高。无论是8月份报道的“留足部分专项债额度待12月份发行”，还是9月底报道的“预留至12月的专项债额度要求提至11月底前发行完毕”，均意味着10月至11月债券供给量将继续保持在高位，政府债券融资从基数层面推动社融增速在四季度走高。

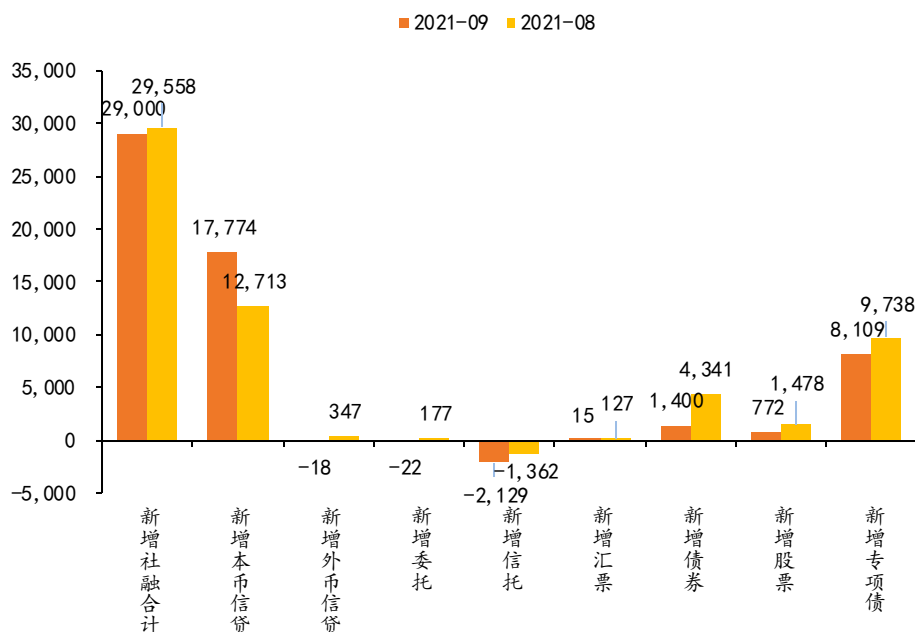
1. 四季度社融增速或温和抬升

1.1. 社融：延续惯性筑底

社融三季度惯性滑落筑底、四季度或有抬升。9月社会融资规模存量同比增速较8月份的10.30%回落0.3个百分点至10.0%，剔除政府债之后的“旧口径社融”增速则为9.3%，比8月份环比回落0.3个百分点。

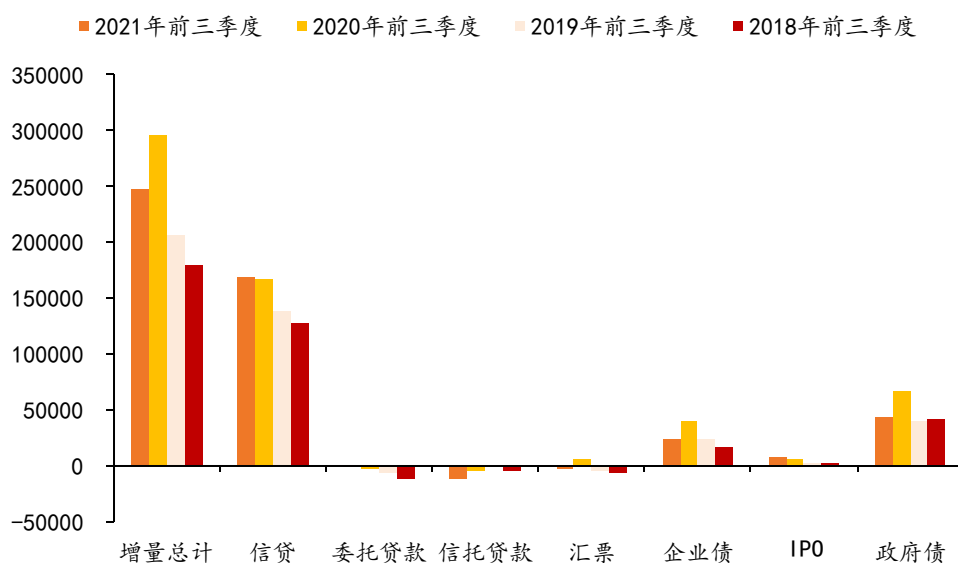
从新增社融的分项来看：(1) 表内信贷增长显著，成为9月份拉动社融增速回升的主要推动力量，本币信贷环比增加5,061亿元，但是与2020年同期相比依旧少增1,397亿元；(2) 滞后的专项债融资、受房地产局部风险暴露而收紧的企业债券融资以及受房地产项目牵连的信托融资成为拖累社融的主要因素，分别来看，9月份新增专项债融资比8月份环比减少1,629亿元，和2020年同期相比少增2,007亿元，尽管8月至9月财政债务融资节奏有所恢复，但是相比于2020年8月至9月的发行融资高峰，专项债融资依旧为主要拖累项目；9月份信托融资比8月份萎缩767亿元；9月新增企业债券融资比8月份减少2,941亿元，和2020年同期相比多增84亿元，显然9月份发酵的房地产行业债券偿付风险拖累了信用债的整体表现。

