

社融企稳的“三支箭”

——9月社融数据点评

报告日期: 2022-10-12

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

●事件: 2022年9月新增人民币贷款2.47万亿元, 预期1.8万亿元, 前值1.25万亿元; 新增社融3.53万亿元, 预期2.73万亿元, 前值2.43万亿元; M2同比12.1%, 预期12.1%, 前值12.2%。M1同比6.4%, 前值6.1%。

●一、9月信贷、社融总量和结构大幅改善, 其中企业中长贷和非标融资表现亮眼, 与经济修复斜率向上, 基建配套贷款高增等有关; 居民端总体偏弱, 消费和地产需求总体仍低迷, 但居民中长贷同比少增量下降和地产销售降幅缩窄指向地产景气度边际回暖。受季节性和股市低迷等影响, 9月非银存款减少, 居民和企业存款增加。社融-M2负缺口小幅缩窄, 实体融资需求边际回升, 但总体需求仍较低迷, 且仍需警惕资金空转现象。

1、9月信贷总量、结构大幅改善, 企业端表现亮眼, 短贷与中长贷均强, 主因经济修复斜率上行、基建贷款投放进入高峰期, 以及季末冲量助攻; 居民端总体偏弱, 短贷和长贷均同比少增, 反映消费和地产需求低迷; 但中长贷少增量边际缩窄, 结合地产销售降幅缩窄, 地产景气度边际有所回暖。

新增信贷方面, 9月新增贷款2.47万亿元, 同比多增8108亿元, 金融机构各项贷款余额同比较前值提升0.3个百分点至11.2%。

1) 居民端总体偏弱, 短贷和长贷均同比少增, 反映消费和地产需求低迷; 但中长贷少增量边际缩窄, 结合地产销售降幅缩窄, 地产景气度边际有所回暖。9月居民贷款新增6503亿元, 同比少增1383亿元, 比过去三年同期均值少增1845亿元。其中, 居民中长贷新增3456亿元, 同比少增1211亿元, 较过去三年同期均值少增1868亿元。本月居民中长贷同比少增量为2022年以来的较低值, 指向居民中长期贷款边际回暖, 但总体仍偏弱。地产销售也表现出相应的边际改善, 9月30大中城市商品房成交面积同比降幅较上月缩窄5个百分点至-14%。地产整体景气度较往年同期仍差, 但30大中城市中一线城市销售面积同比由负转正, 三线城市销售增速也有所好转。居民短贷增加3038亿元, 同比少增181亿元, 小幅弱于季节性, 反映居民消费需求有所下滑。

2) 企业端大幅改善, 结构好转, 短贷与中长贷均表现亮眼, 票据占比下降, 应与基建配套贷款增加, 经济修复斜率上行、季末冲量等因素有关。9月企业贷款新增1.9万亿元, 同比多增9370亿元, 比近三年同期均值多增9382亿元, 是企业贷款近两年来最大幅度的同比多增量。

企业中长贷改善更为明显, 本月增加13488亿元, 同比多增6540亿元, 高出近三年同期均值5700亿左右; 新增企业短贷6567亿元, 比去年同期多增4741亿元, 比近三年同期多增4680亿元, 同样大幅高于季节性水平。

企业贷款大幅改善主要有以下几个原因: 1) 9月为基础设施基金大规模投放期, 配套贷款拉动实体企业融资需求。据国开行、农发行与进出口银行披露, 截至9月20日, 国开基础设施投资基金已投放资本金3600亿; 截至9月16日, 首批和第二批共计1900亿农发基础设施投资基金均已投放; 9月28日, 进出口银行完成500亿元进银基础设施基金投放。自此全部6000亿政策性金融工具投放完毕。距离8月23日第二批政策性开发性金融工具新增3000亿不足一个月, 新增额度已全部完成投放, 本月相关配套贷款需求较为旺盛。此外, 9月建筑业PMI为60.2%、较前值上升了3.7个百分点, 其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为51.8%、62.7%, 体现基建现实与基建预期双足并进, 基建投资高增带来企业贷款需求的大幅回升。2) 经济修复斜率上行, 实体融资需求回暖。9月制造业PMI景气度回升至荣枯线以上, 且结构边际改善。高频数据显示9月生产显著改善, 经济弱企稳。3) 此外, 9月为三季度最后月份, 企业、银行等部门存在季末冲击进度的情况。

