

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

宽信用前夜，房贷已到超调后重新纠偏的时刻

2021年10月15日

- **地产收缩与双控限产影响下，信贷结构转弱。**9月新增人民币贷款不及预期，结构上，中长期信贷需求下降，主要受地产调控和双控限产的影响。9月份以来商品房成交量持续下滑，居民房贷仍呈缩量趋势。企业涉房贷款一是融资端面临严监管，二是房企违约事件频发加大了企业从表内获取贷款的难度。另一方面，双控限产加大了上游供需缺口，叠加9月PPI历史新高，中下游企业利润压力加剧，企业中长贷受到限制。短期贷款有所好转，主要受3000亿支小再贷款支持，但仍在靠票据融资填充规模。
- **四季度政府债发行提速，支撑社融触底回升。**新增社融中，主要是政府债和非标融资形成拖累。非标压降速度加快，与房企信用状况承压有关。截至9月末，今年新增专项债发行进度为60.5%，明显滞后于2019、2020年同期水平。预计10月、11月新增专项债发行规模均在6000亿元以上，较去年大幅同比多发，此外四季度国债、一般债也剩余较多额度，将对社融形成有力支持。
- **M2小幅反弹，财政仍在蓄力。**9月M2增速小幅反弹0.1个百分点，M1增速3.7%持续下行，货币在实体经济中的流通速度有所放缓，一是受房地产销售转弱的影响，二是反映出企业对未来经济预期有所下修。存款端来看，9月财政存款的放量幅度弱于季节性，显示出当前财政仍未发力。
- **宽信用前夜，房贷已到超调后重新纠偏的时刻。**我们判断今年四季度至明年初宽信用周期将逐步开启，金融数据的早期斜率趋于平缓。有三条主要线索：1) 政策面有稳住地产的必要，在总基调不变的趋势下，看好地产调控力度边际放缓。房贷缩量是造成当前社融低迷最重要的原因之一，当前房企基本面边际恶化，若政策面维持高压，地产行业存在暴露更大信用风险的可能。2) 只有积极财政才能缓解经济压力。仅靠出口和制造业投资不足以改变经济下行的趋势，预计四季度财政政策将更加积极，专项债多发支撑社融回升、基建发力托底经济。3) 政策将进一步向制造业倾斜。在过去的几个季度，政策积极引导资金流向制造业，尤其对中高端制造业的支持力度较大。根据2021Q3银行家问卷调查，当前制造业贷款需求指数保持在高位。
- **风险因素：**全球疫情传播恶化；通货膨胀超预期；美联储政策提前收紧等。



目录

一、导读	3
二、地产收缩与双控限产影响下，信贷结构转弱	3
三、四季度政府债发行提速，支撑社融触底回升	4
四、M2 小幅反弹，财政仍在蓄力	6
五、宽信用前夜，房贷已到超调后重新纠偏的时刻	7
风险因素	8

图目录

图 1：9 月份新增人民币贷款不及预期，中长期信贷需求下降	3
图 2：9 月份以来商品房成交量持续下滑	4
图 3：9 月票据和同业存单收益率仍有较明显背离	4
图 4：9 月新增社融主要是政府债和非标融资形成拖累	5
图 5：2021 年专项债发行进度仍较慢（截至 9 月末）	5
图 6：预计新增专项债限额将于 11 月底前发行完毕	6
图 7：9 月新增人民币存款显示财政资金仍在蓄力	6
图 8：M1、M2 增速剪刀差显示货币在实体中的流通速度有所放缓	7
图 9：2021Q3 制造业贷款需求持续维持高位	8

事件：

10月13日，央行公布9月金融数据：新增人民币贷款1.66万亿元，预期1.93万亿元，前值1.22万亿元。新增社会融资规模为2.90万亿元，前值2.96万亿元。M2同比增长8.30%，预期8.10%，前值8.20%。