图 1：9 月份新增社会融资规模构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2018 年至 2021 年前三季度新增社会融资分项对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

区分“宽信用”的不同阶段。央行同期发布了前三季度的年内累计增量规模，2021 年 1-9 月份新增社融规模仅有 24.75 万亿元，比 2020 年 1-9 月的 29.62 万亿元少增 4.87 万亿元，却比 2019 年同期多增 4.14 万亿元。再拉长时间维度，2018 年 1-9 月份新增社融规模则是约 18 万亿元，由于 2018 年是市场公认的“紧信用”的年份，通过对比 2018 年至 2021 年四年维度的历史数据可以发现：

（1）2018 年至 2021 年表内信贷融资稳健增长，从 2018 年前三季度新增 12.8 万亿到 2021 年前三季度新增 16.8 万亿，表内新增人民币贷款持续增长指向实体经济的信贷融资需求并未陷入停滞，导致社融增速呈现“宽信用”和“紧信

用”之间切换的来自实体经济其他融资需求的变化；

(2) 2018 年至 2021 年“表外融资”有序压降，2016 年底至 2017 年资管行业“去通道化”去杠杆以来，表外融资即处于逐年萎缩的状态，只是在不同年份有不同压降的重点，2018 年至 2019 年委托贷款压降幅度较大，而 2020 年至 2021 年压降信托贷款成为重点，且 2021 年受到房地产行业局部风险释放的影响，信托压降规模继续扩张，表外转表内的融资结构切换在可预期的未来依然将持续；

(3) 2021 年持续拖累社融增速的分项是政府债券融资，2021 年前三季度仅有 4.4 万亿新增规模，远低于 2020 年前三季度高达 6.7 万亿的增量，然而再对比 2018 年至 2019 年，2018 年前三季度政府债券融资新增 4.2 万亿，2019 年前三季度新增 3.99 万亿，2021 年的数值虽然低于 2020 年，但是却高于 2018 年至 2019 年同期，显示的是 2020 年疫情的经济效应逐步减弱之后，2021 年财政政策正在处于正常化修复的过程中，和 2018 年至 2019 年非疫情常态化时期相比，2021 年的财政政策并没有显著“后置”，基于 2020 年基数效应政府债券融资拖累社融增速下行，但是这并非是“紧信用”的特征，那么同样的 2021 年四季度基数效应减弱之后的社融增速回升，亦不能看成“宽信用”的起步。

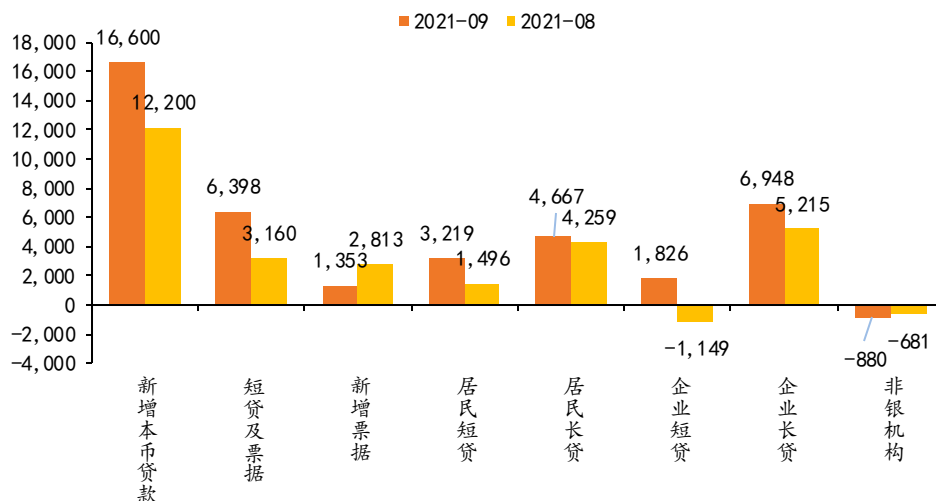
1.2. 信贷：票据“该弱不弱”、信贷“该强不强”

