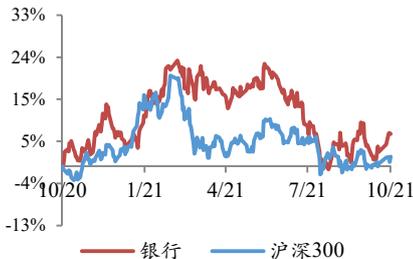


贷款增量环比扩大，宽松仍是大概率

行业评级：增持

报告日期：2021-10-13

行业指数与沪深300走势比较



分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001
邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：戚星

执业证书号：S0010121030010
电话：18616375520
邮箱：qixing@hazq.com

相关报告

1. 三季度银行发债与资本补充观察
2021-09-30
2. 央行三季度例会点评 2021-09-28
3. 银行系统性风险担忧已经释放
2021-09-26

主要观点：

- 存量：社融存量同比增速 10%，人民币贷款增速 12%。

9月末，社会融资规模存量为308.05万亿元，同比增长10%，低于前值(10.3%)，主要因为人民币贷款(同比12%，前值12.2%)、未贴现票据(同比-15.9%，前值-12.5%)、信托贷款(同比-26.9%，前值-25.2%)和政府债券(同比13.5%，前值14.3%)增速持续回落。

- 增量：企业中长期贷款环比多增1733亿。

2021年9月人民币贷款增加1.66万亿元。

其中，住户贷款增加7886亿元，环比多增2131亿元，同比少增1721亿元。其中，短期住户贷款增量为3219亿元，环比多增1723亿元，同比少增175亿元。中长期住户贷款增量为4667亿元，环比多增408亿元，同比少增1695亿元。

对公贷款增加9803亿元，环比多增2840亿元，同比多增345亿元。其中，短期对公贷款增加1826亿元，环比多增2975亿元，同比多增552亿元。中长期对公贷款增量为6948亿元，环比多增1733亿元，同比少增3732亿元。票据融资增加1353亿元，环比少增1460亿元，同比多增3985亿元。

非银金融机构贷款减少880亿元，环比多减199亿元，同比多减679亿元。

- 展望：结构性阵痛仍未消失。

虽然人民币贷款环比多增，但是信贷增速的结构背景尚未消失

首先，我们在《八月社融数据点评》中指出，目前政策下，银行对房地产企业贷款明显收缩，但房地产贷款单均额度远大于小微企业贷款，实际业务中流程繁琐程度大致相同，小微企业贷款增量难以抵消房地产贷款的收缩，造成贷款总量同比减少。我们认为这个逻辑短期内不会改变。

其次，近日房地产松动谣言再起，但是(1)在9月29日央行和银保监会的房地产和金融座谈会上，明确强调——围绕“稳地价、稳

房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。(2) 此外，早在 8 月份，住建部就《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知(征求意见稿)》公开征求意见，防止过度房地产化的大拆大建，将会进一步堵截城市更新项目中的房地产贷款擦边球问题，平台公司经济指标达不到，贷款意愿减退。

银行家问卷调研显示贷款总体需求指数较弱

根据央行在 10 月 8 日公布的银行家问卷调研，贷款总体需求指数为 68.3%，比上季度和上年同期分别下降 2.2 和 5.2 个百分点。制造业、基建、批发零售、房地产行业的贷款需求指数比上季度分别下降 1.3、2、1.6、2.8 个百分点。

小微企业贷款增速有望持续

9 月 23 日，央行电视会议推动 3000 亿元支小再贷款额度落实，增强信贷总量增长的稳定性。人民银行对银行小微贷款有明确考核，我们认为小微企业贷款将维持高速增长。

● 货币政策：宽松仍然是大概率。

9 月末，M2 余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点；M1 余额 62.46 万亿元，同比增长 3.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 4.4 个百分点。

基于以下理由，我们认为降准仍然是迫切选项：

从国内看，(1) 经济下行压力仍然很大。投资和消费增速不见好转，同时，社融同比增速下行是先行指标，一般领先于投资增速一个季度左右。(2) PPI 难以传导至 CPI，历史上 PPI 上行向下传导的情况，都是由经济过热、需求强劲拉动的，因此下游消费不足的时候，上游产业盲目扩张会导致产能过剩。但是，本次 PPI 主要是供给受限导致，而非经济过热。因此，PPI 可能高位震荡，却无法在居民收入和消费增速下行的时候，向下传导，拉动 CPI 上行。因此，PPI 不应该成为阻碍四季度货币宽松的理由。(3) 从利率角度看，近几日国内十年期国债收益率明显上行，但短端利率平稳，期限利差扩大，很显然包含了通胀上行预期。

