

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

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

## 表外融资崛起

2022年9月11日

- **信贷小幅多增，企业端贡献最大。**8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比小幅多增300亿元，略低于市场预期。分项上，一是政策行信贷政策支持下，企业贷款贡献最大。值得注意，留抵退税和企业贷款需求间存在一定替代关系，随着留抵退税全年目标接近完成，其对企业贷款需求的挤占将逐步减弱。二是居民短贷弱修复，中长贷所反映的居民购房意愿依然不强。三是票据融资再次同比少增，银行填充信贷规模现象有所好转。
- **社融增速小幅回落，表外融资明显多增。**8月新增社融2.43万亿元、同比少增5593亿元，存量增速降至10.5%。分项上，政府债受去年发行后置的影响，同比少增较多，成最大拖累项。直接融资方面，企业债与股票融资均同比少增。值得重点关注的是，8月表外融资大幅多增，尤其是未贴现银行承兑汇票与委托贷款两项。
- **未贴现银行承兑汇票多增的背后，是企业支付需求明显上升。**将人民币贷款口径下票据融资与社融口径下未贴现银行承兑汇票合并，可得到企业签发的全部银票规模。数据显示，8月新增银票5076亿元，同比多增2136亿元。究其原因，一是基建表现强势，政策支持下基建项目增加，建筑业企业加快投产、建设，资金需求随之上升。二是财政部、住建部联合发文，8月1日起工程进度款支付比例提高至80%，进一步推高了相关企业的支付需求。委托贷款表现强势也与政策金融工具有关，政策性资金可通过过桥贷款的形式发放，是委托贷款多增的一大原因。
- **表外融资崛起，对于股市是积极信号。**新增未贴现银行承兑汇票对应基建需求扩张，新增委托贷款体现了政策工具的有力支持，均指向实体经济融资状况在好转。历史上看，表外融资兴起是宽信用的领先信号，而宽信用领先于经济周期，是股市的晴雨表。随着政府债发行放缓，我们认为未来对于金融数据的关注应重点聚焦于结构改善。年内留抵退税对表内信贷的挤占趋于减弱，流动性或持续偏松，LPR存在潜在下行空间，社融结构有望持续改善，对于股市是积极信号。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

目 录

一、信贷小幅多增，企业端贡献最大.....	3
二、社融增速小幅回落，表外融资明显多增.....	4
三、居民企业存款增多，M2 增速再创新高.....	6
四、表外融资崛起，对于股市是积极信号.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

图 1: 8 月人民币信贷小幅多增，企业贷款贡献最大.....	3
图 2: 8 月份以来水泥发运率持续回升.....	4
图 3: 截至 8 月 15 日，已退付留抵退税 21364 亿元.....	4
图 4: 8 月社融同比少增，其中表外融资明显多增.....	5
图 5: 8 月社融存量增速小幅回落.....	5
图 6: 建筑业需求扩张.....	6
图 7: 8 月 M2-M1 增速剪刀差走阔.....	7
图 8: 8 月财政存款持续放量，居民企业存款增多.....	7
图 9: 表外融资兴起领先于社融增速回升.....	8

## 事件：

9月9日，央行公布8月金融数据：新增人民币贷款1.25万亿元，预期1.40万亿元，前值6790亿元。新增社会融资规模2.43万亿元，前值7561亿元。M2同比增长12.20%，预期11.87%，前值12.00%。

## 一、信贷小幅多增，企业端贡献最大

新增信贷小幅多增，略低于市场预期。8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比小幅多增300亿元，从分项上看：

