

## 2021 年 9 月金融数据点评

### 货币宽松已在路上？

#### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.  
com.cn

#### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



#### 事项：

2021 年 9 月新增社融 2.93 万亿，新增人民币贷款 1.66 万亿，M2 同比 8.3%。

#### 平安观点：

- **社融增长超预期下滑。**9 月社融存量同比进一步走低 0.3 个百分点，至 10.0%，排除基数因素后，两年平均的社融增速也小幅下降了 0.1 个百分点，至 11.7%。**9 月社融增长不及预期的原因主要在于：城投和房地产监管因素下，直接融资增长显著放缓（9 月地产债发行持续遇冷，城投债净融资额比 8 月出现明显下降，拖累企业债券融资，股票融资也不复 8 月的迅猛增长），信托贷款压降节奏进一步加快，而政府债券融资放量不及预期。**如果全年专项债如期发完，将对四季度社融贡献约 1 万亿增量，应可有效拉动社融增速企稳。
- **贷款有效需求仍然不足。**9 月贷款存量增速进一步下降 0.2 个百分点至 11.9%，已经创下近年来新低。9 月信贷数据表明，严监管和恒大事件冲击波下，企业有效贷款需求仍明显不足，这集中体现在企业短期贷款和票据融资高增，而中长期贷款与去年差距拉大上。
- **M2 增速与社融增速背离。**9 月 M2 同比回升 0.1 个百分点至 8.3%，与社融增速的下滑相背离。**其原因在于直接融资部分：直接融资计入社融、但不派生 M2，而 9 月社融低于预期的主要原因正在于直接融资增长显著放缓。**从存款结构来看，9 月居民部门存款和非银行金融机构存款均显著强于季节性，居民存款的变化与今年季末月份偏高的特点相一致。而非银金融机构存款多增，可能部分源于银行向非银金融机构资金融出增加（譬如增加购买资管产品），银行向非银融出资金的过程会计入 M2、但不计入社融，如果资金这样滞留在了金融体系内部，也会造成 M2 增长好于社融的情况。
- **9 月货币金融数据突出体现了，监管政策叠加已经产生较为明显的信用收紧效应。**预计四季度地方专项债错位发行，有望拉动社融增速企稳，但仍需警惕房地产、城投领域融资需求收缩过快，导致结构性宽松政策难以对其形成有效冲抵的情况。展望后续，地方政府债务的严监管，与房地产调控的严基调不会也不应改变，至多也就是边际意义上的调整。在此情况下，对货币政策进一步放松的呼声或诉求无疑会进一步增加。但考虑到美联储削减资产购买“箭在弦上”，以及海内外通胀形势的不确定性均在增加，我国货币政策宽松的空间依然受到限制，定向纾困与结构性宽信用可能仍是政策重点。今日有关央行即将降准的传闻“起而复止”，也许正折射出货币政策在多重约束下的细加权衡。

## 一、社融增长超预期下滑

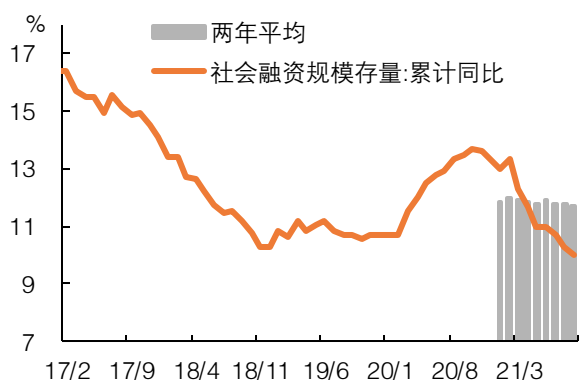
9月新增社融2.93万亿，比上年同期少增5675亿元，社融存量同比进一步走低0.3个百分点，至10.0%；排除基数因素后，两年平均的社融增速也小幅下降了0.1个百分点，至11.7%。**9月社融增长不及预期的原因主要在于：城投和房地产监管因素下，直接融资（企业债券和股票）增长显著放缓，信托贷款压降节奏进一步加快，而政府债券融资放量不及预期。**具体地：

