

宏观点评报告

基建助力“稳信用”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项:

2022年8月新增社融2.43万亿元,新增人民币贷款1.25万亿元,M2货币供应量同比增长12.2%。

平安观点:

- **8月新增社融同比少增,但超出市场一致预期。**表内人民币信贷总体平稳,是8月新增社融的“压舱石”。新增社融的拖累因素在于:政府债净融资节奏放缓、企业债券及股票融资不畅,外币贷款遭进出口增速下滑及人民币贬值冲击缩量。不过,表外项目对社融形成较强支撑:信托贷款压降放缓、未贴现票据未受表内票据“冲量”挤压而较快增长,而委托贷款在政策性开发性工具及公积金贷款投放下大幅多增,均对社融构成一定支撑。
- **8月新增人民币贷款同比略有多增,较7月边际回暖。**其中,企业的短期、中长期贷款同比均多增,居民短期贷款在低基数下企稳,但居民中长期贷款和票据融资同比缩量形成一定拖累。**1)居民“加杠杆”意愿依然偏弱。**房地产市场低迷、居民对未来收入的预期悲观,“加杠杆”方式消费、购房的意愿都显不足。5年期LPR调降15bp的效果在8月尚未充分体现。**2)企业贷款同比改善,**恢复的原因有二:一方面,央行助力“稳信用”,调降政策利率并带动LPR报价下行,并召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会,强调主要金融机构要“充分发挥带头和支柱作用”。另一方面,基建领域是信贷投放的重要抓手。8月首批3000亿元政策性、开发性金融工具投放完毕,与之配套的基建相关企业中长期贷款或随之放量。
- **8月M2增速继续上行,M1增速下滑。**人民币信贷企稳、财政资金持续投放,助力M2增速进一步上行。而M1同比增速下滑,或因房地产销售低迷、经济弱修复下,企业短期经营性现金流入不强,对未来预期偏弱也可能使部分企业存款由活期转为定期。从存款结构看:一方面,居民、企业存款继续同比多增:居民消费意愿不足、房地产销售偏弱;企业信贷边际回暖,且财政支出加快、减税降费政策有所支持。另一方面,财政存款同比大幅少增,除财政支出加码发力的影响外,收入端政府债净融资放缓、土地收入下滑、减税降费政策推进可能也有一定拖累。
- **8月基建投资发力对社融形成较强支撑,既带动企业部门信贷边际回暖,又推动社融委托贷款项目上行。**不过,信贷投放的总体形势还不稳固,央行有必要继续推进“稳信用”:一方面,以基建、绿色及科技创新领域为中长期信贷投放的抓手,加大普惠小微、房地产贷款的托底力度。另一方面,进一步“降成本”刺激需求:一是通过完善存款利率市场化改革机制,带动5年期LPR更大幅度下行;二是可能适时降准0.25-0.5个百分点置换MLF,推动LPR进一步下行。此外,在通过宏观审慎工具稳汇率的同时,央行仍可能在政策利率的调整方面相机抉择,为“稳信用”提供宽松的货币环境。我们预计,年内剔除政府债部分后的社融增速有望继续企稳。

一、直接融资拖累社融

8月社融同比少增。2022年8月新增社会融资规模2.43万亿，较去年同期低5571亿元，但高于市场一致预期的2万亿左右。社融存量同比增速较上月下滑0.2个百分点至10.5%。剔除政府债部分后的社融存量增速为9.06%，持平于7月。从分项数据看，人民币信贷同比稳中有升，新增社融的拖累因素在于直接融资和外币贷款，而表外融资对社融构成支撑。

一是，表内信贷总体平稳，是8月新增社融的“压舱石”。其中：1) 人民币贷款同比略有增多：社融口径新增人民币贷款1.33万亿，较去年同期多增587亿元，基本持平于2018至2021年均值。2) 外币贷款继续缩量：8月外币贷款减少826亿元，同比少增1173亿元，或受到8月进出口增速下滑及8月15日以来人民币汇率急贬的冲击。