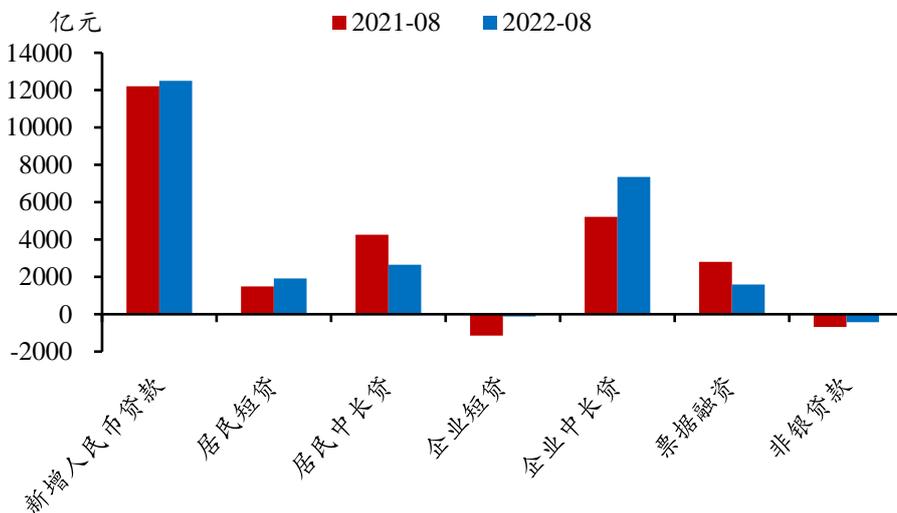
1) **政策行信贷政策支持下，企业贷款贡献最大。**6月1日，国常会宣布调增政策性银行8000亿元信贷额度，重点支持基础设施建设。政策支持下，6-7月基建投资增速持续回升，从高频指标上看，8月份以来水泥发运率持续回升，均反映出基建行业旺盛的投产、施工需求。对应到8月份信贷数据上，企业中长贷新增7353亿元，同比多增2138亿元，是当月新增信贷的最大贡献项。短贷方面，8月是投放小月，企业短贷同比少减1028亿元，同样为正贡献，反映出企业短期信贷需求也有所修复。

值得注意的是，留抵退税和企业贷款需求之间存在一定的替代关系。从退税机制上看，留抵退税能够直接增加企业银行账户的存款，有助于改善现金流，能够一定程度上替代企业短贷。据国税总局数据，截至8月15日，今年已累计有21364亿元留抵退税款退付到纳税人账户，全年目标接近完成，我们预计留抵退税对企业贷款需求的挤占将进一步减弱。

2) **居民短贷弱修复，中长贷持续拖累。**8月居民短贷同比多增426亿元，更多是因为去年同期基数较低。与需求恢复较快的2020年8月相比，今年同期的居民短贷是少增的。2021年8月的具体情况是全国疫情散发，居民消费需求回落，短期贷款同比少增1348亿元。此外，前期“断贷风波”等负面因素的影响尚未消除，居民购房意愿不强，中长期贷款同比少增1601亿元。

3) **票据融资再次同比少增。**8月银行通过做多票据以填充信贷规模的现象有所好转，票据融资同比少增1222亿元，与企业融资需求好转、贷款多增相对应。其他分项上，8月非银贷款减少425亿元，同比少减256亿元。