从国际看，美元指数处于上升通道，叠加美联储 Taper 在即，美元指数的回升将会引致人民币贬值预期和资本外流。只有宏观经济增速稳定，才能在债券市场交易滞涨之后，仍然对长端利率形成支撑，

从而避免中美利差大幅收缩。

从工具看，政策组合顺序应该是（1）MLF 放量；（2）定向降准；（3）降低 MLF 利率。

首先，正确区分常规和非常规货币政策。9月28日，易纲行长发布《中国的利率体系与利率市场化改革》。文中“中国将尽可能地延长实施正常货币政策的时间，目前不需要实施资产购买操作”常被用来作为短期货币政策方向的论据，但是，常规和非常规货币政策有着特定的区分：常规货币政策是指央行通过短端政策利率的调整来维护收益率曲线，前提是短端利率向长端利率传导通畅，但危机产生时，这种传导将会遭受非线性破坏，从而购买国债成为非常规的手段来降低整个收益率曲线。

其次，我国短期利率向长期利率传导不如美国金融市场那么通畅，这种背景下，央行采用了 MLF 来调节中期利率，从而维护收益率曲线平稳。MLF 的量和利率的操作，以及降准都是正常货币政策的范围。

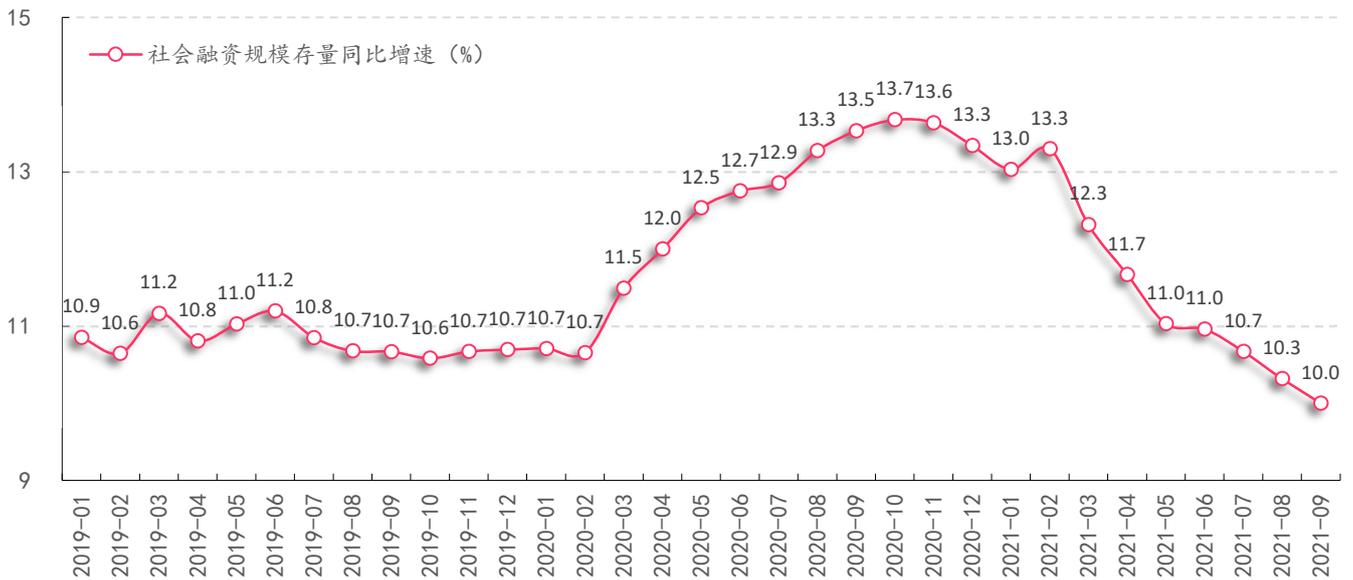
● 投资建议

对于银行股来说，我们建议关注零售业务和小微贷款业务较强的银行：推荐招商银行、平安银行和邮储银行。

● 风险提示

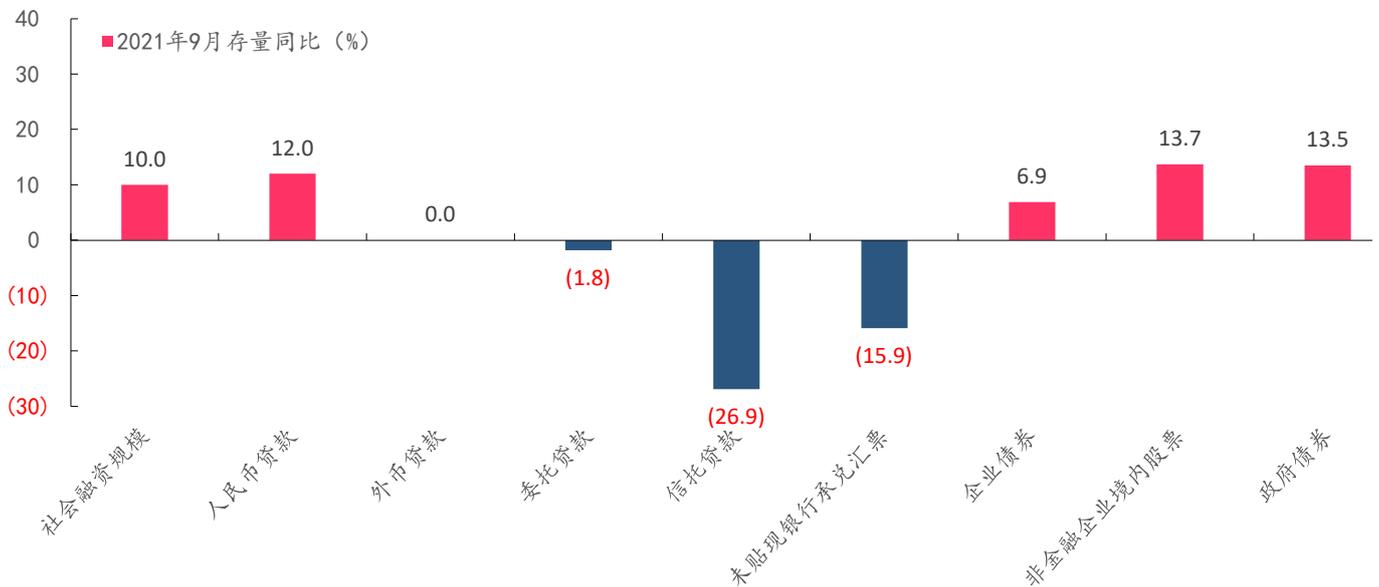
宏观经济超预期收缩。

图表 1 社融存量同比增速 10%



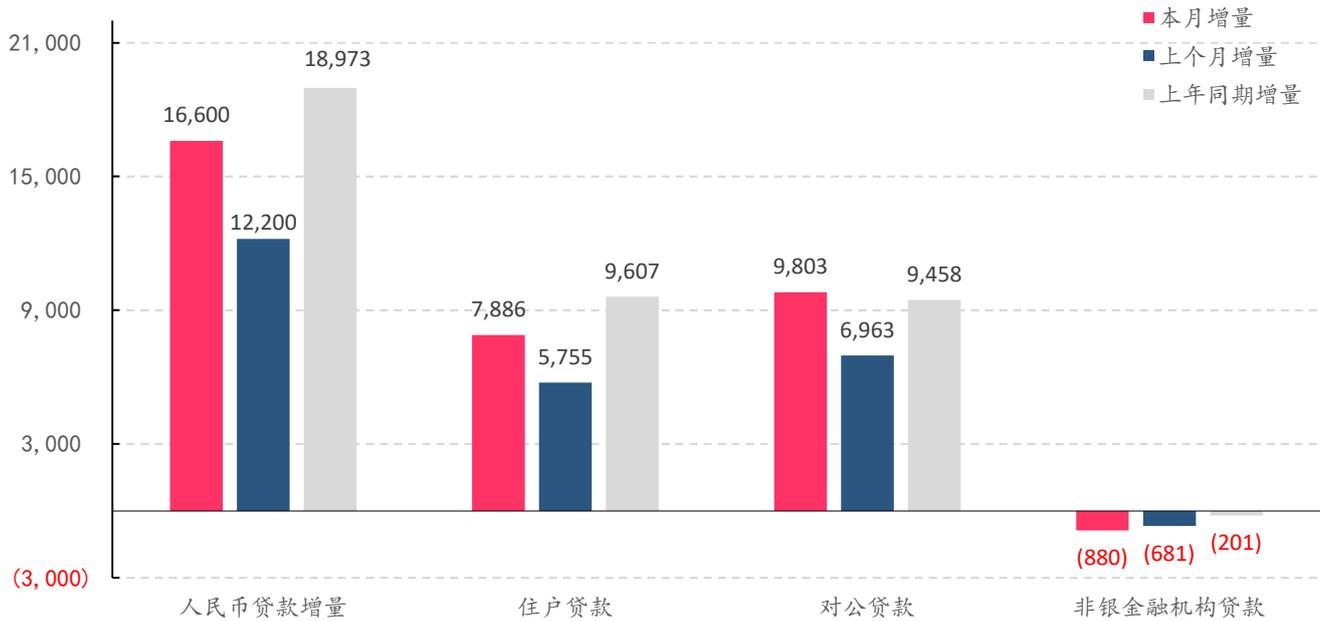
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 2 未贴现银行承兑汇票增速继续回落，信托贷款持续压缩，政府债券仍维持高速增长