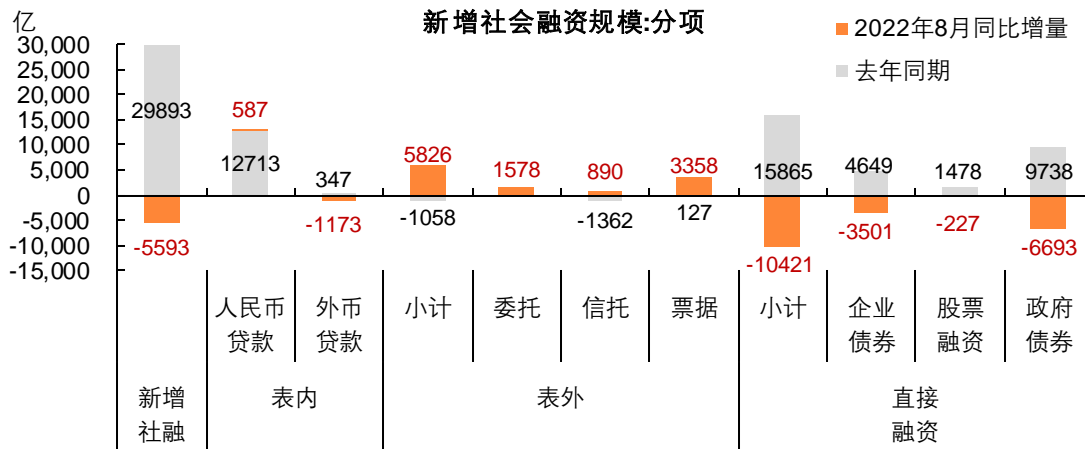
二是，直接融资偏弱，是8月新增社融的核心拖累因素。8月政府债、企业债券和股票融资三个项目均同比少增。

- 1) 政府债券净融资3045亿元，同比少增6693亿元。受政府债发行节奏错位的影响，8月政府债净融资规模明显放缓，对新增社融由支撑转为拖累。尽管8月下旬国常会出台稳经济一揽子政策的接续政策，部署用好5000亿元地方政府专项债限额结存，但以此预计，9-12月的政府债融资总量为2.1万亿，仍较去年同期低1.3万亿，对年内新增社融的拖累还将持续。
- 2) 企业债净融资规模1148亿元，同比少增3501亿元，较18年-20年同期少增2380亿元。拆分来看：一，则，地方政府隐性债务严监管持续，8月Wind口径城投债净融资规模同比减少超过1000亿元；二，则，电力、热力及水的生产与供应行业净偿还近450亿元，较去年同期收缩逾800亿元。动力煤价格高位下，发电企业现金流压力偏大。三，则，受疫情影响严重的交通运输仓储和邮政业，8月信用债合计净偿还278亿元，净融资规模同比减少超700亿元。
- 3) 非金融企业境内股票融资1251亿元，同比少增227亿元，但相比2018-2021年均值多增462亿元。不过，随着全面注册制稳步推进，后续非金融企业股票融资规模仍有望维持在相对高位。