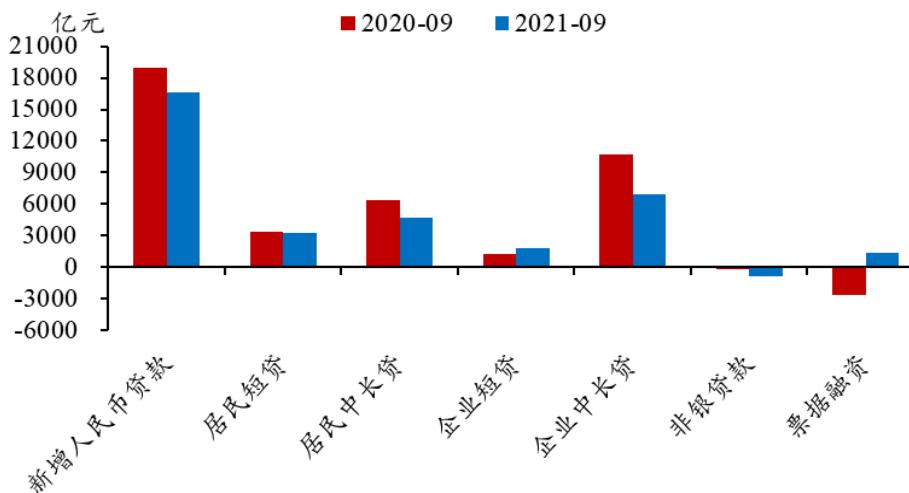
一、导读

我们是市场上最早提示居民房贷下行拐点的研究团队。数月之前，就已发布研报《时隔四年，居民房贷的下行拐点再次出现》，后来的房贷变化完全沿着这个判断在走。鉴于过去几个月房贷下行如此猛烈，站在当下时点我们再次预判，房贷或许已经到了超调后重新纠偏的时刻。如此，宽信用可期。

二、地产收缩与双控限产影响下，信贷结构转弱

信贷总量不及预期，结构有所弱化。9月份新增人民币贷款1.66万亿元，同比少增2400亿元，明显低于预期。结构上看，中长期贷款的拖累最明显，其中企业中长贷同比少增3732亿元，居民中长贷同比少增1695亿元。短期贷款整体同比多增，尤其是企业短贷和票据融资合计同比多增4537亿元、创下年内新高，居民短贷同比小幅少增175亿元。

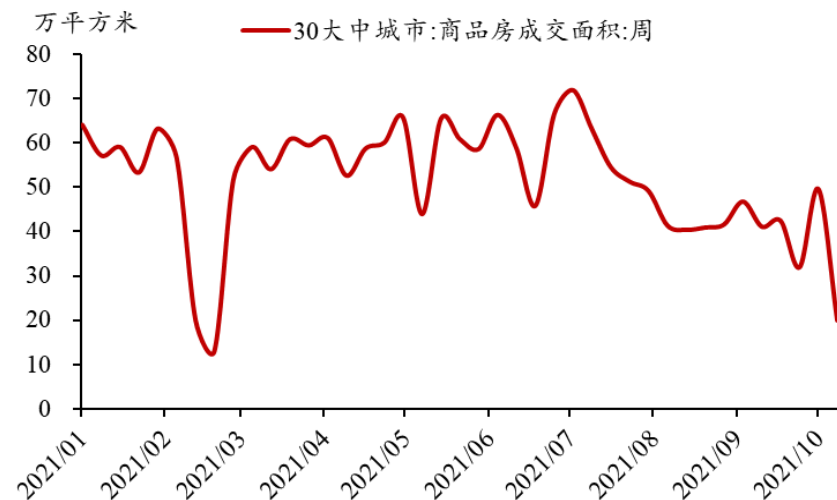
图 1：9月份新增人民币贷款不及预期，中长期信贷需求下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

中长期信贷需求下降，主要受地产调控和“能耗双控”限制生产的影响。本轮地产紧缩周期下，居民房贷最早在5月份就出现了下行拐点，9月份以来商品房成交量持续下滑，居民房贷仍然呈现缩量趋势。企业涉房贷款同样受到挤压，一是融资端面临严监管，二是近期房企违约事件频发，企业从表内获取贷款的难度上升。双控限产是企业中长贷下降的另一重要原因，上游产业供需缺口加大、9月PPI同比10.7%创历史新高，促使企业利润继续向上游集中、下游压力加剧，9月制造业PMI明显受到拖累，年内首次跌至荣枯线以下，经济下行压力加大明显限制了实体融资需求。

