

宏观周报 20220909

金融数据点评：三条线索看 8 月社融改善是否可持续

2022 年 09 月 09 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwwzq.com.cn

事件：

- 8 月末 M2 同比增长 12.2%，社会融资规模存量同比增长 10.5%；人民币贷款增加 1.25 万亿元，同比多增 390 亿元；社会融资规模增量为 2.43 万亿元，同比少 5571 亿元

观点

- 8 月人民币贷款规模与结构出现改善，非标融资带动社融出现超预期增长。在 8 月实施非对称降息以及信贷形势分析座谈会与国常会颁布的 19 项接续政策出台后，宽信用政策力度进一步加强。根据专项债和政策性开发性金融工具、中长期贷款需求以及房地产销售这三条线索，我们预计今年上蹿下跳的金融数据轨迹或将结束，四季度社融有望企稳。
- 8 月信贷结构出现超预期改善，票据融资呈同比少增态势。8 月新增人民币贷款虽不及预期，但已回到正常阈值区间，同比多增 390 亿元。按部门来看，居民中长期贷款依然呈同比少增，而企事业中长期贷款则出现超预期增长，为推动新增人民币贷款规模增长的主因。在 5 年期 LPR 的下调以及信贷形势分析座谈会结束后，国股银票转贴现利率出现大幅回升，本月企业票据融资同比少增 1222 亿元，而企业中长期贷款规模及占比均出现良好增长，占比已回升到 80%，信贷结构出现明显改善。
- 非标融资支持社融超预期回升。由于专项债的靠前发力，本月政府债券出现大规模同比少增，成为本月社融的最大拖累因素。但在政策性开发性金融工具补位和商业银行收票据力度减弱的情况下，本月委托贷款和未贴现银行承兑汇票支撑社融超预期回升。8 月国开基础设施投资基金已签订合同金额达 2100 亿元，而农发基础设施基金也已完成 900 亿资金投放。这一因素或是拉动委托贷款同比多增 1578 亿元的主因。
- 8 月宽信用力度进一步加强，结合债务发行、中长期贷款需求和商品房销售这三条线索，我们认为四季度融资需求有望进一步企稳。降“价”+增“量”，外加允许地方“一城一策”稳地产的政策组合有望对宽信用形成更有力支撑。通过以下三方面情况，我们预计四季度融资需求有望进一步企稳，金融数据一上一下的变动轨迹或将终结。

首先，专项债和政策性开发性金融工具的使用将对基建投资形成支撑，同时撬动更多配套融资落地。8 月非对称降息政策落地后，19 项稳经济一揽子政策又增加了 3000 亿元政策性开发性金融工具额度以及 5000 亿元的专项债结存资金。根据资本金比例要求，预计两项政策将能拉动 1.9 万亿元的基建投资。若考虑到项目周期较长和配套融资需求，预计后续还能撬动更多资金落地。

其次，9 月转贴现利率水平继续回升，中长期贷款需求有望继续回升。在信贷形势分析座谈会结束后，国股银票转贴现利率出现大幅回升，即便跨月时点已过，本周（9/5-9/9）的 1 年期转贴现利率均值仍在 1.5% 以上，且呈现出上升态势。我们认为有两种促成这一现象的可能性存在，一是中长期贷款需求明显提升，二是政策对票贷比提出了一定要求促使银行加大了对中长期贷款的支持力度。无论是哪类因素，其形成的结果都将是中长期贷款规模企稳和信贷结构的改善。

再次，非对称降息力度较大，8 月商品房销售出现企稳迹象。今年以来 5 年期 LPR 已累计下调 35bp，宽松力度已超 2020 年疫情时期。在 8 月 5 年期 LPR 再次下调 15bp 后，30 城商品房成交面积出现企稳回升态势。根据 19 项一揽子政策中所提出的“持续释放贷款市场报价利率改革”和“允许地方‘一城一策’运用信贷等政策支持刚性和改善性住房

相关研究

《出口拐点的背后，各产品份额有何变化？》

2022-09-07

《下调外汇准备金能避免人民币破 7 吗？》

2022-09-05

需求”，我们预计未来 5 年期 LPR 还有下调可能，若能叠加限贷政策的调整，或将能刺激居民中长期贷款的企稳回升。

- 本月社融规模存量同比增速与 M2 同比增速差再次走阔，信贷脉冲再次下滑。考虑到今年的特殊性，我们预计今年或能走出 2012 年十八大后的社融走势，四季度信贷脉冲有望回升。8 月社融与 M2 增速差进一步扩大到 1.7%，居民与企业部门的人民币存款规模同比多增 8891 亿元，而储蓄需求的强劲也暗示了当前预期不稳的现象。考虑到今年的特殊性，我们预计四季度有望走出十八大结束后的社融走势。