三是，表外融资规模多增，是8月新增社融的重要支撑因素。委托贷款、信托贷款和表外票据规模均高于去年同期。

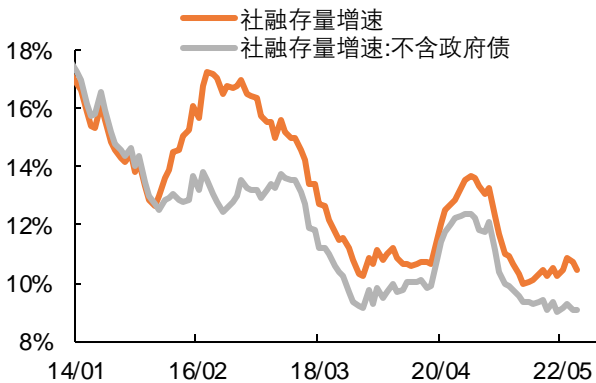
- 1) 信托贷款减少472亿元，同比少减890亿元，相比18年-20年同期少减81亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度可能有阶段性的边际松动。
- 2) 未贴现银行承兑汇票新增3485亿元，同比多增3358亿元，较18年-20年同期也多增3212亿元。总体看，今年以来经济下行压力加大，企业较多以票据融资补充短期现金流，表内外票据持续同比多增。不过，8月表外票据的同比多增或还叠加了监管“票贷比”窗口指导的影响：表内票据新增规模较去年同期减少1222亿元，银行以票据贴现“冲量”信贷规模的现象缓解，未对表外未贴现票据规模形成“挤压”。
- 3) 委托贷款新增1755亿元，同比多增1578亿元，相比18年-20年同期更多增2467亿元。除金融监管政策边际松动外，委托贷款的强劲表现或还受到两方面因素的影响：一方面，多地“因城施策”放松公积金贷款相关限制，一定程度上对委托贷款的投放规模构成支撑。以2021年年末数据看，住房公积金作为委托贷款的重要组成部分，存量为6.89万亿，约占当时10.9万亿委托贷款存量的63.2%。另一方面，截止8月26日，国开行、农发行的首批3000亿元政策性开发性金融工具已投放完毕，其中部分资金以股东借款方式投放，或被计入委托贷款统计口径。据财新周刊报道：3000亿元政策性开发性金融工具将作为国家基础设施投资基金，采取股权投资、股东借款、专项债券资本金搭桥借款等方式，用于补充项目资本金缺口；其中，股东借款是指基金委托政策性开发性银行以贷款形式向目标公司股东提供资金贷款资金作为项目资本金投入到指定项目。

