



宏观研究

【粤开宏观】总量显著好转，结构尚待改善：9月金融数据点评

2022年10月12日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】8月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界》2022-09-16

《【粤开宏观】复盘本轮欧洲能源危机：特点、成因及影响》2022-09-18

《【粤开宏观】美联储破釜沉舟：9月美联储议息会议点评》2022-09-22

《【粤开宏观】从财税视角看贵州：茅台的“酒”能否解债务的“愁”》2022-09-26

《【粤开宏观】当前及下阶段财政经济形势、风险与建议》2022-10-11

摘要：

当前中国经济在恢复中遇到波折，主要是受疫情反弹、前期高温及房地产风险等的影响；需求端看主要是房地产投资下行、消费低迷，基建和出口在支撑经济，但房地产风险仍未根本化解，出口或将伴随全球经济衰退而下行。预计三季度 GDP 同比增长 3.5%，四季度同比 4.0%，全年增长 3.2%。

在此背景下，6 月以来国常会密集部署了一系列稳经济政策，政策性银行发挥起“准财政”的作用，成为宽信用的重要推手。一是新增 8000 亿支持基础设施的贷款额度；二是两批 6000 亿的政策性开发性金融工具；三是 2000 亿“保交楼”专项贷款。在此之上，央行、财政部等还推出了设备更新改造专项再贷款、换购房个税退税优惠、公积金房贷定向降息等政策。

政策发力下，宽信用正逐步浮上水面，通常情况下总量数据率先好转，结构数据再逐步改善。9 月金融数据显示，总量已企稳回升，社会融资规模存量同比增速 10.6%，结束了连续 2 个月的下滑态势。新增社融 3.53 万亿元，同比多增 6245 亿元。结构上，企业部门信贷结构良好，中长期贷款保持高增，增幅扩大。但居民部门信贷结构仍存在不确定性，地产托底政策的效力尚待观察，疫情尚存扰动。

1、社融方面，人民币贷款成最大拉动项，表外支撑显著，政府债拖累减弱，显示实体需求正在逐步恢复。

第一，第二批政策性金融工具通过基建项目资本金有力拉动企业信贷，表内人民币贷款成最大拉动项。9 月对实体发放人民币信贷新增 2.57 万亿，同比多增 7964 亿元。

第二，信托、委托贷款等表外融资支撑显著。9 月委托贷款新增 1507 亿元，同比多增 1529 亿元。作为委托贷款的重要组成，住房公积金贷款受到政策放松影响，对委托贷款形成支撑。信托贷款同比少减 1906 亿元，或由于稳增长压力下金融监管实施力度有所松动，发展日趋规范。

第三，政府债退坡，但拖累减弱，5000 亿元地方专项债剩余限额对冲了部分“财政错位”的影响，这种效力将在 10 月进一步显现。政府债同比少增 2541 亿元，上月少增 6693 亿元，少增幅度显著缩窄。

2、信贷方面，企业中长期贷款大幅增长，居民中长期贷款仍受地产拖累，但地产托底政策频出已产生边际改善。

第一，基建等政府项目带动企业信贷高增，尤其企业中长期贷款大幅好转。截止 9 月底，国开行、农发行、进出口银行已分别投放 3600、1900、500 亿元，两批 6000 亿基础设施投资基金全部投放完毕，叠加央行创设的 2000 亿



元以上设备更新改造专项再贷款，与之配套的基建相关企业中长期贷款也受到提振。9月企业贷款增加19173亿元，同比多增9370亿元，多增幅度较上月1787亿元进一步扩大。其中短贷4741亿元，中长期贷款多增6540亿元，票据融资少增2180亿元。

第二，居民中长期贷款仍为最大拖累，但有边际好转迹象，或说明房地产市场在密集的地产托底政策拱卫下有企稳态势；短期贷款受疫情拖累再度疲软。9月居民贷款增加6503亿元，同比少增1383亿元，少增幅度扩大。一方面，居民中长期贷款仍为最大拖累，同比少增1211亿元，但少增幅度有所缩窄。8月监管部门推出政策性银行专项借款，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，专项借款初期规模为2000亿元，中央财政根据实际借款金额予以1%的贴息。9月底换购房个税退税优惠、公积金房贷定向降息等政策推出，将对房地产市场企稳产生积极影响。另一方面，居民短贷同比少增181亿元，8月下旬至今，疫情多点爆发对居民消费产生明显制约。

展望四季度，随着9月底地产政策持续出台，信贷有望从总量企稳过渡至结构改善阶段，尤其是居民中长期贷款有望企稳。整体看，宽信用还会进一步推进，至暗时刻或已过去，对未来我们可以更乐观一点。

风险提示：宏观经济下行压力超预期、政策落地不及预期



目 录

一、社融：总量企稳回升，人民币贷款成最大拉动项，政府债拖累减弱，表外仍有支撑.....	1
二、信贷：基建对企业部门拉动显著，地产对居民部门制约弱化.....	1
三、货币供应：资金活化意愿有所上升.....	1