2012 年十八大过后，政策不确定性减弱，信贷脉冲明显加强，总体融资需求大幅上升。2012 年 5 月我国经济增长出现明显回落，信贷脉冲指标触底。2012 年 5 月至 7 月，央行降准叠加两次降息后，随后又在 7 月至 8 月两度上调逆回购利率，政策不确定性较强。然而盛会结束后，信贷脉冲和中长期贷款明显走强。结合我们此前的报告《以史为鉴，观察大会后政策走向的三条线索》，当前部委到位远好于十八大同期，后续经济政策落地的效率有进一步提高可能，预计四季度社融企稳的可能性较大。

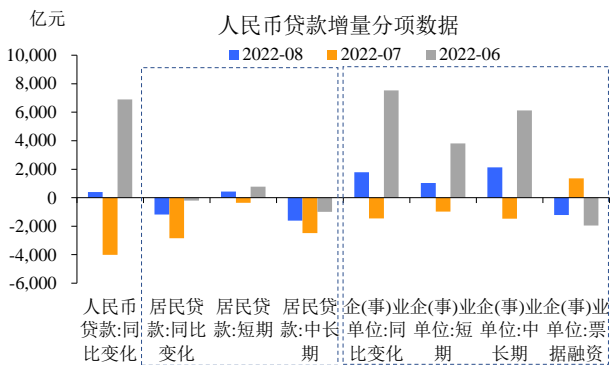
- 风险提示：宏观政策超预期，疫情干扰超预期

图1：8月金融数据一览

单位：%，亿元	2022-08	2022-07	2022-06	2021-08	2021-07	2021-06
M2同比增速	12.20	12.00	11.40	8.20	8.30	8.60
社融存量同比增速	10.50	10.70	10.80	10.30	10.70	11.00
社融增量	24,300	7,561	51,797	29,893	10,752	37,017
社融增量:同比变化	-5,571	-3,191	14,780	-5,960	-6,176	2,336
人民币贷款	631	-4,303	7,358	-1,488	-1,830	4,153
外币贷款	-1,173	-1,059	-992	-50	446	497
委托贷款	1,578	240	94	592	1	10
信托贷款	890	1,173	218	-1,046	-204	-194
未贴现银行承兑汇票	3,358	-428	1,287	-1,314	-1,186	-2,411
企业债券融资	-3,501	-2,357	-1,710	990	733	241
非金融企业境内股票融资	-227	499	-367	196	-277	418
政府债券	-6,693	2,178	8,708	-4,050	-3,639	58
新增人民币贷款	12,500	6,790	28,100	12,200	10,800	21,200
人民币贷款:同比变化	390	-4,010	6,900	-600	873	3,100
居民贷款:同比变化	-1,175	-2,842	-203	-2,660	-3,519	-1,130
居民贷款:短期	426	-354	782	-1,348	-1,425	100
居民贷款:中长期	-1,601	-2,488	-989	-1,312	-2,093	-1,193
企(事)业单位:同比变化	1,787	-1,457	7,525	1,166	1,689	5,313
企(事)业单位:短期	1,028	-969	3,815	-1,196	-156	-960
企(事)业单位:中长期	2,138	-1,478	6,130	-2,037	-1,031	1,019
企(事)业单位:票据融资	-1,222	1,365	-1,951	4,489	2,792	4,851

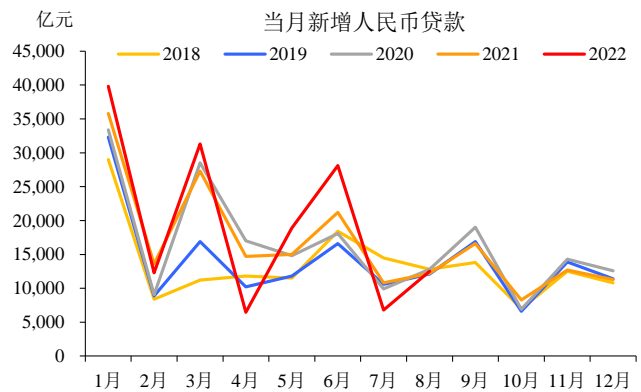
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：企业中长期贷款规模同比多增