图 2：9 月份以来商品房成交量持续下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

短期贷款好转有再贷款支持，但仍在靠票据融资填充规模。9 月 1 日国常会提出今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度，央行在三季度例会上明确将用好新增额度、支持增加小微企业和个体工商户贷款。9 月企业短贷同比多增 552 亿元，年内首次转正。票据融资继续发挥规模属性，9 月同比多增 3985 亿元，是最大支撑项，弥补了当前银行贷款投放不足。9 月票据和同业存单收益率仍有较明显背离，幅度较 8 月略微收窄。

图 3：9 月票据和同业存单收益率仍有较明显背离



资料来源：万得，信达证券研发中心

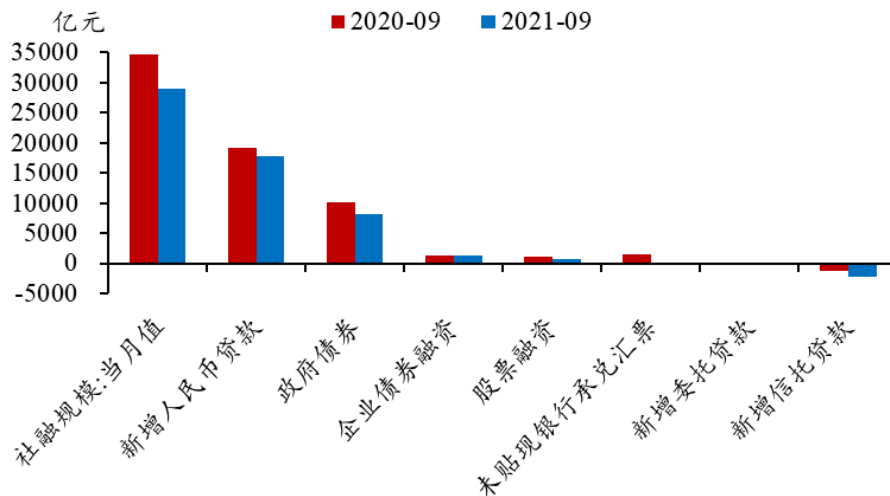
三、四季度政府债发行提速，支撑社融触底回升

新增社融中，主要是政府债和非标融资形成拖累。9 月份新增社融规模 2.9 万亿元、同比少增 5693 亿元，社融存量同比 10%、较上月下降 30bp，持续磨底。分项中，政府债净融资同比少增 2007 亿元，拖累最明显。具体来看，9 月地方政府债发行提速，尤其是专项债新发 5231 亿元，创下年内最大单月规模，但去年同期地方债、国债发行量基数较高。非标融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项之和）规模加速下滑，同比多减 2163 亿元，加大了 9 月社融增量的下行压力。非标压降速度加快，与房企信用状况承压也有关系。其他分项上，企业债融资同比多增 84 亿元、增幅收窄，股市行情震荡、股票净融资同比少增 369 亿元。

预计四季度政府债发行提速，社融有望触底回升。截至 9 月末，今年新增专项债发行进度为 60.5%，明显滞后于 2019、2020 年同期水平。据 21 世纪经济报道，近期监管部门要求，各地剩余新增专项债额度需于 11 月底前发

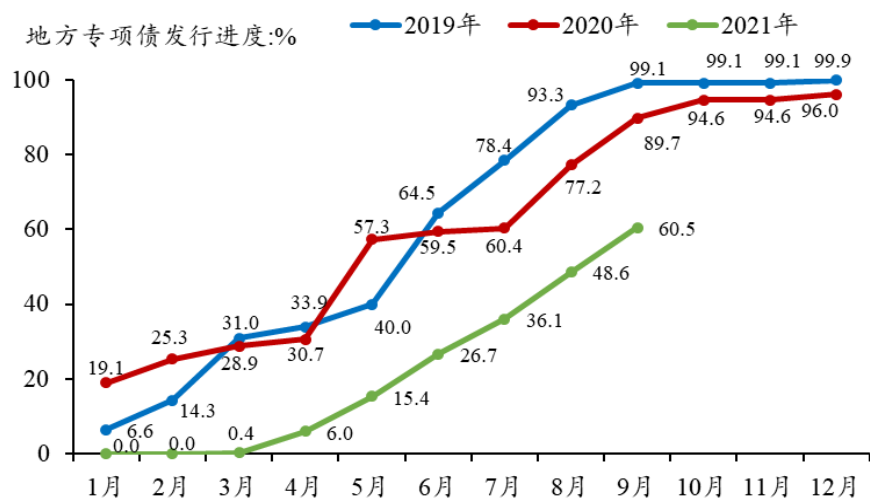
行完毕，不再为12月预留专项债额度。预计10月、11月新增专项债的发行规模均在6000亿元以上，较去年大幅同比多发。此外，四季度国债、一般债也剩余较多额度，在政府债发力情形下，社融有望触底回升。