票据方面, 表内票据融资减少827亿元, 同比少增2180亿, 较近三年同期均值少增1000亿元。票据融资的大幅少增反映本月企业信贷增长主要由高增的实体融资需求拉动, 票据冲量现象大幅减少。

2、9月社融总量超预期, 结构改善, 存量增速小幅回升。信贷同比大幅多增, 非标净融资延续正增长, 成为社融主支撑, 企业中长贷+委托贷款高增的组合反映稳经济一揽子政策落地生效, 特别是政策性金融工具等带动基建配套贷款增加, 支撑社融高增。外币贷款、企业债券、政府债券延续同比少增, 是社融主要拖累。往后再看, 随着10月5000多亿专项债地方结存限额落地, 政府债券将对社融再度形成支撑。

新增社融方面, 9月新增社融3.53万亿元, 同比多增6245亿元, 较过去三年同期均值多增5680亿元。社融存量同比增速10.6%, 较前值回升0.1个百分点, 印证了我们此前社融存量增速将趋于回升的判断。

社融结构延续改善, 信贷延续回升, 非标融资高增, 企业债券和政府债券表现较差, 结构延续8月特征。

1) 支撑项方面, 社融中新增人民币贷款和非标融资实现了同比多增。其中, 9月新增人民币贷款2.57万亿元, 比去年同期大幅多增7964亿元, 较过去

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》2022-05-14

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_居民还有加杠杆的能力吗?》2022-06-11

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_靓丽社融之后,“双宽”的可持续性如何?——6月社融数据点评》2022-07-11

4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解“最好结果”?——7月政治局会议点评》2022-07-29

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_总量进一步宽松力度或将有限——Q2央行货币政策报告点评》2022-08-11

6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用短期难“去地产化”,弱社融后政策会如何?——7月社融数据点评》2022-08-13

7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_需求“弱企稳”,资金“真空转”——8月社融数据点评》2022-09-12

三年同期均值多增 7540 亿元。结合贷款结构来看，企业贷款好于居民贷款，企业贷款中的企业短贷和企业中长期贷较高，指向投资端需求较旺盛，再结合政策性金融工具加快投放，判断基建对中长贷支撑力度较强。9 月 28 日央行设立设备更新改造专项再贷款，预计 9 月底以来，制造业中长期贷款规模将显著提升。

9 月新增非标融资（委托贷款、信托贷款及表外票据）1449 亿，同比多增 3555 亿，比近三年同期均值多 2517 亿，连续两个月实现正增长。其中表外票据增加 134 亿（8 月为增加 3485 亿），同比多增 120 亿，反映票据需求较此前降低。委托贷款同比多增 1529 亿元，信托贷款同比多增 1906 亿元。9 月表内和表外票据双双回落，体现随着稳经济一揽子政策落地生效，政策性金融工具投放带动配套贷款增加，企业非票据类贷款规模上升，票据需求下降。这一点从委托贷款的高增中也能得到印证。

2）拖累项方面，外币贷款、企业债券、政府债券同比呈现不同程度的少增。其中外币贷款减少 713 亿元，同比多减 694 亿元。企业债券新增 876 亿元，同比少增 261 亿元，比过去三年同期均值少 752 亿元，企业债券融资连续 4 个月同比少增，需求仍偏弱。政府债券新增 5525 亿元，同比少增 2541 亿元，较过去三年同期均值低 1795 亿元。根据 wind 数据，9 月发行新增专项债 241 亿元，净融资额-1307 亿元。截至 9 月底，全国新增专项债已发行 35432 亿元，是全年新增额度的 97.1%。8 月 24 日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，提出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕”，预计重点将落在 10 月，为社融形成支撑。此外，9 月 28 日总理稳经济大盘四季度工作推进会议指出“依法依规提前下达明年专项债部分限额”，意味着专项债将继续为明年年初社融助力。