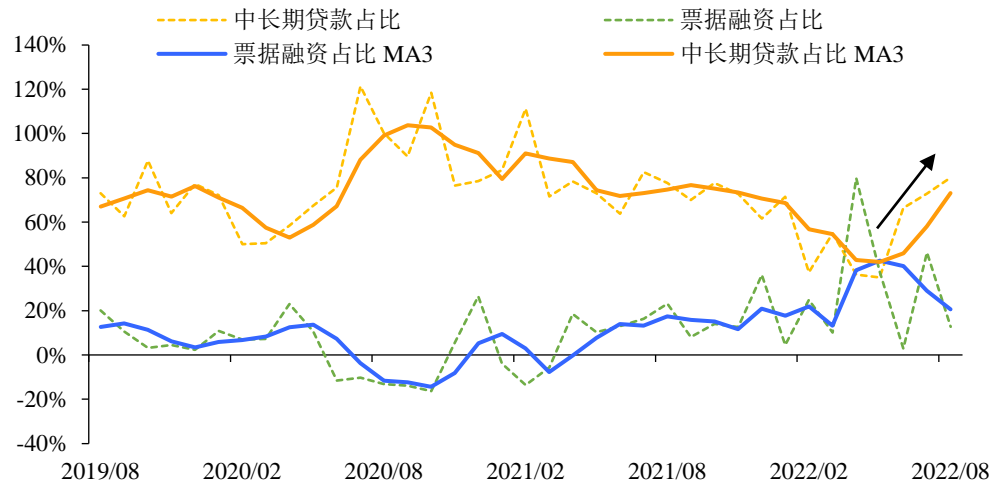
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：8月人民币贷款修复



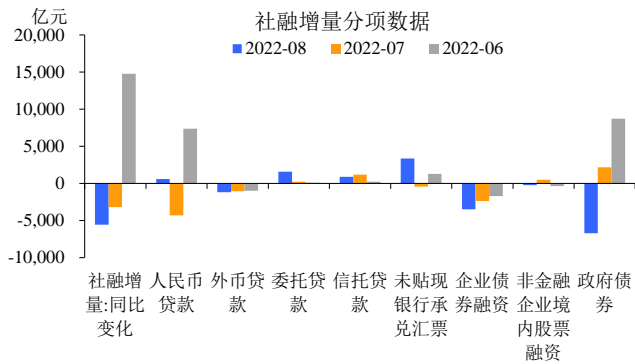
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：8月信贷结构明显改善



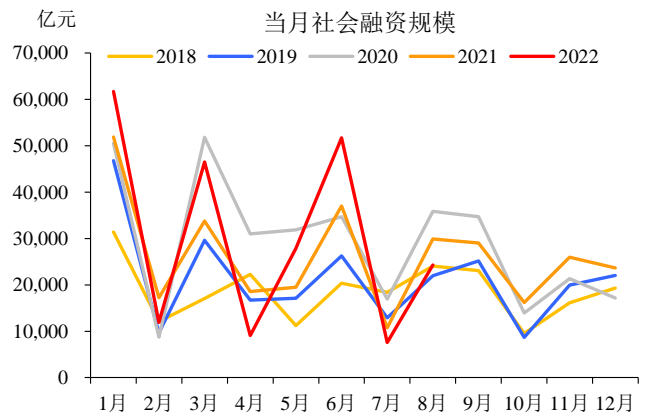
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：非标融资支持社融超预期增长