图 4：9月新增社融主要是政府债和非标融资形成拖累



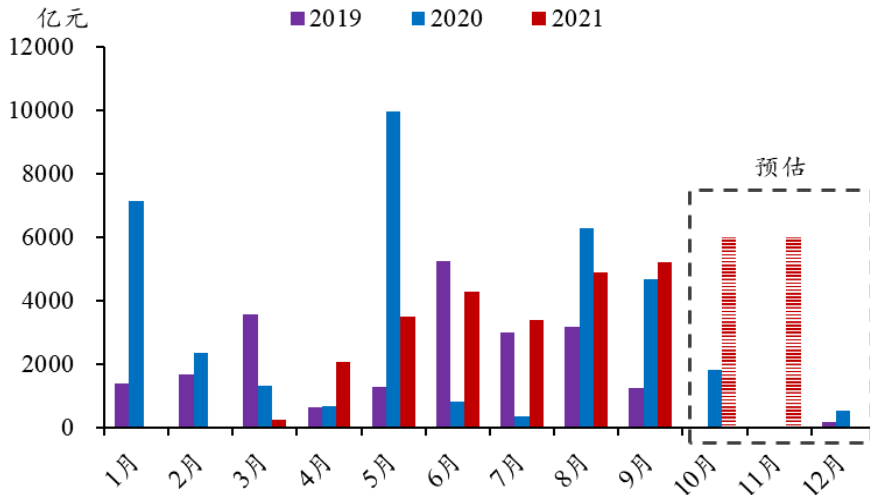
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5：2021 年专项债发行进度仍较慢（截至 9 月末）



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6：预计新增专项债限额将于 11 月底前发行完毕



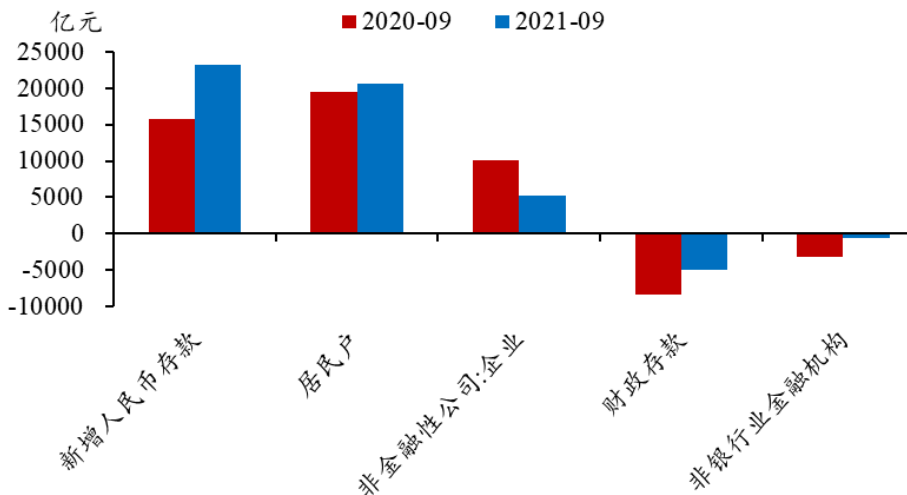
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、M2 小幅反弹，财政仍在蓄力

M2 增速小幅反弹，9 月同比 8.3%，较上月增长 0.1 个百分点。9 月 M1 同比增速 3.7%，持续下行，从 M1、M2 增速剪刀差来看，货币在实体经济中的流通速度有所放缓，一是反映出企业在上游价格压力、限产供需缺口加大的情形下，对未来经济预期有所下修；二是受到房地产销售转弱的影响。