3、存款方面：M1 升、M2 降，反映企业活期现金流有所好转；M2 在高基数上维持平稳，与信贷、社融增速回升相印证。9 月非银存款减少，居民和企业存款增加，且两者变化均高于去年同期，指向 9 月股票市场低迷可能引起了非银存款向居民和企业存款的转移。财政支出保持平稳。社融-M2 负缺口小幅缩窄，实体融资需求边际回升，但总体需求仍较低迷，且也仍需警惕资金空转现象。

9 月 M1 增速回升 0.3 个百分点至 6.4%。M2 增速回落 0.1 个百分点至 12.1%。M1 同比回升或与基数下行 0.5 个百分点有关，也反映了企业短贷的多增带动企业活期现金流好转。M2 同比在高基数基础上维持稳定，与贷款余额同比回升、社融存量增速同比回升形成印证。

结构方面，实体经济部门存款增加，非银机构存款减少，政府存款维持稳定。9 月属于季末月份，银行为应对考核，降低非银机构存款，提升居民和企业存款符合季节性特征。不过同比来看，这一特征较季节性更为强化，即居民和企业存款分别同比多增 3232 亿元和 2457 亿元，非银机构存款同比少增 2136 亿元，非银存款向居民和企业存款的转移，可能与 9 月股票市场回撤较大有关。9 月上证综指累计下跌 5.6%。9 月财政存款减少 4800 亿元，同比少减 231 亿元，指向财政支出维持平稳。9 月社融-M2 负缺口缩窄，较前值回升 0.2 个百分点至-1.5%，说明实体经济融资需求边际上有所回升。但总体看，该指标仍处于负区间，指向实体真实融资需求仍较低迷，且其中仍可能存在资金空转现象。

二、后续社融增速将继续回升，关注支撑社融的“三支箭”：第一，利率可能再下调；第二，基建、制造业等增量政策工具发力；第三，地产宽松政策三连落地生效，但效果可能相对有限。

1、货币政策维持稳健，可能再降准，LPR 也可能再下调。

9 月 5 日国务院政策例行吹风会和 9 月 29 日央行货币政策委员会 Q3 例会均传达出“发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”的信号，再结合 9 月 15 日，国有大行及招商银行等纷纷下调各期限存款利率，我们认为本次存款利率下调不仅进一步落实了 4 月存款利率市场化调整机制，即存款利率盯着 10Y 国债和 1Y LPR 调整的要求；也打开了 LPR 继续调降的空间。此外，从政策操作角度判断，也可能再有一次降准置换 MLF，从而引导贷款端利率调降。

2、关注增量政策工具，例如专项债存量限额发行、基建配套贷款、更新改造专项再贷款推动制造业中长期贷款投放提速等对社融的支持。

9 月 28 日总理稳经济大盘四季度工作会议指出“政策将在四季度发挥更大效能”，并着重指出两项政策工具，即政策性开发性金融工具和专项再贷款推进制造业等领域设备更新改造。因此，**预计基建、制造业贷款将对四季度社融形成显著支撑。**

基建方面，10 月集中发行 5000 亿专项债存量限额；截至 9 月 30 日，6000 亿元政策性开发性金融工具先后投放完毕，预计合计撬动投资 8-10 倍，带动相关配套基建贷款增长，且预计后续若有需求，额度可能继续增加。结合近期水泥磨机运转率、水泥发运率、石油沥青装置开工率等基建高频指标的改善，资金、项目、开工共振将支持基建高景气，从而拉动企业中长期贷。