图表目录

图表 1：社融存量同比增速企稳回升.....	1
图表 2：人民币贷款成最大拉动项，政府债拖累减弱，表外仍有支撑.....	1
图表 3：30 大中城市商品房日均销售（万平米）.....	1
图表 4：M1-M2 剪刀差缩窄.....	1



一、社融：总量企稳回升，人民币贷款成最大拉动项，政府债拖累减弱，表外仍有支撑

从总量看，9月社融企稳回升，结构性宽信用政策正在发力。9月社会融资规模存量340.65万亿元，同比增速10.6%，较上月上升0.1个百分点，结束了连续两个月的下滑态势。新增社融3.53万亿元，显著高于Wind市场预期的2.80万亿元，较去年同期多增6245亿元。

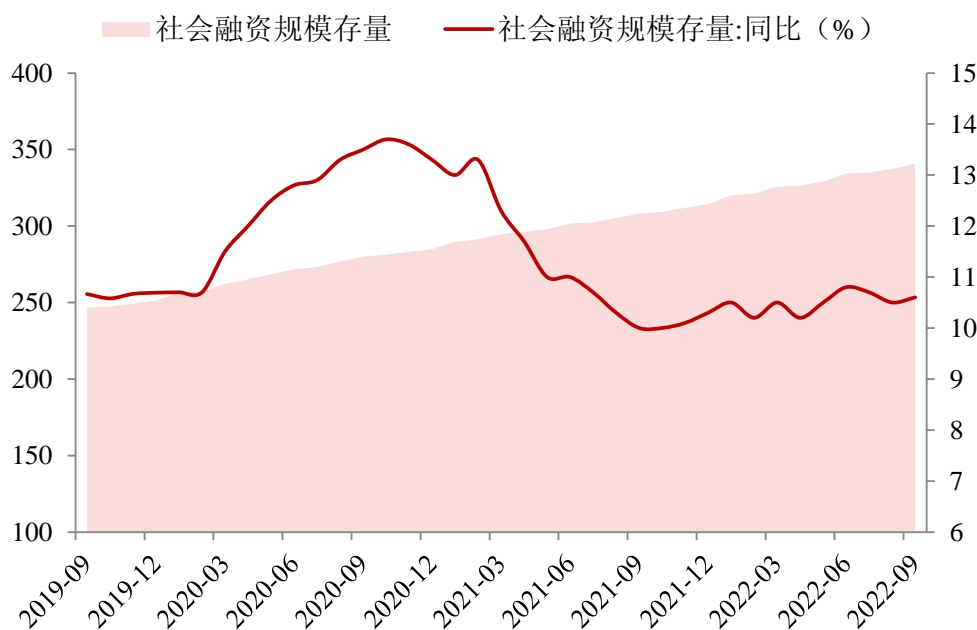
从结构看，表内人民币贷款大幅改善，表外委托、信托贷款仍有支撑，企业债、政府债的拖累减弱，积极的因素正逐步走上前台。

一是第二批政策性金融工具通过基建项目资本金有力拉动企业信贷，表内人民币贷款成最大拉动项。2022年8月24日，国常会提出在前期3000亿元政策性开发性金融工具已经落到项目的基础上，再增加3000亿元以上的额度。截止9月底，国开行、农发行、进出口银行已分别投放3600、1900、500亿元，两批6000亿基础设施投资基金全部投放完毕，与之配套的基建相关企业中长期贷款也受到提振。9月人民币贷款新增2.57万亿，同比多增7964亿元。

二是信托、委托贷款等表外融资仍有支撑。9月委托贷款新增1507亿元，同比多增1529亿元。作为委托贷款的重要组成部分，住房公积金贷款受到政策放松影响，对委托贷款形成支撑。信托贷款同比少减1906亿元，或由于稳增长压力下金融监管实施力度有所松动，发展日趋规范。

三是5000亿元地方专项债剩余限额对冲了部分“财政错位”的影响，政府债拖累减弱。今年财政靠前发力，本应造成下半年政府债持续拖累社融，然而8月下旬国常会要求5000亿元地方专项债剩余限额需在10月底前发行完毕，并且加快形成实物工作量。这在一定程度上对冲了专项债“弹药”不足的影响，政府债同比少增2541亿元，上月少增6693亿元，少增幅度显著缩窄。

