



2021年10月14日

Experts of financial  
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

## 9月社融不及预期，信用易稳难宽

——9月金融数据数据点评

### 内容提要

央行公布2021年9月金融数据：(1)新增人民币贷款16600亿元，市场预期19300亿元，前值12200亿元；(2)社会融资规模29000亿元，市场预期32400亿元，前值29558亿元；(3)M2同比8.3%，市场预期8.1%，前值8.2%；M1同比3.7%，前值4.2%。

9月社融信贷均不及预期，社融存量增速延续下行，政府债融资、非标、居民和企业中长贷是主要拖累，融资继续呈现短期化特征，信贷结构不佳，实体融资需求偏弱。1)地产严监管下商品房降幅持续扩大，居民中长期贷款继续少增，并带动房地产相关融资收缩；2)地方隐性债务严控、以及经济动能放缓下制造业资本开支走弱压力影响，企业中长贷同比少增幅度继续扩大；3)企业短贷和票据融资继续多增反映企业流动性压力和政策的支持；4)财政后置加快落地，政府债同比收缩幅度逐渐减小，但高基数影响下仍呈现拖累效果；5)监管压降叠加地产链企业融资受限，非标收缩加快，随着年底临近，仍需关注资管新规到期、理财整改对非标的冲击。

信用收缩从“货币政策收敛驱动”阶段转向“经济放缓下融资需求走弱驱动”，信用收缩进入第二阶段，标志性指标为“企业债券和票据融资同比反弹”以及“企业中长贷增速下行”，融资条件好转而企业融资需求转弱。以历史经验规律线性外推来看，从债券融资增速触底到社融存量增速典型扩张期可能还需三个季度左右。

当前基数回落+财政后置发力+政策部署宽信用，四季度社融企稳的积极因素增多，政府债融资同比近万亿的增量预计将对社融形成支撑力量。但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用，信用收缩进入第二阶段后社融存量增速转向典型扩张期可能需要等到明年二季度。

### 风险提示

美联储QE退出进度超预期，经济下行压力超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



央行公布 2021 年 9 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 16600 亿元，市场预期 19300 亿元，前值 12200 亿元。
- (2) 社会融资规模 29000 亿元，市场预期 32400 亿元，前值 29558 亿元。
- (3) M2 同比 8.3%，市场预期 8.1%，前值 8.2%；M1 同比 3.7%，前值 4.2%。

9 月社融信贷均不及预期，社融存量增速延续下行，政府债融资、非标、居民和企业中长贷是主要拖累，融资继续呈现短期化特征，信贷结构不佳，实体融资需求偏弱。居民和企业中长贷继续收缩，房地产相关融资收缩，政府债融资仍有拖累，企业短贷和票据融资继续多增反映企业流动性压力和政策的支持。

近期政策部署稳信用下市场对信用宽松的预期也逐渐升温，从当下看，基数回落+财政后置+政策部署宽信用，四季度社融企稳的积极因素增多，但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用，信用收缩进入第二阶段后社融存量增速转向典型扩张期可能需要等到明年二季度。

## 1. 信贷结构偏向短期化，实体融资需求偏弱

受地方隐性债务严控、以及经济动能放缓下制造业资本开支走弱压力影响，企业中长贷同比少增幅度继续扩大，中长期贷款占比仍明显低于去年同期。企业中长期贷款 9 月新增 6948 亿元，同比少增 3732 亿元，中长期占比低于去年同期。

信贷结构继续偏向短期化，融资结构不佳。9 月票据融资和企业短贷同比多增，反映在政策支持信贷额度充裕、但实体融资需求偏弱的背景下，银行采取了短期融资的冲量方式，也反映了企业的流动性压力和政策的支持。9 月短期贷款与票据融资分别为 1826 亿元和 1353 亿元，同比分别多增 552 亿元和 3985 亿元。

## 2. 地产严监管下商品房降幅持续扩大，居民中长期贷款继续少增

地产严监管持续加码下居民融资减速，三道红线和房贷集中度管理分别约束地产企业的外源性和内源性融资，房贷额度不足、购房政策收紧、叠加房价预期走弱下，商品房销售降幅继续扩大，并从销售端进一步向前端拿地和开工传导，房地产景气度下行。居民 9 月短期贷款、中长期贷款分别新增 3219 和 4667 亿元，同比分别少增 175 和 1695 亿元。