制造业方面，9 月 28 日央行设立设备更新改造专项再贷款，支持制造业等行业更新改造，额度为 2000 亿以上；近日监管部门也鼓励银行加大对制造业中长期贷款支持，近期加速投放。我们判断在更新改造再贷款的支持下，四季度制造业相关贷款可能近万亿。不过，尽管制造业信贷可能高增，但鉴于民企盈利仍承压，短期对制造业投资的拉动可能有限，维持“制造业投资年内难超预期”的判断。

3、地产政策三连发，有助于提升房地产相关贷款规模，但总体幅度仍待观察，短期提振效果可能有限。

9 月底以来，地产需求端政策加速放松，包括下调公积金贷款利率、阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、支持居民换购住房退还个人所得税等。以阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限为例，我们测算 70 城中有 23 个城市（10 个二线、13 个三线）符合条件，并引申测算全国范围内，城市覆盖率约为 40%、商品房销售额覆盖率约为 25%。符合条件城市商品房销售平均每提振 1 个百分点，对应我国商品房销售提升 0.25 个百分点。因此不宜高估对地产销售的提振幅度，从而对住房贷款的提振幅度也有待观察。

● 风险提示

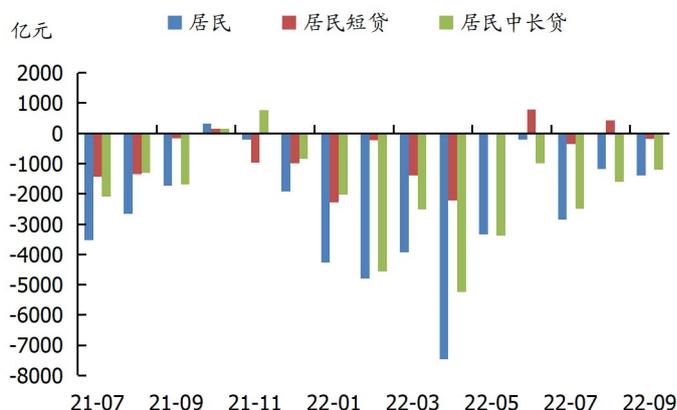
实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 9月贷款余额增速回升



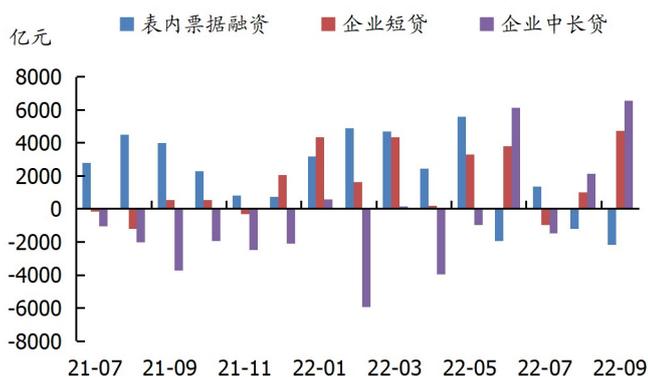
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 居民中长贷边际改善



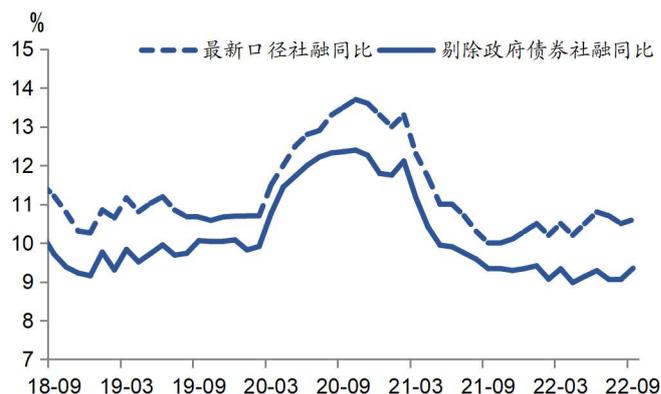
资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 图中数据为同比多增量