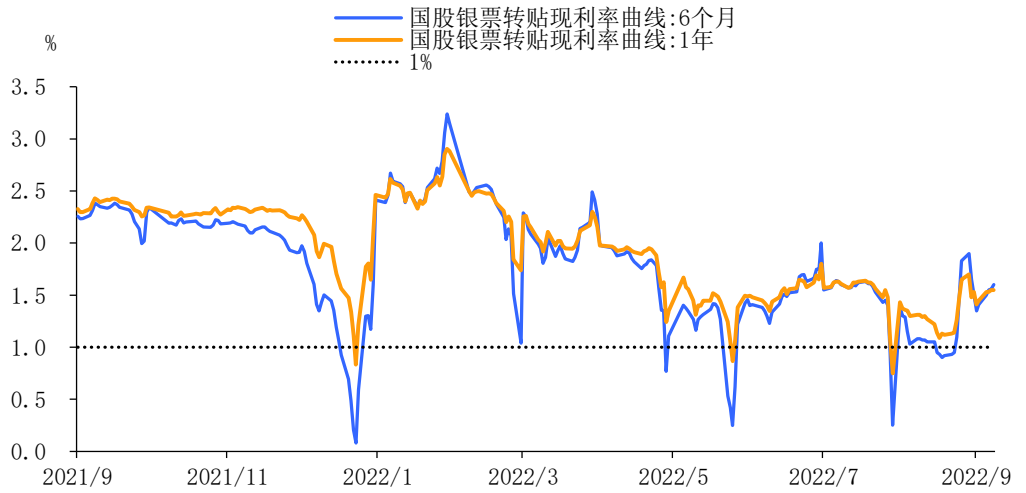
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：8月社融企稳回升



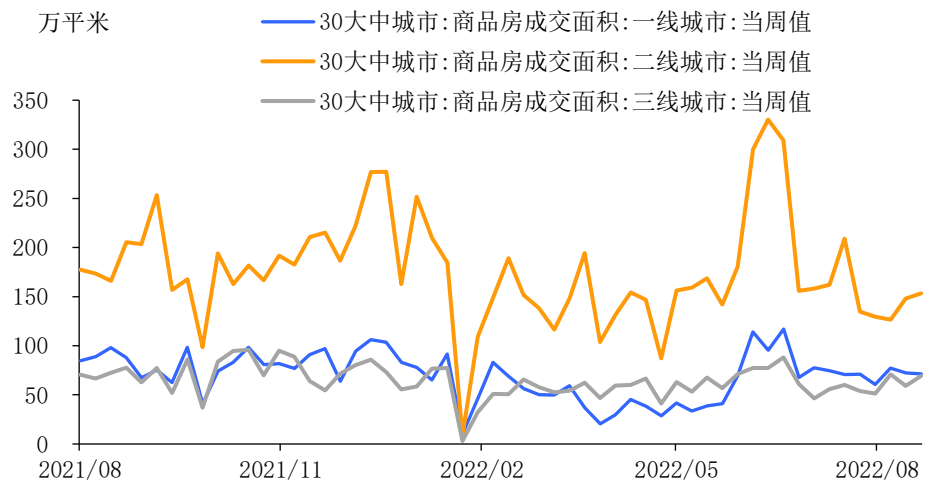
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：转贴利率自8月末走高



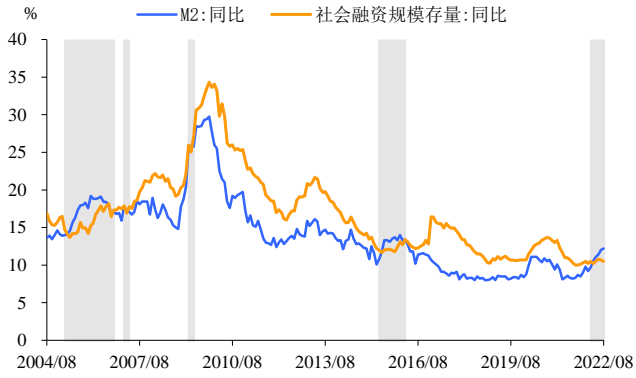
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：30城商品房成交面积出现企稳迹象



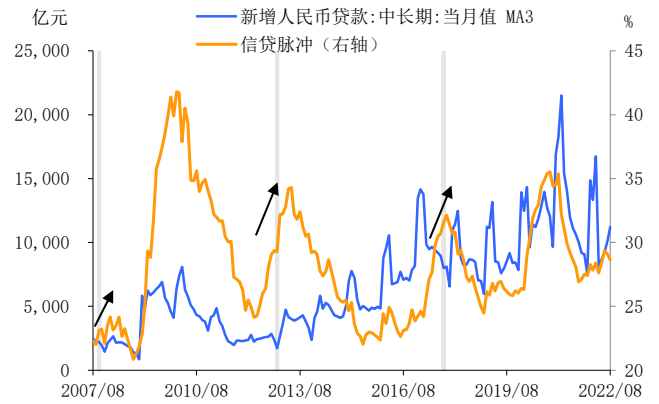
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: M2 与社融规模同比增速差继续拉大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2012年盛会过后, 信贷脉冲明显加强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