社融分项对实体经济发放贷款增加 1.78 万亿元，和去年同期相比少增 1,397 亿元；增添非银贷款之后的金融机构口径新增本币贷款 1.66 万亿，和 2020 年同期相比少增 2,327 亿元。2021 年年内信贷结构延续“短期化”，中长期信贷占新增信贷比例降低至 69.97%。

从居民部门来看，9 月份居民部门贷款增加 7,886 亿，同比 2020 年 9 月少增加 1,721 亿，主要拖累项来自中长期贷款，受到房地产按揭贷款调控政策影响，居民部门中长期贷款少增 1,695 亿元，而体现消费意愿的居民短期贷款则同比少增 175 亿。9 月底央行在两次会议场合提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，预计后续央行或优化地产调控政策，针对被“误伤”的首套房购置、“卖一买一”改善型需求等刚性购房群体适当增加信贷投放，并缩短放贷周期，做到信贷资源合理再分配，居民中长期信贷或受到部分支撑。

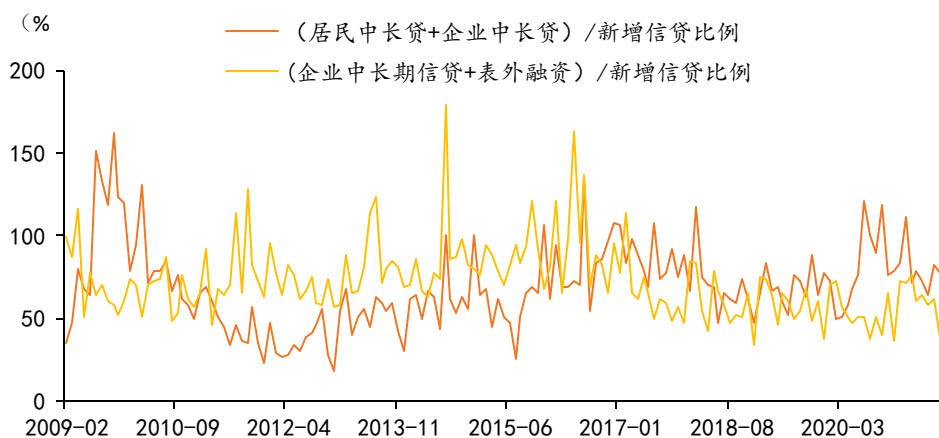
从企业部门来看，9 月份企业部门贷款增加 9,803 亿，同比多增加 345 亿，其中企业部门短期贷款同比多增 552 亿元，和居民部门表现一致，企业部门中长期信贷同比少增 3,732 亿，成为拖累企业部门融资增长的主要因素。企业部门票据融资依然保持高增长，9 月单月新增 1,353 亿元，虽然较 8 月份的 2,813 亿元环比回落 1,460 亿元，但是对比 2020 年 9 月的萎缩量，票据融资依旧同比多增 3,985 亿。票据融资“该弱不弱”和中长期信贷“该强不强”一方面体现出实体经济融资需求依旧萎靡，另一方面则是央行“引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资”政策效应支撑票据融资增长。