地产次生风险加大下严监管或适度纠偏，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。近期地产端风险持续升温，9 月底货币政策委员会三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，人民银行等四部委联合 24 家银行召开房地产金融工作座谈会，信用风险升温下政策预计存在边际微调空间，但房地产去金融化仍是长期任务，房地产宏观审慎政策框架下地产政策预计仍将保持定力。

## 3. 监管压降叠加地产链企业融资受限，非标收缩加快

9 月非标收缩压力主要体现在信托贷款和表外未贴现票据上。信托贷款环比同比均明显走低，一方面，监管要求下融资类、通道类信托压降仍在持续，另一方面，近期房地产信用风险升温，违约现象增多下房地产信托成立和发行规模明显下降。9 月表外未贴现票据同比少增近 1500 亿元，受到票据贴现量较大、地产链企业开票受限、以及限电限产拖累企业结算需求的影响。当下随着年底临近，仍需关注资管新规到期、理财整改对非标的冲击。

#### 4. 财政后置加快落地，政府债同比收缩幅度逐渐减小

8月以来，政府债融资发行加快，9月融资保持高位，但受去年基数较高影响仍呈现拖累，但财政后置加快落地下收缩幅度逐渐减小，9月政府债券新增8109亿元，同比少增2007亿元。往后看，年内政府债剩余发行额度仍高，预计四季度政府债券净融资规模仍有约2.8万亿元，考虑到往年四季度发行淡季影响，四季度同比多增近万亿规模，对四季度社融形成支撑力量。

#### 5. 地产销售下行继续拖累 M1 增速，非银和机关团体存款多增支撑 M2 小幅回升

9月M2同比8.3%，较上月上升0.1个百分点，M1增速继续下行0.5个百分点至3.7%。地产销售下行拖累M1增速继续下行，企业流动性偏弱，也反映企业能耗等约束下的生产购销活动疲软。社融延续走弱的背景下9月M2增速小幅回升，非银存款和机关团体存款多增是主因，其中机关团体存款同比多增超万亿元，或反映财政支持下发的影响，金融市场流动性也好于实体，而贷款派生减弱下9月企业存款同比大幅少增，拖累当月存款。

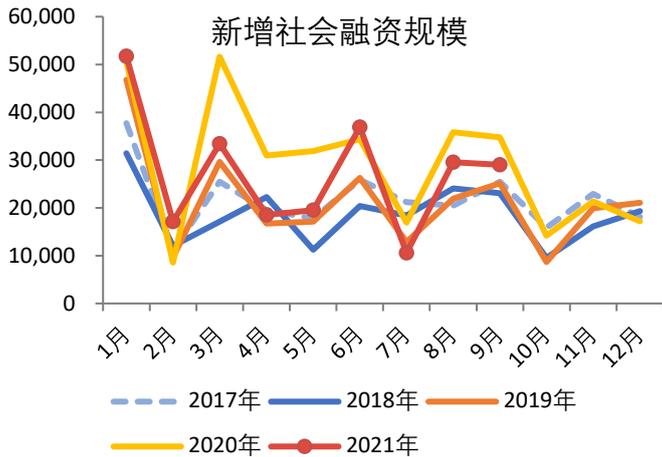
#### 6. 信用收缩进入第二阶段，政策稳信用而难宽信用

信用收缩从“货币政策收敛驱动”阶段转向“经济放缓下融资需求走弱驱动”，信用收缩进入第二阶段，标志性指标为“企业债券和票据融资同比反弹”以及“企业中长贷增速下行”，融资条件好转而企业融资需求转弱。以历史经验规律线性外推来看，从债券融资增速触底到社融存量增速典型扩张期可能还需三个季度左右。

当前基数回落+财政后置+政策部署宽信用，四季度社融企稳的积极因素增多，

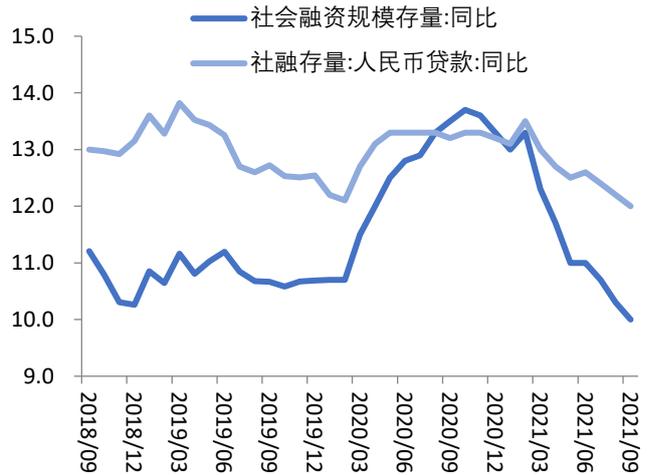
但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用，信用收缩进入第二阶段后社融存量增速转向典型扩张期可能需要等到明年二季度。

