

宏观点评

信贷社融继续走弱，降准降息和宽信用能来么？

事件：9月新增人民币贷款1.66万亿（2020年9月1.9万亿，2019年9月1.69万亿），预期1.93万亿，前值1.22万亿；新增社融2.9万亿（2020年9月3.47万亿，2019年9月2.51万亿），预期3.24万亿，前值2.96万亿；M2同比8.3%，预期8.1%，前值8.2%。

核心结论：总体看，9月信贷和社融延续走弱，且均不及预期，反映的还是经济疲软拖累融资需求以及严监管、控地产、压表外的约束效应；而政府融资仍旧未见起色，表明地方发力、基建回升可能仍需时日。展望四季度，鉴于近期国务院、央行、发改委等陆续开会强调加强跨周期调节，着力稳增长、稳就业，尤其是央行明确要保持信贷稳定增长以及多部委开会维稳房地产（地产调控也有可能边际松动），再叠加我们一直提示的可能降准甚至降息，预计Q4信贷有望回升，社融增速也可能走稳甚至小升。不过，基于近期经济走势和近来的政策力度，市场期待的宽信用应仍需等待。

1、新增贷款连续两个月低于预期，也是连续两个月同比少增：居民贷款连续6个月同比少增，主因严控地产、地产销售差和消费疲软；另一方面企业贷款同比多增规模为6月以来最低，企业中长期贷款同比大幅少增，票据融资则延续高增，体现的还是经济下行压力带来的融资需求不足。

>总量方面，9月新增信贷1.66万亿，同比少增2400亿，明显低于季节性（过去5年同期均为同比多增），其中：居民贷款新增7866亿，同比少增1721亿；企业贷款新增9803亿，同比多增345亿；非银机构贷款减少880亿，同比多减679亿。

>居民贷款持续走弱，主因严控地产、地产销售差和消费疲软。9月居民短贷增加3219亿，同比少增175亿，较2019年同比多增512亿，总体偏弱，应是严控消费贷和消费走弱（9月汽车销售进一步大降）。9月居民中长期贷款新增4667亿，同比少增1695亿，为连续第5个月同比少增，主因是严调控下的地产销售景气下滑。9月30城商品房成交面积同比下降27.1%，环比8月下降2.7%。需注意的是，国庆期间地产销售有所反弹，近来也有地方地产政策有边际松动迹象，要紧盯其持续性。

>企业贷款小幅企稳，但延续了“中长贷同比少增+票据冲量”的结构组合，主因仍是经济下行压力拖累实体融资需求。企业贷款新增9803亿，同比多增345亿，较2019年同期少增310亿，其中：企业中长贷新增6948亿，同比少增3732亿，高基数之外，主要还是经济疲软的拖累（比如9月PMI时隔18个月再度降至荣枯线下方），表内票据新增1315亿元，同比大幅多增3985亿，延续了6月以来高增态势；企业短贷新增1826亿，同比多增552亿，应和企业流动性压力变大有关。

2、新增社融不及预期，存量增速续降，结构再恶化，尤其是政府融资仍未见起色。

>9月新增社融2.9万亿，同比少增5693亿（连续第三个月同比少增近6000亿），也低于市场预期的3.24万亿。社融存量同比增速较前值回落0.3个百分点至10%，剔除政府债券口径的同比增速较前值回落0.24个百分点至9.34%。其中：1）社融口径的新增人民币贷款1.78万亿元，同比少增1397亿元，回落原因和前述新增信贷一样；2）9月政府债券净融资新增8109亿，不及8月的9738亿，同比更是少增2007亿，表明地方政府仍旧没有发力；3）表外融资减少2136亿，同比少增2163亿，其中，最大拖累是信托贷款，9月当月减少2129亿为年内最大（1-8月月均减少1271亿），可能与近期违约事件导致房地产信托贷款大幅萎缩有关。

3、M1时隔近2年再低于4%，M2小升但大幅低于去年同期，再结合社融-M2延续下降，仍体现的是地产降温、消费疲软和融资需求不及供给。

>8月M1同比回落0.5个百分点至3.7%，为2019年12月以来再次低于4%，应与地产销售大降和消费疲软有关；9月M2同比小升0.1个百分点至8.3%，但不及去年同期的10.9%，信贷低迷是主要拖累。存款看，9月新增存款2.33万亿，同比多增7437亿元，其中：非金融企业存款同比少增4917亿，主因贷款派生减少；居民存款大幅走高至2万亿，同比多增1240亿，应有季节性因素（国庆节前居民提前赎回基金产品等）；财政存款同比少减3286亿，应也和财政支出不高有关。