图 3：9 月份新增人民币贷款构成（单位：亿元）



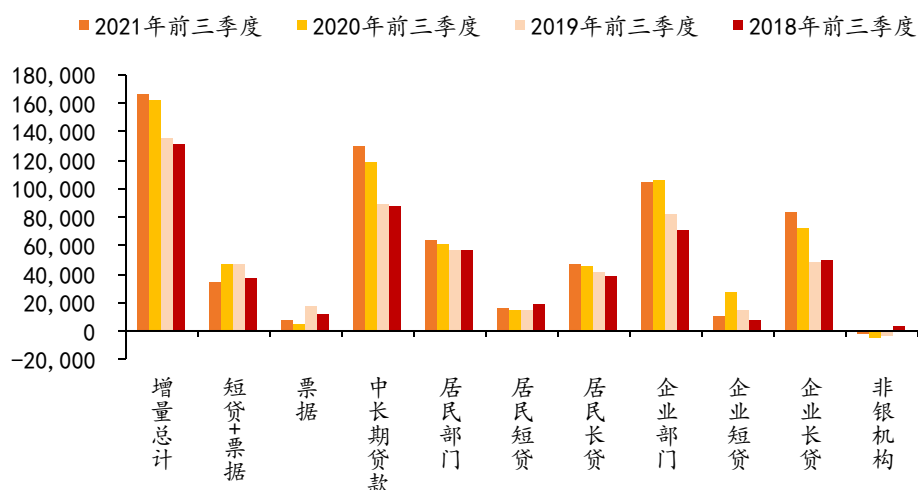
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2021 年年内信贷期限结构延续短期化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：2018 年至 2021 年前三季度新增贷款分项对比（单位：亿元）



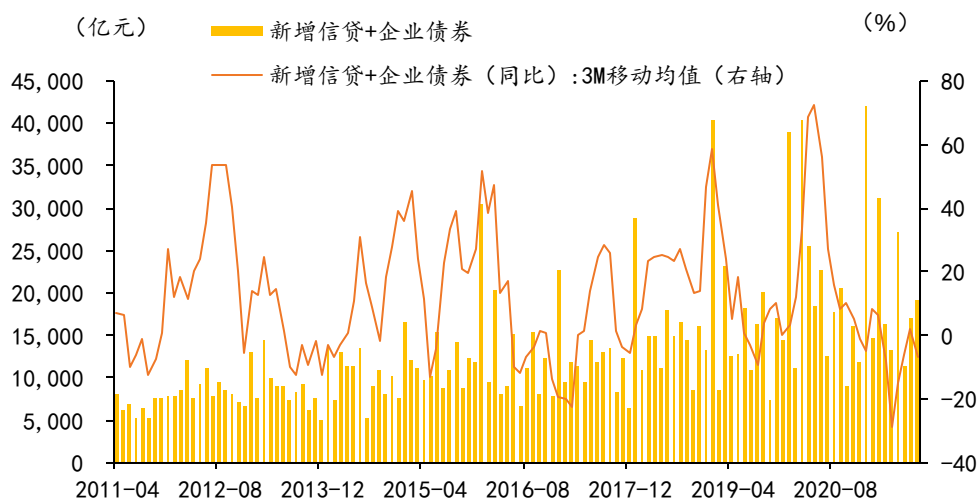
资料来源：Wind，德邦研究所

前三季度新增本币贷款规模 16.72 万亿元，同比多增 4,624 亿元，继续拉长时间周期看，2018 年前三季度本币贷款仅新增 13.14 万亿，与社融口径本币信贷趋势一致，2018 年至 2021 年本币信贷维持稳健增长。从分部门贷款增长情况看，导致信贷增长波动的主要影响因素来自短期贷款、票据融资和非银金融机构贷款。2021 年前三季度企业部门票据融资仅是多于 2020 年同期，绝对增量上少于 2018 年和 2019 年同期，体现出依赖票据融资的中小企业在 2021 年面临经营性融资难题，引致支持标准化票据融资业务为中小企业纾困的定向信用出台。

1.3. 债券融资：“市场信用”增速小幅回落

“市场信用”度过拐点、小幅回落。9 月企业债净融资 1,400 亿元，同比仅多增 84 亿元。从 Wind 口径统计的企业债到期和发行来看，9 月份受到房地产行业局部信用风险暴露的影响，债券市场风险偏好下降，2021 年 9 月信用债总发行量仅有 2.77 万亿，叠加到期量 2.53 万亿元，导致 9 月份信用债净融资规模仅有 2,409 亿元，相比 8 月和 7 月分别新增净融资 6,549 亿元和 5,065 亿元则是“腰斩”式下降。除非货币政策稳定信用环境的政策出台，金融市场风险偏好的修复或还需一段时日。以企业信贷和企业债净融资之和指征“市场信用”，虽然“市场信用”底部已经在 5 月份出现，但是由于 9 月份信用风险事件爆发，引致 9 月份“市场信用”增速出现小幅回落。