图 1：9 月社融仍不及预期（亿元）



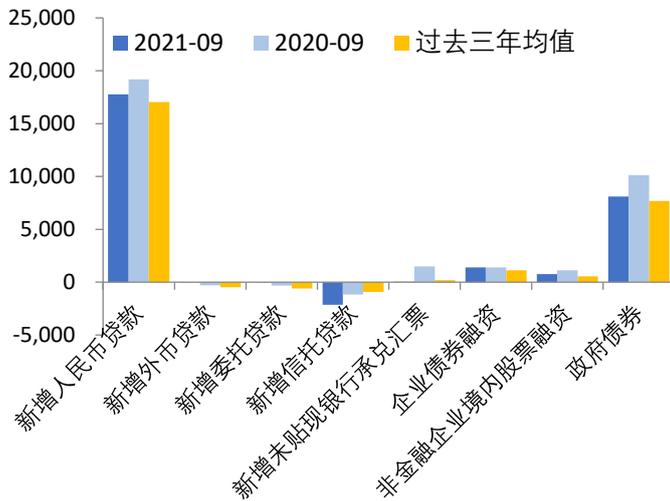
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速延续下行（%）



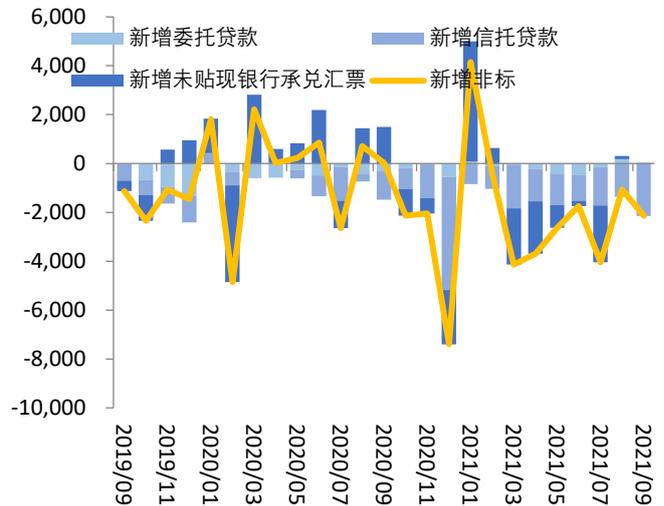
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：社融分项（亿元）



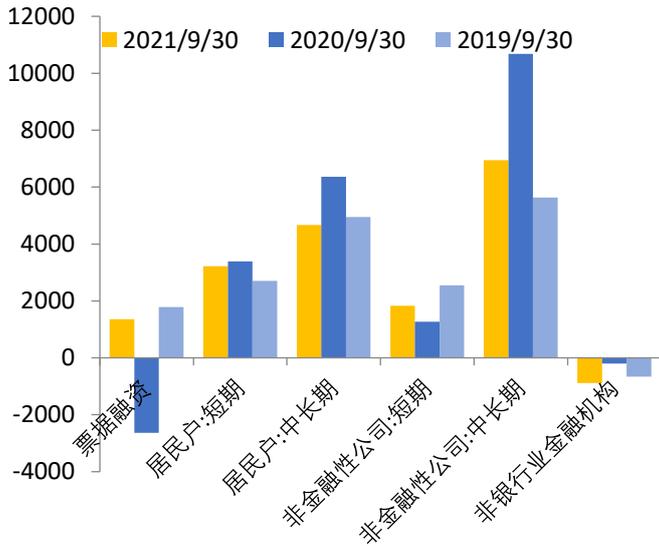
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：非标融资延续压降（亿元）