风险提示：疫情演化超预期，政策力度大超预期

作者

分析师 熊园

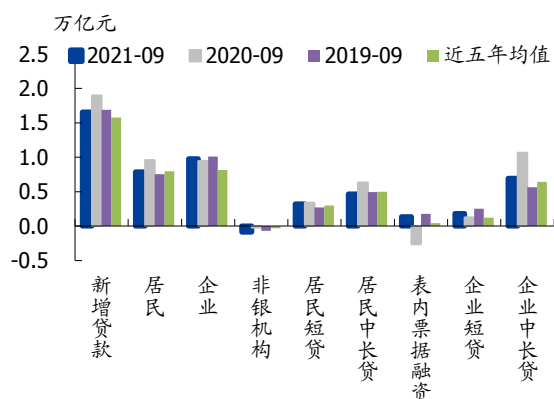
执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

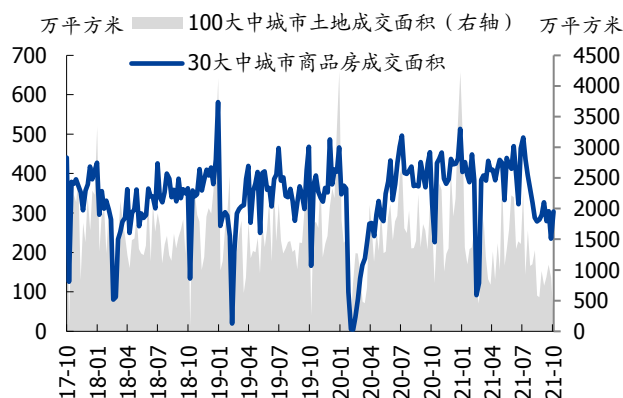
- 1、《供需结构性矛盾凸显，紧盯三条政策主线》2021-09-30
- 2、《实体弱、政策起，关注Q4宽货币+稳信用——兼评8月信贷社融》2021-9-10
- 3、《社融大幅走弱，需求差在哪了？——兼评7月信贷社融》2021-08-11
- 4、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2021-08-10
- 5、《重要的转折——逐句解读7.30政治局会议》2021-07-30
- 6、《客观看待信贷社融超预期，下半年节奏有三大扰动》2021-07-10

图表1: 9月居民贷款同比少增, 企业贷款同比多增



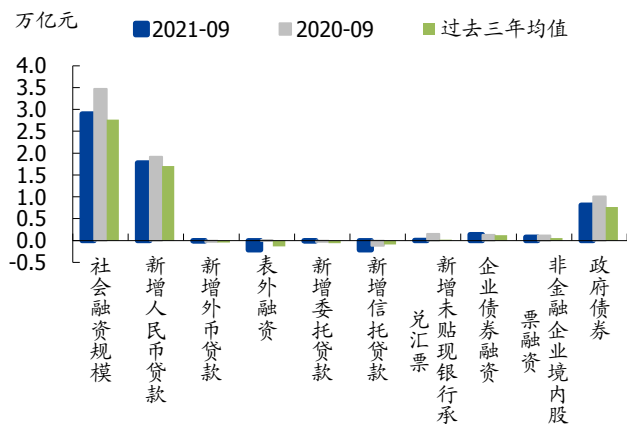
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 地产与土地成交均大幅回落



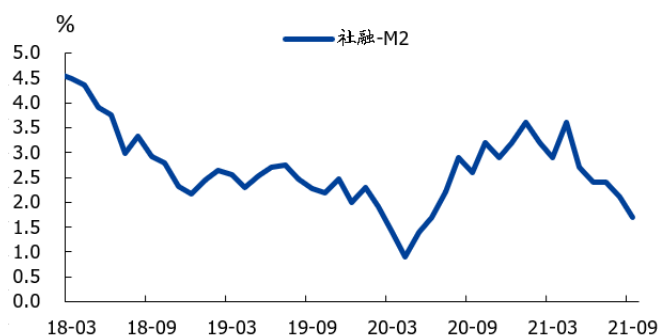
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 9月新增社融同比少增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 社融-M2增速延续下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_27721