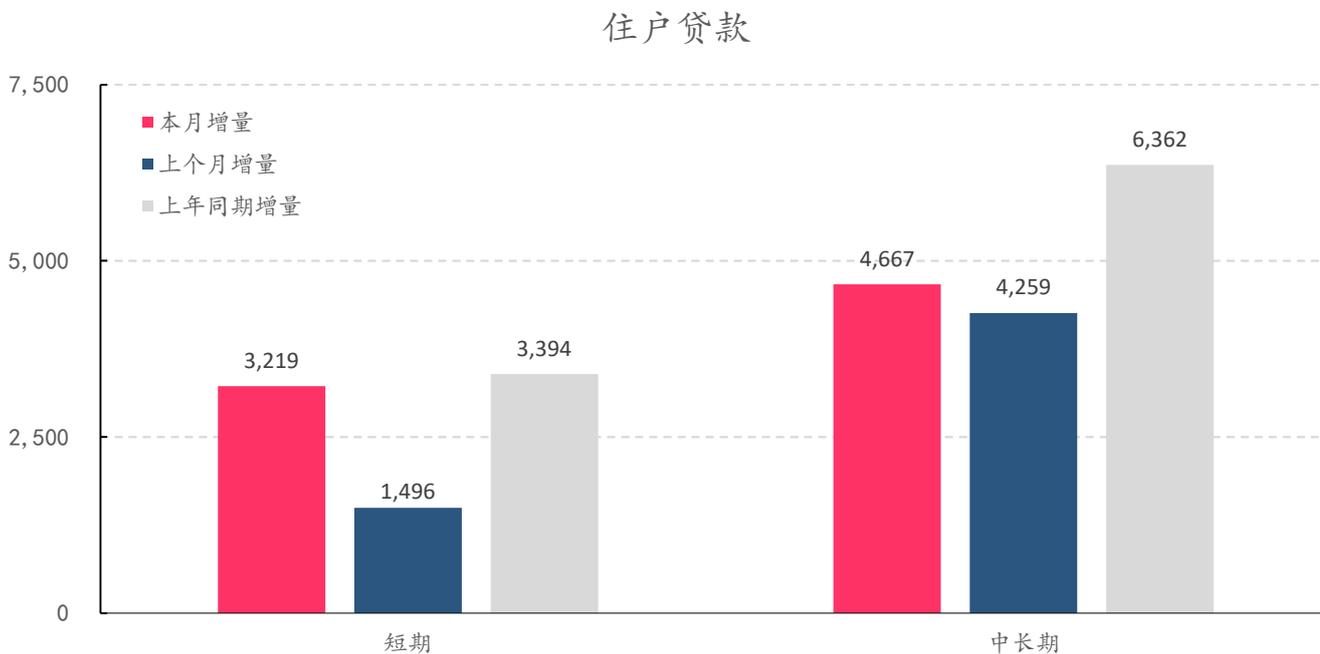
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 3 人民币贷款增量高于上月，但低于上年同期