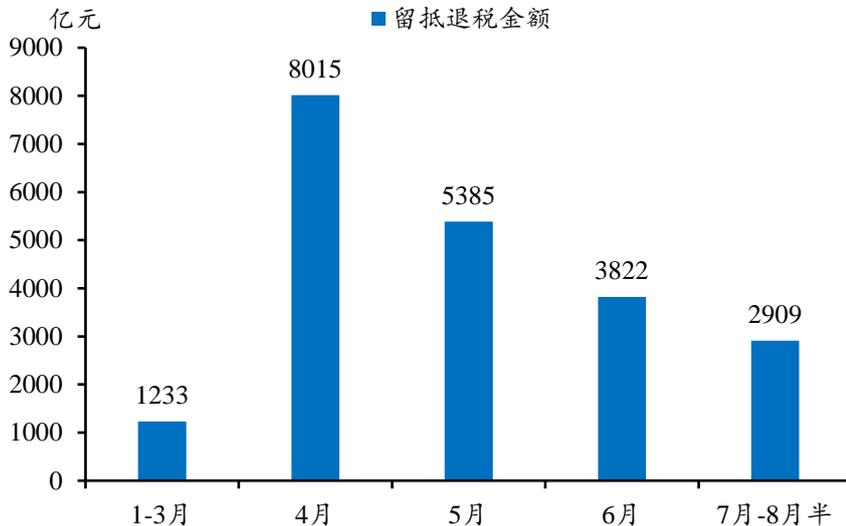
图1：8月人民币信贷小幅多增，企业贷款贡献最大



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 2：8 月份以来水泥发运率持续回升**

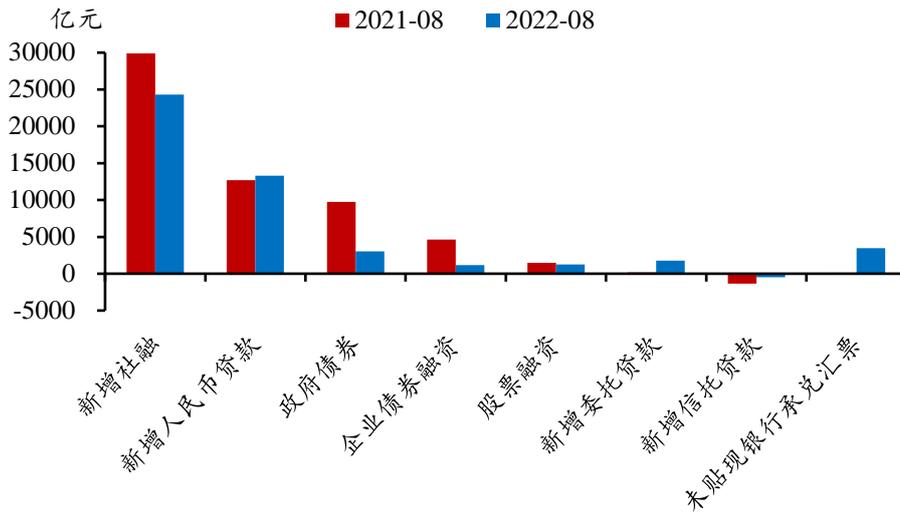

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3：截至 8 月 15 日，已退付留抵退税 21364 亿元**


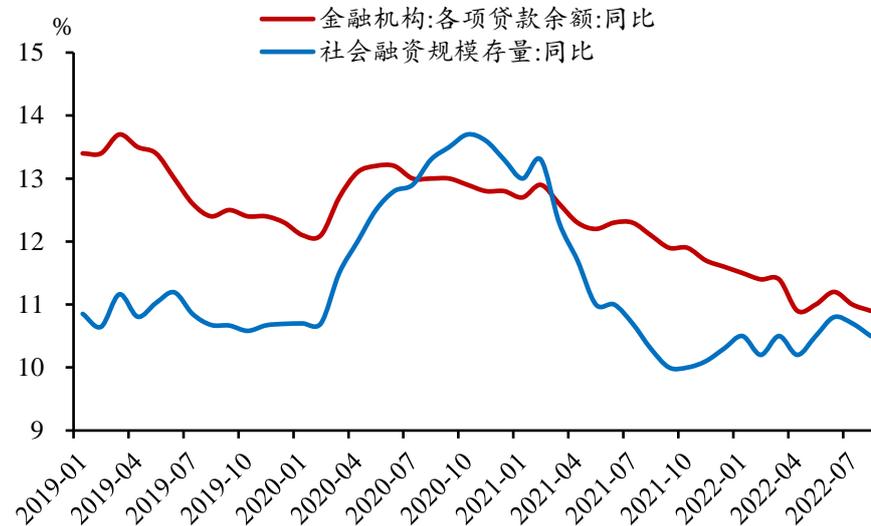
资料来源: 国税总局, 信达证券研发中心

## 二、社融增速小幅回落，表外融资明显多增

**社融增速小幅回落，表外融资明显多增。**8月新增社融规模 2.43 万亿元、同比少增 5593 亿元，社融存量增速 10.5%，较上月小幅回落 0.2 个百分点。分项上看，政府债同比少增 6693 亿元，为最大拖累项。原因在于今年政府债（尤其是专项债）发行节奏明显靠前，与 2021 年的后置发行形成鲜明对比。直接融资方面，企业债融资同比少增 3501 亿元，与城投债净融资额同比减少、地产债发行量下滑等有关；股票融资同比少增 227 亿元，变化不大。值得重点关注的是，8 月表外融资三项合计同比多增 5826 亿元，尤其是未贴现银行承兑汇票同比多增 3358 亿元。

**图 4：8 月社融同比少增，其中表外融资明显多增**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：8 月社融存量增速小幅回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**未贴现银行承兑汇票多增的背后，是企业支付需求明显上升。**银行承兑汇票是企业延期支付的一种信用工具，实质上是银行用自己的信用提高了企业所签发汇票的接受程度，属于商业银行的一项表外业务。持有汇票的企业可以等待票据到期支付，也可以到金融机构进行贴现融资。未贴现的银行承兑汇票指的是企业签发银票未到金融机构进行贴现融资的部分，已贴现的部分对应人民币贷款口径下的票据融资。将两项指标合并，就可以得到企业签发的全部银票的规模。合并数据显示，8月新增规模为5076亿元，同比多增2136亿元，反映出企业支付需求明显上升。