**表内融资：**9月社融口径新增人民币贷款1.77万亿，低于去年同期约1397亿，与上月情况相差不大，保持了三季度以来的偏弱状态。

**表外融资：**9月新增委托贷款-22亿，同比少降295亿元，委托贷款延续回暖特征；新增信托贷款-2129亿元，同比多降970亿元，信托“两压一降”要求下，压降节奏进一步加速；未贴现银行承兑汇票增加15亿元，同比少增1488亿元，略高于过去几年同期平均水平，表外票据增长平稳正常。

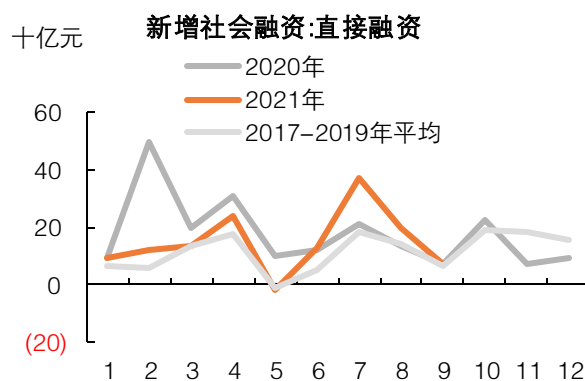
**直接融资：**9月新增企业债券融资1400亿，同比略多84亿元，增长相比此前三月有所放缓。9月地产债发行持续遇冷，城投债净融资额比8月出现明显下降，拖累企业债券融资。非金融企业境内股票融资772亿元，同比少增369亿元，不复8月的迅猛增长，成为9月社融的一个拖累因素。政府债券净融资81098亿元，同比少2007亿元，地方专项债发行加速度不及预期。目前，地方专项债发行仅完成2.37万亿，尚有1.1万亿待发行。如果全年专项债如期发完，将对四季度社融贡献约1万亿增量，应可有效拉动社融增速企稳。

图表1 9月社融增速继续下探，两年平均值略降



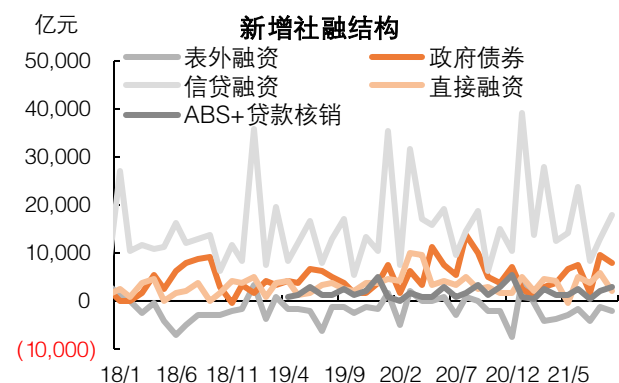
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 9月企业债券和股票融资显著放缓



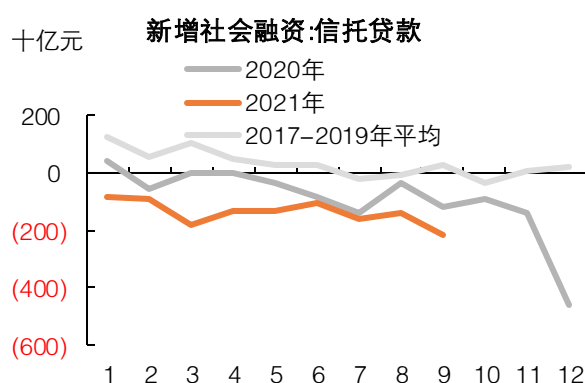
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 9月政府债券融资放量不及预期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 9月信托贷款加速压降