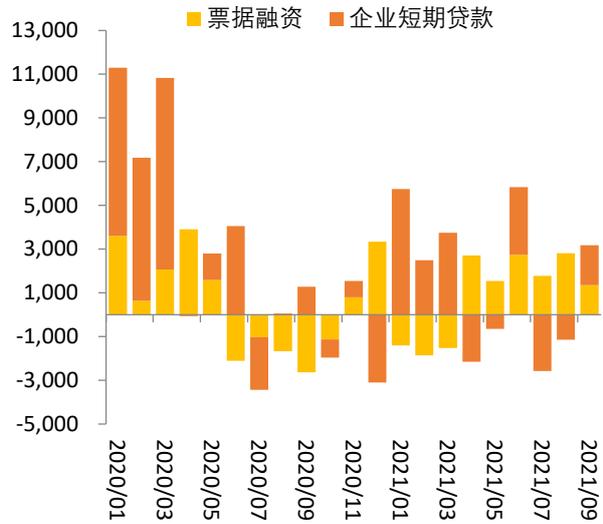
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: 融资结构偏向短期化 (亿元)



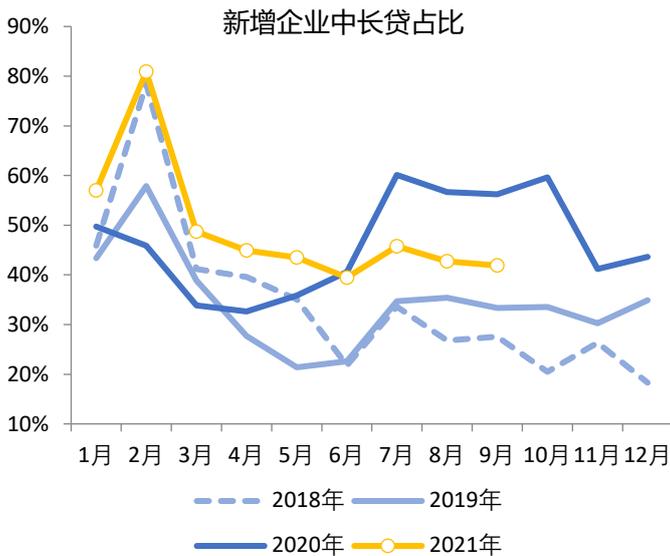
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 企业短贷、票据融资多增 (亿元)



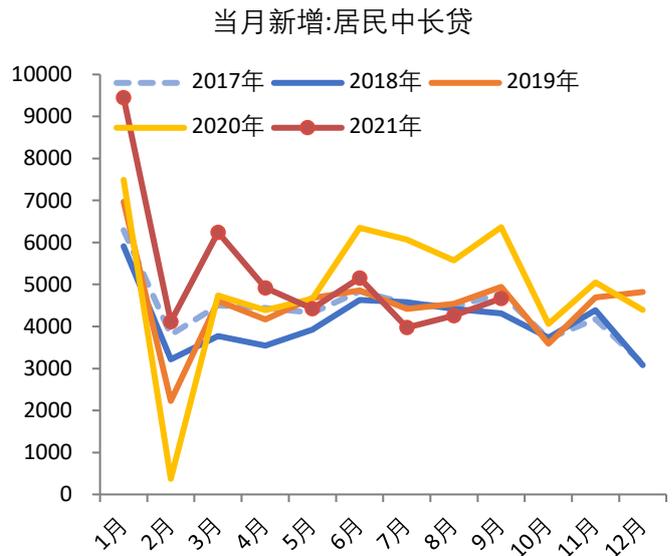
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 企业中长贷占比明显低于去年同期 (%)



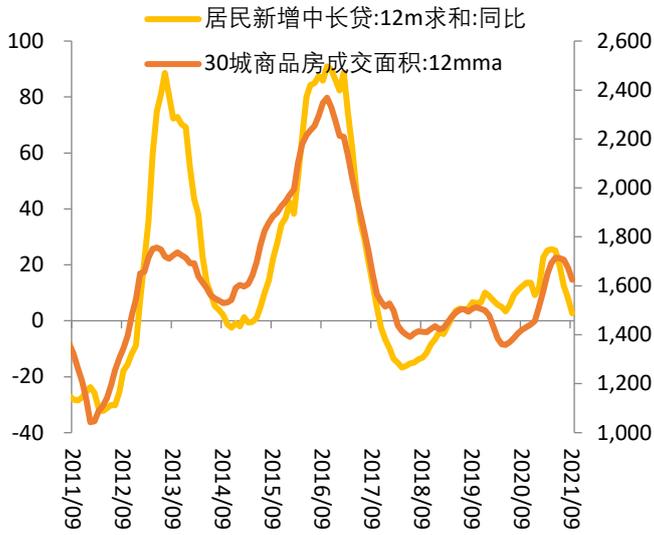
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 居民中长贷同比继续收缩 (亿元)