存款端来看，财政资金仍在蓄力。9 月新增存款同比多增 7500 亿元，分项中，居民存款同比 1240 亿元，企业存款受贷款端整体偏弱的影响、同比少增 4917 亿元，非银存款同比少减 2508 亿元。财政存款同比少减 3286 亿元，放量仍较收敛。财政支出有明显的季节性规律，通常季末增加支出、年末力度最大。9 月财政存款的放量幅度弱于季节性，显示出当前财政仍未发力。

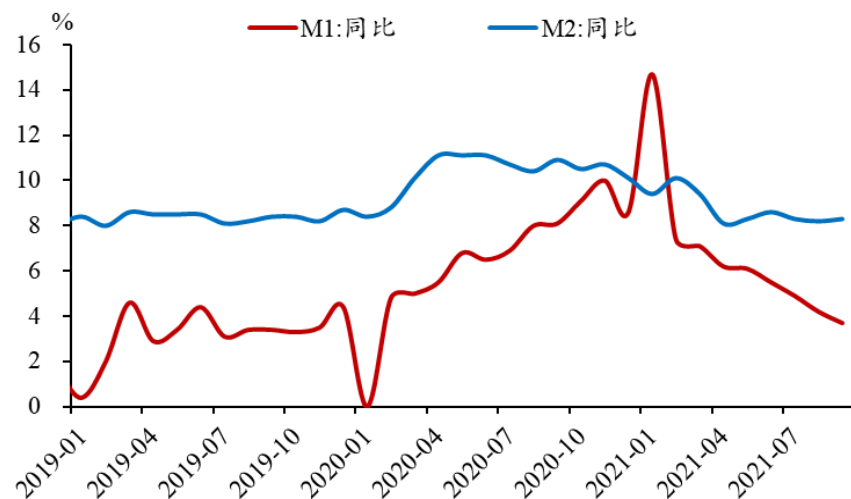
图 7：9 月新增人民币存款显示财政资金仍在蓄力



资料来源：万得，信达证券研发中心



图 8: M1、M2 增速剪刀差显示货币在实体中的流通速度有所放缓



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

五、宽信用前夜，房贷已到超调后重新纠偏的时刻

信用处在放宽前夜，我们判断今年四季度至明年初宽信用周期将逐步开启，金融数据的早期斜率趋于平缓。

总结三条主要线索：

1) 政策面有稳住地产的必要，在总基调不变的趋势下，看好地产调控力度边际放缓。房贷缩量是造成当前社融低迷最重要的原因之一，当前房市销售转弱，房企融资困难、债务兑付压力加剧，若政策面维持高压，地产行业难以避免暴露更大的信用风险。今年以来“房住不炒”的政策基调十分坚定，这一轮调控周期或许还远未结束，但鉴于过去几个月房贷下行如此猛烈，或许已经到了超调后重新纠偏的时刻。三季度央行例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，广州、佛山、苏州等地陆续出现房贷利率下调，10月15日中国房地产协会将在京召开部分房企座谈会、摸底当前房企困难，预计监管将以此为据、积极应对。

2) 只有积极财政才能缓解经济压力。三季度经济已有不小下行压力，消费持续疲软、年内反弹空间有限，房地产投资承压，基建投资触底，主要是制造业投资和出口表现较好。总体来看，仅靠出口和制造业投资不足以改变经济下行的趋势，只有积极财政才能缓解经济压力。9月6日国务院副总理刘鹤表示要“适度超前进行基础设施建设”，结合近期监管态度，预计四季度财政政策将更加积极，专项债多发支撑社融回升、基建发力托底经济。

3) 政策将进一步向制造业倾斜。十四五规划纲要提出“扩大制造业中长期贷款规模”，2021Q2 货政委员会例会提出“引导金融机构增加制造业中长期贷款”，政策积极引导资金流向制造业，尤其对中高端制造业的支持力度较大。2021Q2 货政报告披露，截至6月末制造业中长期贷款增速为41.6%，增速连续4个月超过40%；2021Q3 银

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_27896