资料来源:wind, 平安证券研究所

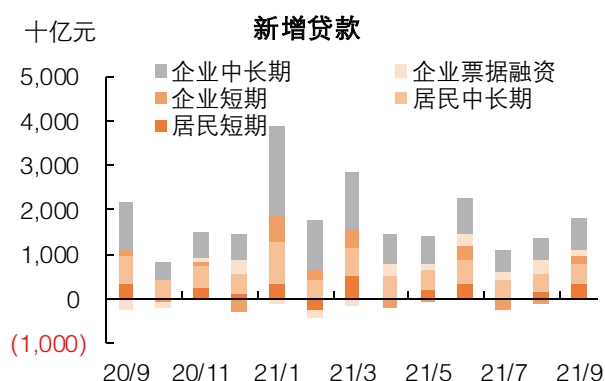
## 二、贷款有效需求仍然不足

9月新增人民币贷款1.66万亿，比去年同期显著少增2400亿；贷款存量增速进一步下降0.2个百分点至11.9%，已经创下近年来新低。9月信贷数据表明，严监管和恒大事件冲击下，企业有效贷款需求明显不足，企业短期贷款和票据融资高增，而中长期贷款与去年差距拉大。具体地：

**新增居民短期贷款** 3219亿，今年以来居民短期贷款增长在季末均呈超季节性表现，而非季末月份则不及季节性表现。但3月和6月增量均高于2020年同期，9月却有所不及，这意味着三季度以来居民短期贷款增长放缓，可能对应了居民消费的低迷。**新增居民中长期贷款** 4667亿，延续了7月以来低于过去几年同期的状态。从居民中长期贷款来看，其受恒大事件冲击相对有限。如我们在报告《地产新局》中指出的，对银行房贷占比上限的约束，其压力更多集中在房企贷款上，而对个人住房贷款的约束相对较小。不过，近期银行按揭贷款也出现了放款时滞拉长、难度加大的现象，银行个人住房贷款额度不足的问题或将滞后体现在金融数据中。

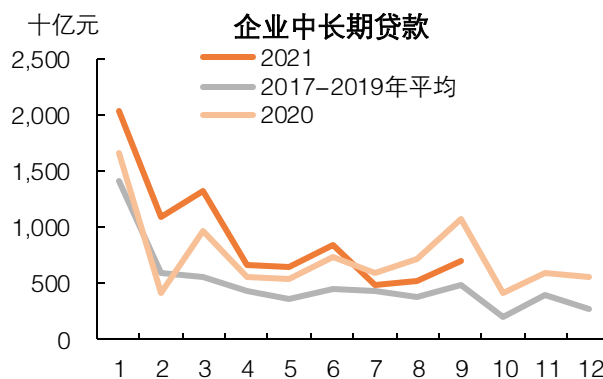
**新增企业短期贷款** 1826亿，比去年同期多增552亿，为今年以来首次。企业短期贷款在季末月份投放增加，可能对应贷款需求不足，银行季末冲量的结果。**新增票据融资** 1353亿，今年4月以来企业票据贴现持续处于高位，这种融资形式被企业更多采用。从表内+表外的票据融资总量来看，6月以来开始显著高于往年同期水平，可能是实体信贷需求弱化的体现。尤其是，7月以来银票转贴现利率开始显著低于去年同期水平，且至今未见明显修复，亦表明实体融资需求不足。**新增企业中长期贷款** 6948亿，与去年同期的差距拉大。尽管央行9月推出了3000亿支小再贷款额度，且从放款利率来看可能主要对应于中长期贷款，但从9月数据来看其效果尚不明显，或者说未能抵消房地产等监管因素带来的冲击。

图表5 9月企业短期贷款年内首次高于去年同期



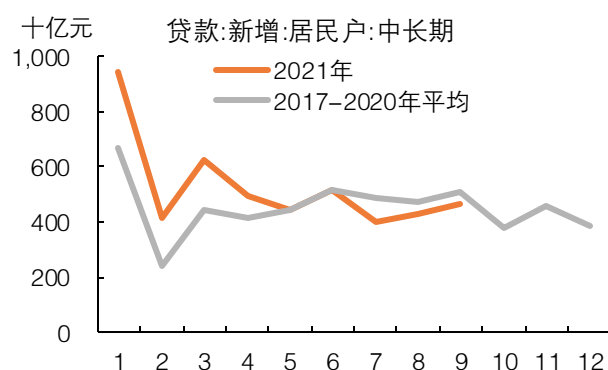
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 9月企业中长期贷款与去年同期差距拉大