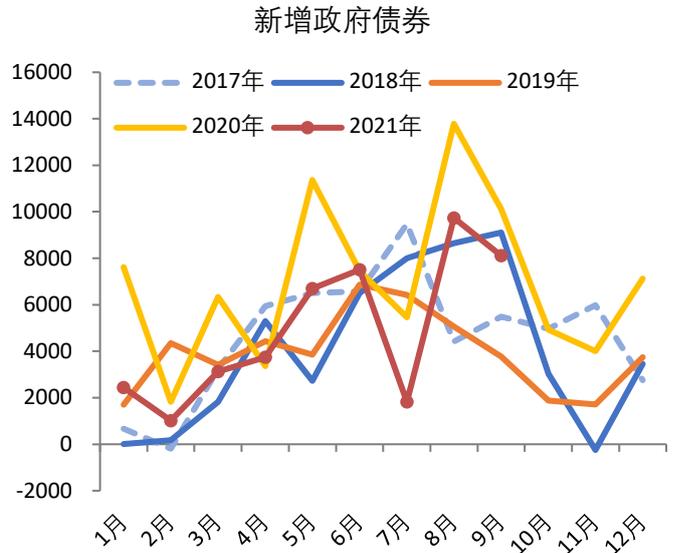
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9：房贷增速向下（%，万平方米）



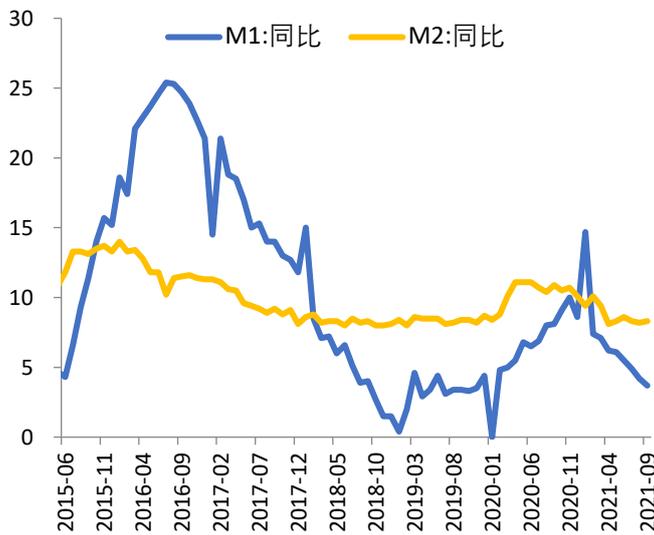
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：政府债券发行加速（亿元）



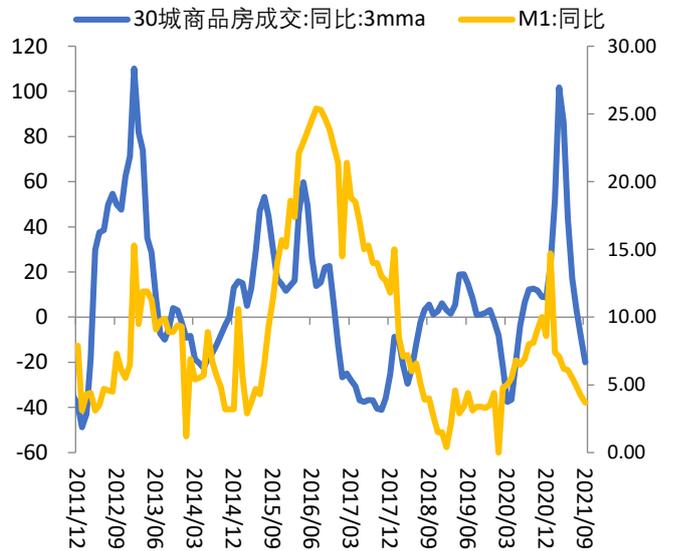
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：M2-M1 剪刀差继续扩大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：地产销售走弱拖累 M1 增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 重要提示

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>