图表1 2022年8月新增社融的同比增量



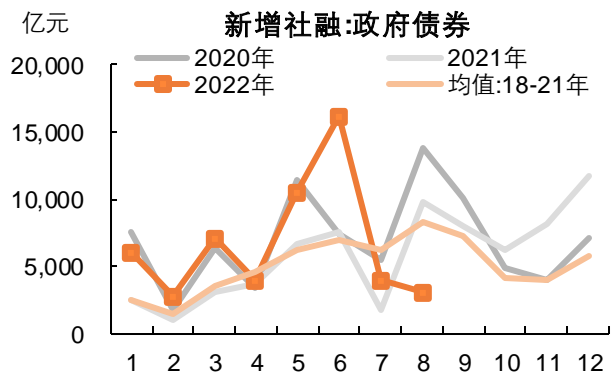
资料来源:wind,平安证券研究所

图表2 8月社融存量同比增速10.5%



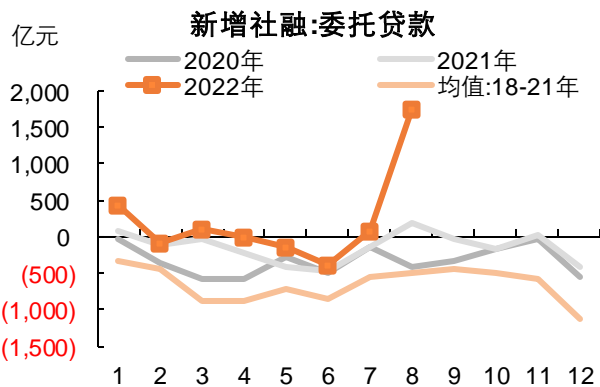
资料来源:wind,平安证券研究所

图表3 8月政府债净融资规模同比大降



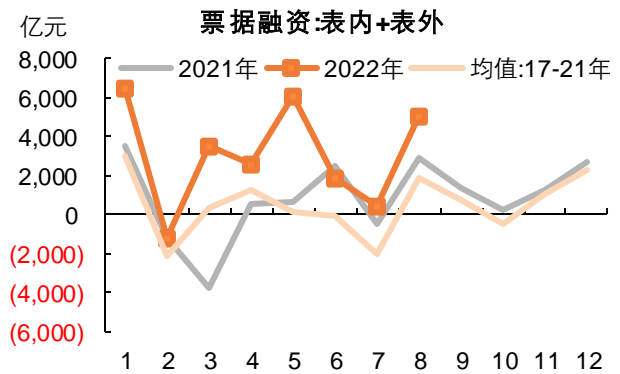
资料来源:wind,平安证券研究所

图表4 8月表外委托贷款规模大增



资料来源:wind,平安证券研究所

图表5 8月表内外票据融资新增5076亿元



资料来源:wind,平安证券研究所

二、企业贷款边际改善

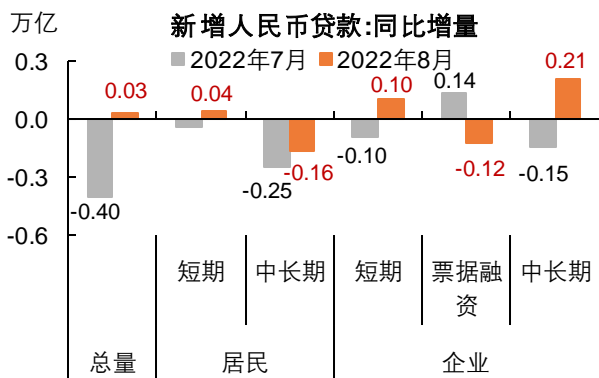
8月新增人民币贷款同比略有多增，较7月边际回暖。8月新增人民币贷款 1.25 万亿，同比多增 300 亿元，相比 17-21 年同期均值多增 340 亿元；贷款存量同比增长 10.9%，相比上月下滑了 0.1 个百分点。人民币信贷的支撑因素在于企业的短期、中长期贷款同比均多增，居民短期贷款在低基数下企稳；拖累因素则是居民中长期贷款和票据融资同比缩量。具体地：

居民“加杠杆”意愿依然偏弱。房地产市场低迷、居民对未来收入的预期悲观，“加杠杆”方式消费、购房的意愿都显不足。具体地：1) 居民短期贷款新增 1922 亿元，因去年同期低基数，同比多增 426 亿元，但较 17-21 年同期均值少增近 300 亿元。2) 居民中长期贷款增加 2658 亿元，同比少增 1601 亿元，较 17-21 年同期均值少增近 2000 亿元。

企业贷款同比改善，短期贷款、中长期贷款均同比多增，仅票据融资有所缩量。1) 企业短期贷款减少 121 亿元，同比少减超 1000 亿元，较 17-21 年同期均值少减近 400 亿元。2) 企业中长期贷款新增 7353 亿元，同比多增超 2100 亿元，较 17-21 年同期均值多增近 2600 亿元。3) 票据融资新增 1591 亿元，同比少增 1222 亿元，与 17-21 年同期均值基本持平。

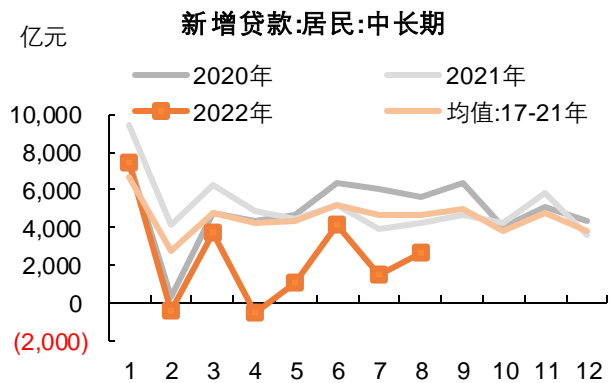
8月企业贷款恢复的原因有二：一方面，央行以降息、窗口指导等方式助力“稳信用”。8月15日，央行调降MLF利率10bp，而后1年期和5年期LPR报价分别下调5bp、15bp，贷款利率的下行一定程度上提振了企业贷款的需求。8月22日，央行、银保监会召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会，强调“主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性”。另一方面，基建领域是信贷投放的重要抓手。如前所述，8月首批3000亿元政策性、开发性金融工具投放完毕，与之配套的基建相关企业中长期贷款或随之放量。

图表6 8月人民币贷款分项同比略有增量



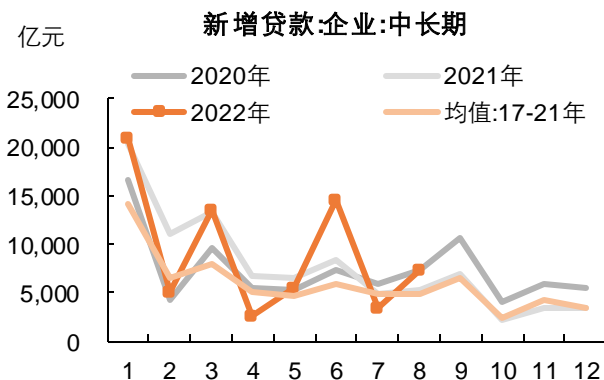
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 8月新增居民中长期贷款约为去年同期的62%