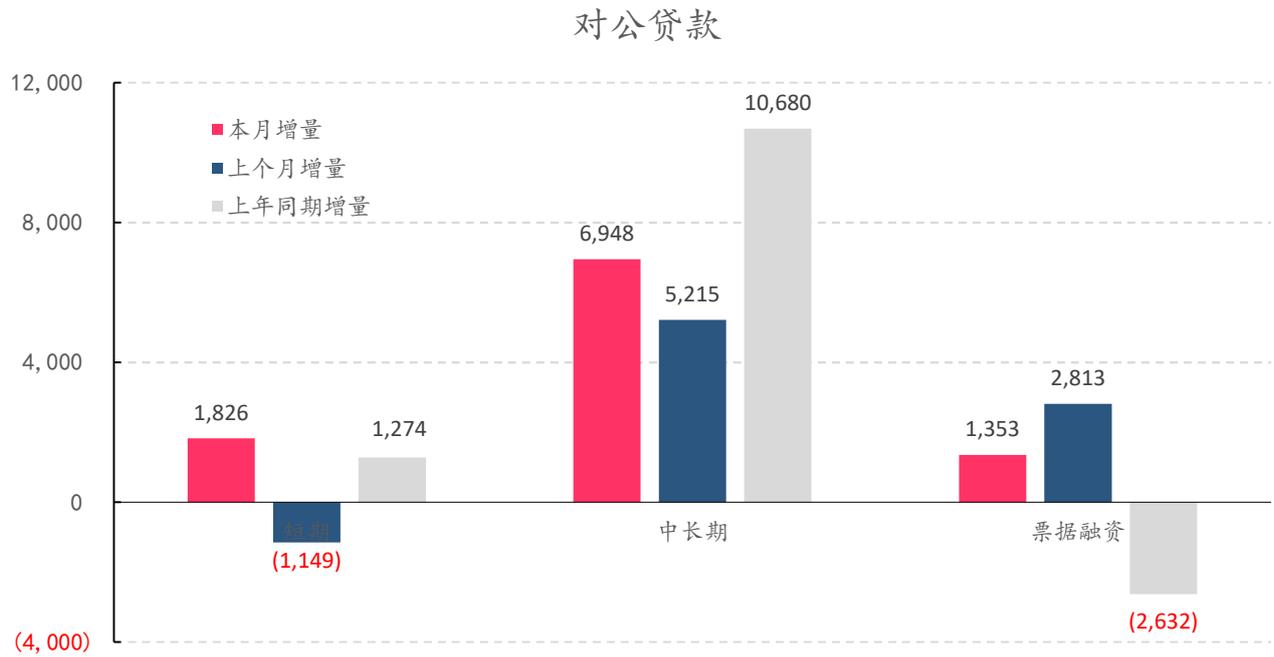
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 4 住户贷款增量高于上月，短期贷款继续上升



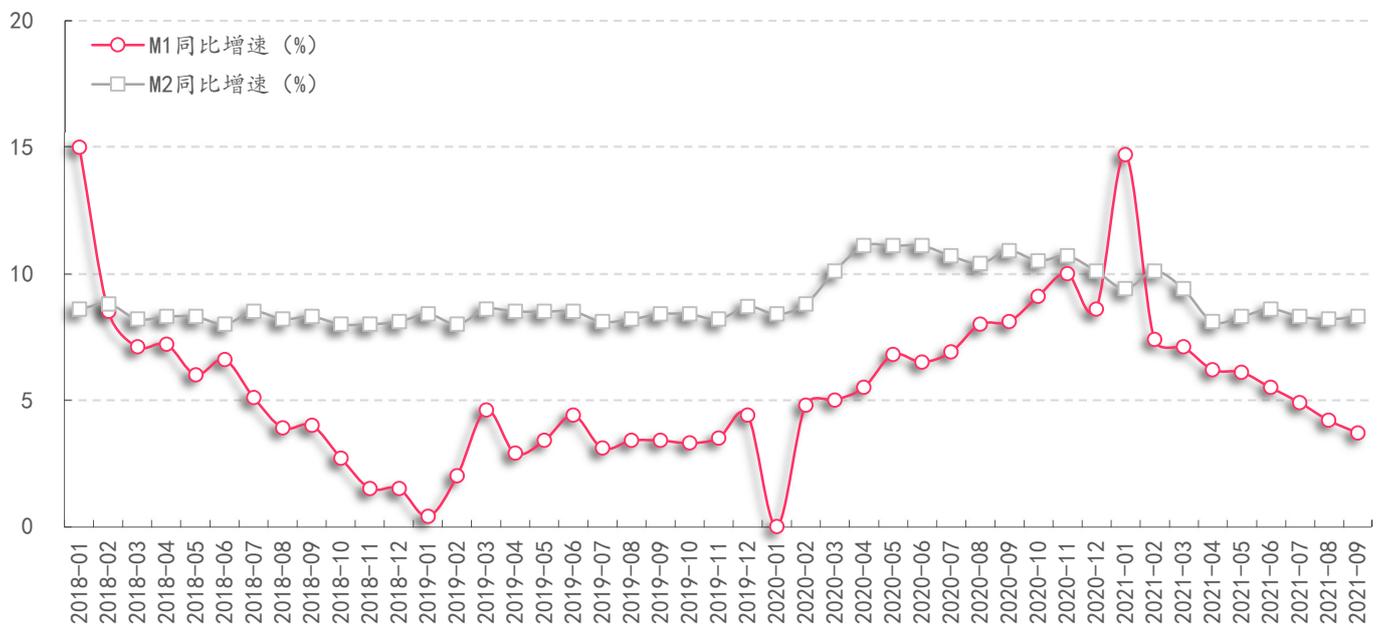
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 5 中长期对公贷款增量继续上升



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 6 M1 同比增速有所下降，M2 同比增速维持平稳



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 7 中美利差收缩



资料来源：WIND，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济超预期收缩。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。