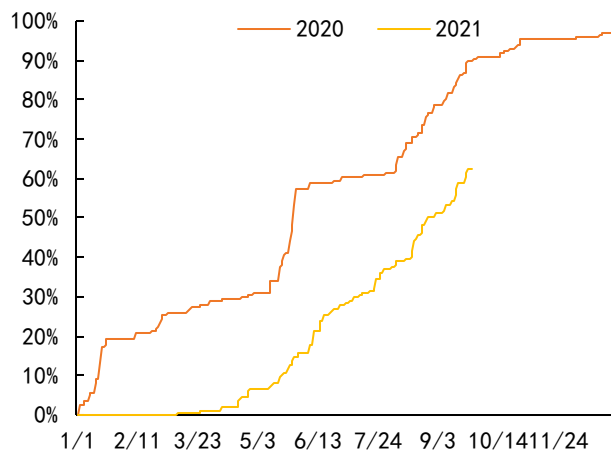
图 6：“新增信贷+企业债券”表征的“市场信用”小幅回落



资料来源：Wind，德邦研究所

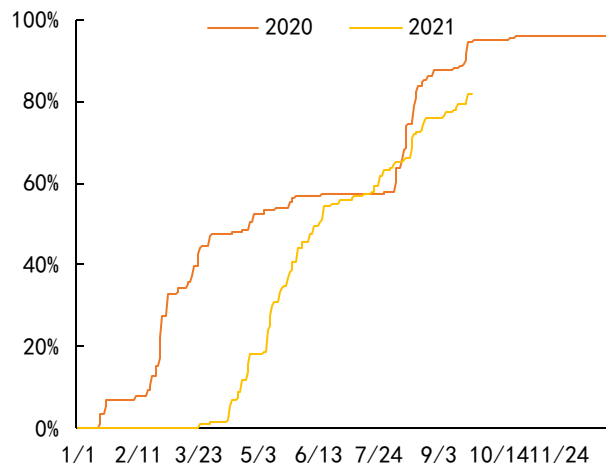
9 月份政府债券融资新增 8,109 亿元，比 8 月份环比减少 1,629 亿元，和 2020 年 9 月同期相比少增 2,007 亿元。由于 2020 年 8 月至 9 月是当年度政府债券发行的高峰期，高基数效应导致政府债券融资成为社融的主要拖累项，那么同样的，当基于 2020 年四季度政府债券发行较低的基数效应影响下，2021 年四季度政府债券发行将推动社融增速走高。无论是 8 月份报道的“留足部分专项债额度待 12 月份发行”，还是 9 月底报道的“预留至 12 月的专项债额度要求提至 11 月底前发行完毕”，均意味着 10 月至 11 月债券供给量将继续保持在高位。

图 7：新增专项债发行进度



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：新增一般债发行进度



资料来源：Wind，德邦研究所

根据最新的数据统计，2021 年 9 月新增一般债券发行 485.56 亿元，相较 8 月下降 53.60%。新增专项债发行 5,230.69 亿元，与 8 月相比环比上升 7.10%。再融资债券发行 1,662.19 亿元，相较 8 月环比下降 42.02%。2021 年 1 月-9 月，地方政府新增一般债累计发行 6,818.86 亿元，新增专项债发行约 2.37 万亿元，新增一般债剩余 1,181.14 亿元待发，新增专项债剩余 1.10 万亿元待发。因此平均折算下来，10 月至 11 月平均发行达到大约 6,500 亿元。

1.4. 票据融资：维系“信贷多增、票据不弱”

9 月 1 日召开的国常会上，在通过新增 3000 亿元支小再贷款和支持票据再贴现之外，提出要“引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资，人民银行提供再贴现支持，缓解中小微企业占款压力”，9 月份票据融资新增 1,353 亿元，虽然相比 8 月份大幅回落，但是和 2020 年同期相比反而多增长 3,985 亿元，指向针对中小微企业的定向“宽信用”政策正在显现效应，同期企业部门中长期贷款延续多增，8 月至 9 月的“信贷多增、票据不弱”的局面或延续至四季度。

图 9：9 月份维系“信贷多增、票据不弱”

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_27698