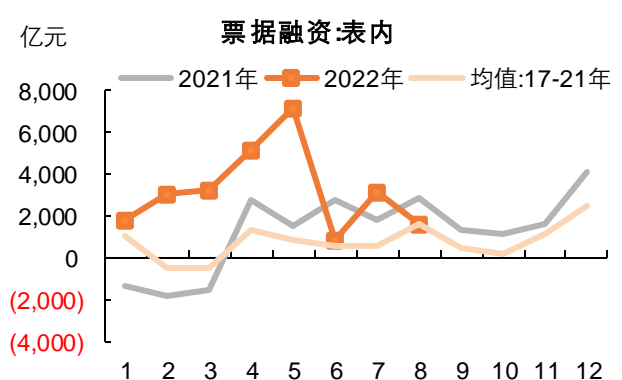
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 8月企业中长期贷款同比多增，达历年同期高位



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 8月表内票据同比缩量



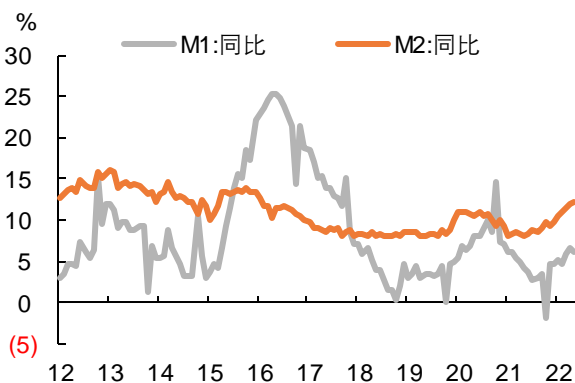
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、M2 增速继续上行

8月 M2 增速上行，M1 增速下滑。8月 M2 同比增速上行 0.2 个百分点至 12.2%，人民币信贷企稳、财政资金持续投放，助力 M2 增速进一步上行。8月 M1 同比增速下滑 0.6 个百分点至 6.2%，或因房地产销售低迷、经济弱修复下，企业短期经营性现金流入不强，对未来预期偏弱也可能使部分企业存款由活期转为定期。

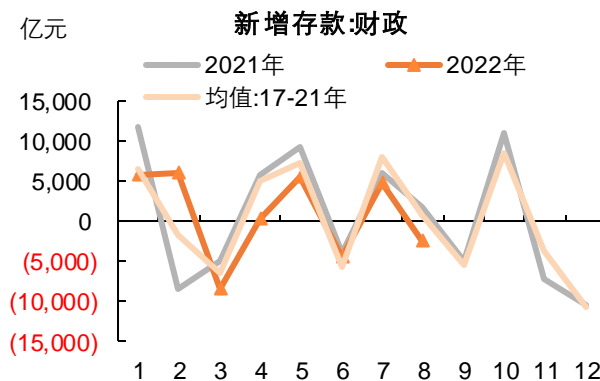
从存款结构来看，**财政、非银存款同比少增，但居民、企业存款继续同比多增。**8月新增人民币存款 1.28 万亿，同比少增 900 亿；人民币存款余额增速 11.3%，比上月低 0.1 个百分点。**其中，1) 居民部门存款继续同比多增 4948 亿**，依然受到居民消费意愿不足、房地产销售偏弱的影响。**2) 企业部门存款继续同比多增 3943 亿**，或得益于企业信贷边际回暖，且财政支出加快、减税降费政策有所支持。**3) 财政存款同比少增 4296 亿**，除财政支出加码发力的影响外，收入端政府债净融资放缓、土地收入下滑、减税降费政策推进也对财政存款构成一定拖累。**4) 非银行业金融机构存款同比少增 5346 亿**，且 A 股市场连续两个月下跌，居民基金赎回、抛售股票行为或对非银金融机构的存款规模构成一定拖累。

图表10 8月 M2 增速回升，M1 增速下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 8月财政存款同比少增 4296 亿元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033