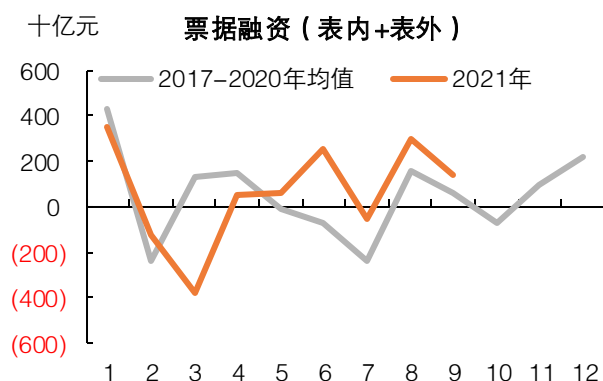
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 9月居民中长期贷款仍低于过去几年同期



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 9月表内+表外票据融资延续强势



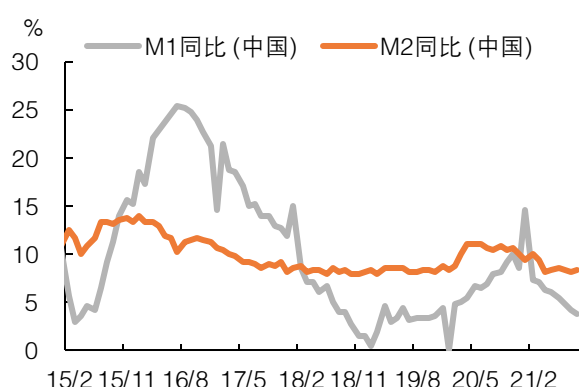
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、M2 增速与社融增速背离

9 月 M2 同比回升 0.1 个百分点至 8.3%，与社融增速的下滑相背离。其原因在于直接融资部分，直接融资计入社融、但不派生 M2，而 9 月社融低于预期的主要原因正在于直接融资增长显著放缓。从存款结构来看，9 月居民部门存款和非银行金融机构存款均显著强于季节性，居民存款的变化与今年季末月份偏高的特点相一致。而非银金融机构存款多增，可能部分源于银行向非银金融机构资金融出增加（譬如增加购买资管产品），银行向非银融出资金的过程会计入 M2、但不计入社融，如果资金这样滞留在了金融体系内部，也会造成 M2 增长好于社融的情况。

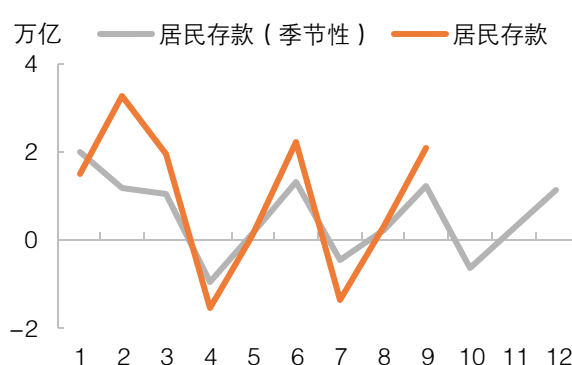
9 月新增人民币存款 2.33 万亿，显著强于去年同期，存款余额增速回升 0.3 个百分点至 8.6%。其中，新增企业存款和新增财政存款均基本符合季节性规律，存款多增主要集中于居民和非银金融机构。

图表9 9 月 M2 同比超预期回升，M1 同比继续走低



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 今年居民部门存款存在季末月份偏高的特征



资料来源:wind, 平安证券研究所

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\\_27729](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27729)