究其原因：

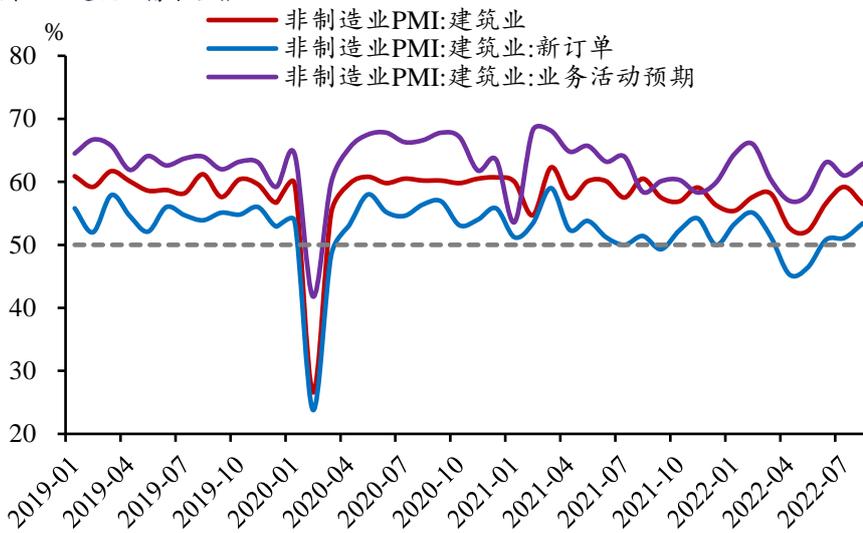
**一是基建表现强势，建筑业需求扩张。**从经济基本面来看，基建投资连续数月回升，8月以来高频指标持续向好，整体表现强势。近期支持基建的政策不断，包括6月初增加8000亿政策行信贷额度重点支持基建，6月末创设3000亿开发性金融工具补充基建重大项目资本金（8月下旬国常会追加3000亿额度），8月24日国常会核准开工一批条件成熟的基建项目等。此外，按照财政部要求，今年用于项目建设的3.45万亿新增专项债需于8月底使用完毕，5000亿专项债限额需于10月底发行完毕。政策支持下，基建项目增加，建筑业企业加快投产、建设，

资金需求随之上升。

二是财政部、住建部6月中联合发文，8月1日起工程进度款支付比例提高至80%。以往按照《建设工程价款结算暂行办法》规定，发包人应按不低于工程价款的60%、不高于工程价款的90%向承包人支付工程进度款。为解决建筑业企业垫款额越来越大、收款难等问题，今年6月14日财政部、住建部联合发布《关于完善建设工程价款结算有关办法的通知》，将支付比例下限提升至80%，进一步推高了相关企业的支付需求。

除了未贴现银行承兑汇票以外，委托贷款、信托贷款也都有明显正向贡献。8月新增委托贷款1755亿元，同比多增1578亿元。信托贷款减少472亿元，同比少减890亿元。委托贷款的强势表现，我们推测也与政策性金融工具有关。实际运作过程中，政策性金融工具的使用包括设立专项基金、定向发债、补充资本金、过桥贷款等方式。比如6月末创设的3000亿开发性金融工具，其使用方式主要是补充资本金；再比如8月19日住建部、财政部、央行等部门联合推出2000亿“保交楼”专项借款，在政策行的现有贷款额度中安排。除此之外，部分政策性资金还可以用过桥贷款的形式发放，在统计口径上对应委托贷款。