图表 3 企业端总量结构均改善



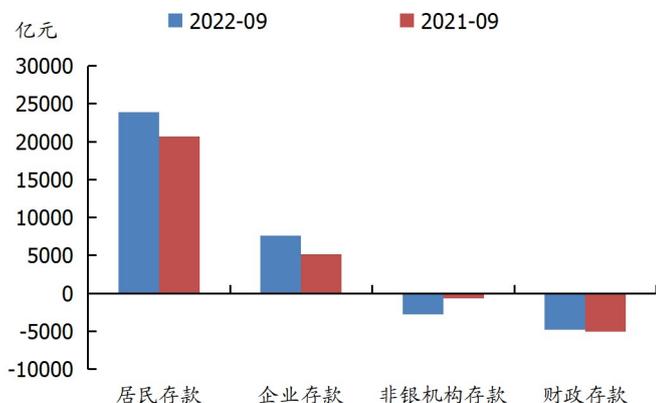
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 社融存量增速回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 居民和企业存款同比多增



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 社融-M2 增速小幅回升



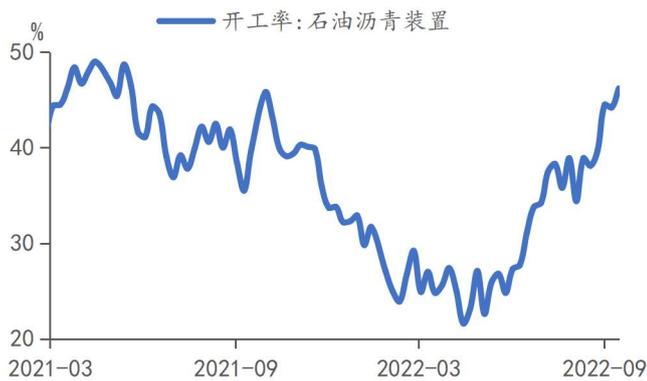
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 政策性金融工具投放情况

政策	投放进度	投放领域
6月1日国常会设立政策性、开发性金融工具3000亿元	国开行：8月27日已完成2100亿元投放	重点投向中央财政委员会第十一次会议明确的五大基础设施重点领域，重大科技创新、职业教育等领域，支持项目422个。
	农发行：8月20日已完成900亿元投放	支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农业农村基础设施和能源基础设施等领域项目500余个，可拉动项目总投资超万亿元。
8月23日国常会，新增3000亿政策性开发性金融工具额度	国开行：截至9月20日，国开基础设施投资基金已投放1500亿元	共支持项目421个。支持“十四五”规划内、前期工作成熟，而且在三季度内能够尽快开工的基础设施重点领域项目。
	农发行：截至9月19日，农发基础设施基金第二期投放1000亿元	共投放项目732个。其中，水利项目99个、金额150.11亿元；交通基础设施项目59个、金额210.13亿元；市政和产业园区基础设施项目414个、金额433.87亿元；职业教育项目44个、金额34.68亿元。
	进出口银行：9月28日，进银基础设施基金完成500亿元投放任务	共支持了106个重大项目。向港口、铁路、公路等交通基础设施领域占比66.4%；能源及水利基础设施领域占比12.4%；集成电路领域占比10.6%；产业园区及重大物流基础设施领域占比7.0%。

资料来源：新华社，国家开发银行，进出口银行，农发行，华安证券研究所

图表 8 石油沥青开工率持续上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 交通沥青开工率提升较快



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 新政覆盖情况及全国测算

	2020年		新政覆盖		新政覆盖率	
	城市数量	商品房销售额 (亿元)	城市数量	商品房销售额 (亿元)	城市数量	商品房销售额
70城总计	70	99898.6	23	20250.3	32.9%	20.3%
一线	4	15097.0				
二线	31	60964.8	8	12155.4	25.8%	19.9%
三线	35	23836.7	15	8094.9	42.9%	34.0%
全国总计		173612.7		43403.2	40.0%	25.0%

注：红色数字表示基于已有数据的合理推测

资料来源：wind，华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

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。