图6：建筑业需求扩张

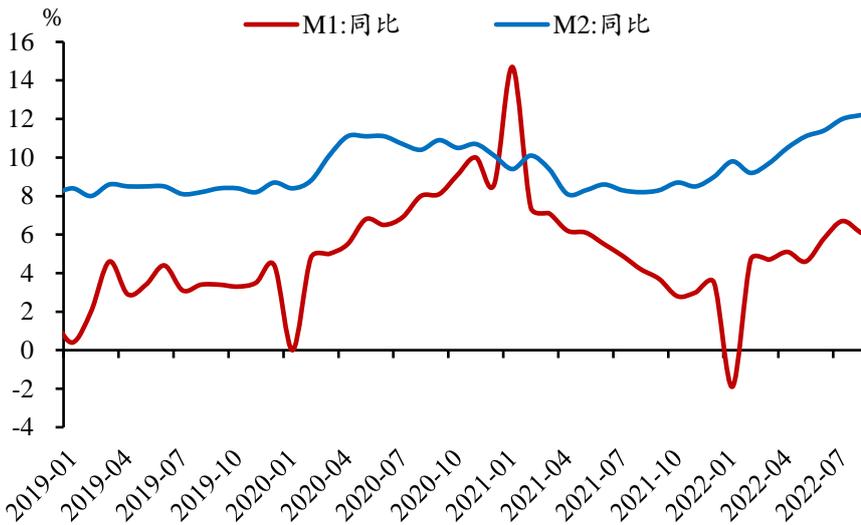


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

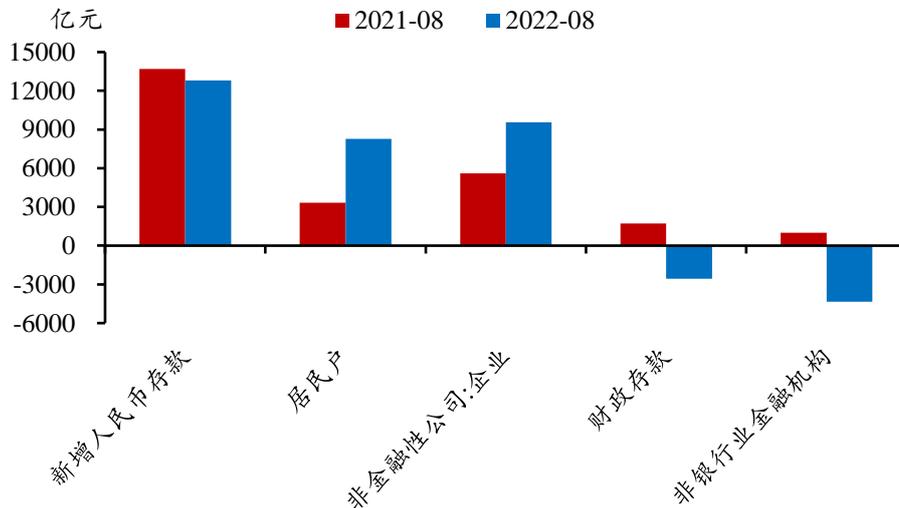
### 三、居民企业存款增多，M2增速再创新高

8月M2增速上升0.2个百分点至12.2%，再创新高。我们在9月8日发布的报告《流动性变局的逻辑——基于存差和同业存单的视角》中指出，5-7月M1增速回升的真正原因是留抵退税，而非企业预期好转。随着全年目标接近达成，7月以来留抵退税规模逐渐下降，8月M1增速下滑0.6个百分点至6.1%。

财政持续发力，居民企业存款增多。存款端来看，8月财政存款同比多增4296亿元，反映出财政支出力度加大的影响。居民、企业存款持续多增，分别较去年同期多增4948、3943亿元。我们曾在报告《如何理解“MLF缩量+降息”的政策组合？》中重点提示，存款才是理解这一轮流动性宽松的关键。其中企业存款高增的核心原因是留抵退税，住户存款多增系居民储蓄意愿高企的结果。

**图 7：8 月 M2-M1 增速剪刀差走阔**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：8 月财政存款持续放量，居民企业存款增多**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 四、表外融资崛起，对于股市是积极信号

**表外融资崛起反映了实体融资需求的正向变化。**新增未贴现银行承兑汇票对应基建需求扩张，新增委托贷款体现了政策工具的有力支持，均指向实体经济的融资状况在好转。从历史上看，表外融资兴起是宽信用的领先信号，表外三项合计增幅通常领先于社融增速。本轮周期中，表外融资于 2021 年 5 月触底，随后逐步企稳回升。2022 年起《资管新规》过渡期结束，表外融资增幅于年初转正，随后持续扩张，8 月份录得新高。

**金融周期领先于经济周期，是股市的晴雨表。**分阶段来看，社融增速触底回升先后对应：T0 政策定调，T1 初始政策落地，T2 社融增速向上，T3 企业盈利拐点。今年上半年，在政府债融资的拉动下，社融总量增速先行抬升，对应 T2 阶段，我们认为未来对于金融数据的关注应重点聚焦于结构改善。8 月数据已释放出一定的积极信号，未来留抵退税对表内信贷的替代效应逐渐减弱，银行间流动性或持续偏松格局，LPR 存在潜在下行空间，社融结构有望持续改善，对于股市是积极信号。

**图 9：表外融资兴起领先于社融增速回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	章嘉婕	13693249509	<a href="mailto:zhangjiajie@cindasc.com">zhangjiajie@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。