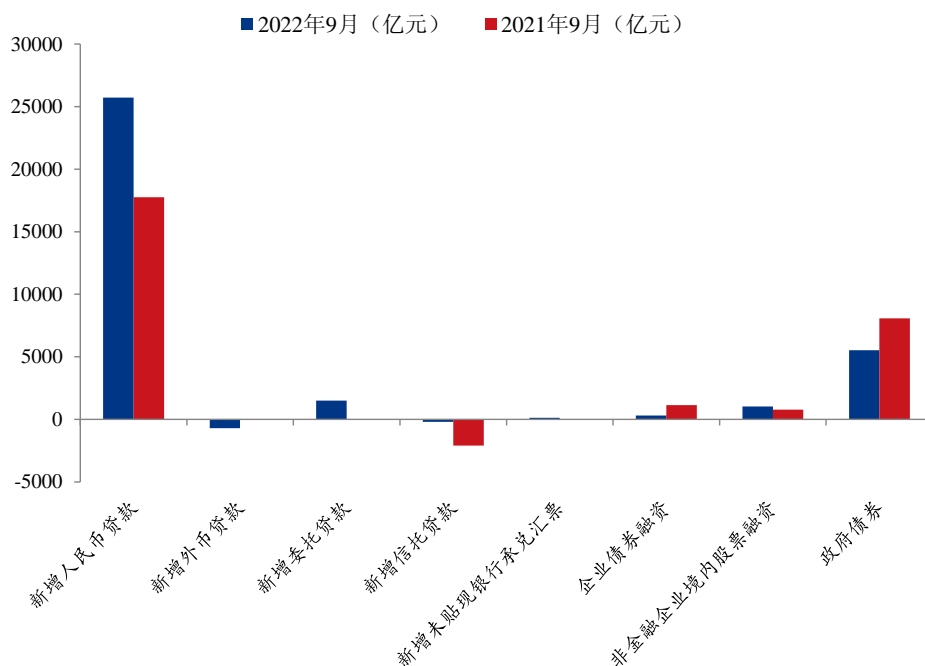
图表1：社融存量同比增速企稳回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：人民币贷款成最大拉动项，政府债拖累减弱，表外仍有支撑



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、信贷：基建对企业部门拉动显著，地产对居民部门制约弱化

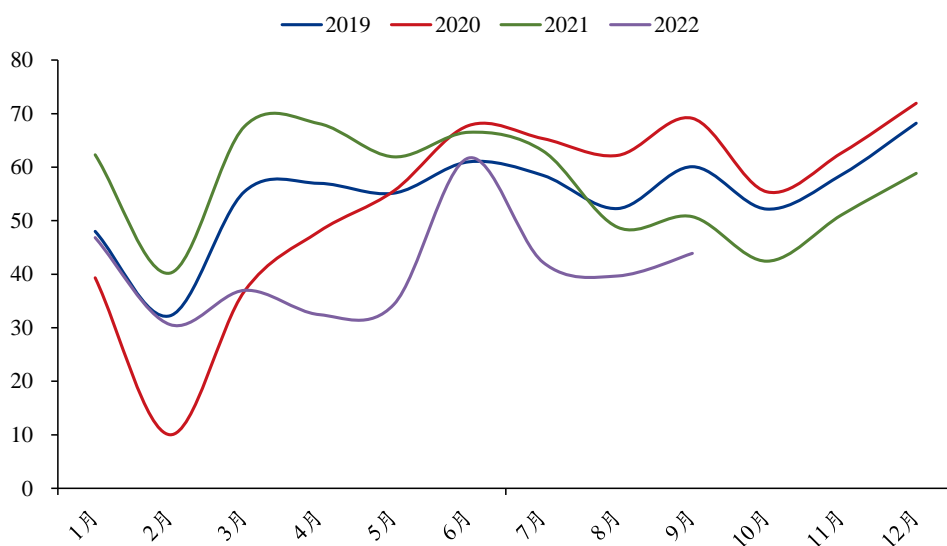
总量上，9月份人民币贷款增加2.47万亿元，同比多增8100亿元，较8月大幅改善，政策工具带动下稳信用浮上水面。

结构上，政策性开发性金融工具和设备更新改造优惠贷款政策支持下，企业部门借贷意愿和能力提升，结构持续改善，表现为短贷、中长贷大幅多增，票据冲量行为弱化。9月企业贷款增加19173亿元，同比多增9370亿元，多增幅度较上月1787亿元进一步扩大。其中短贷4741亿元，中长期贷款多增6540亿元，票据融资少增2180亿元。值得注意的是，除了第二批3000亿元政策性金融工具以及设备更新改造优惠贷款外，央行再度重启PSL，旨在支持政策性银行加大对特定领域的融资支持，巩固前期资金对信贷的撬动作用。企业中长期贷款持续改善的趋势有望延续。

居民部门，中长期贷款仍为最大拖累，但有边际好转迹象，或说明房地产市场有企稳态势；短期贷款受疫情拖累再度疲软。9月居民贷款增加6503亿元，同比少增1383亿元，少增幅度扩大。一方面，居民中长期贷款仍为最大拖累，同比少增1211亿元，但少增幅度有所缩窄。9月房地产销售依然不佳，30大中城市商品房日均成交面积43.88万平，同比下滑13.5%，但降幅较8月的18.7%明显缩小。另一方面，居民短贷同比少增181亿元，8月下旬至今，疫情多点爆发对居民消费产生明显制约。



图表3：30大中城市商品房日均销售（万平方米）

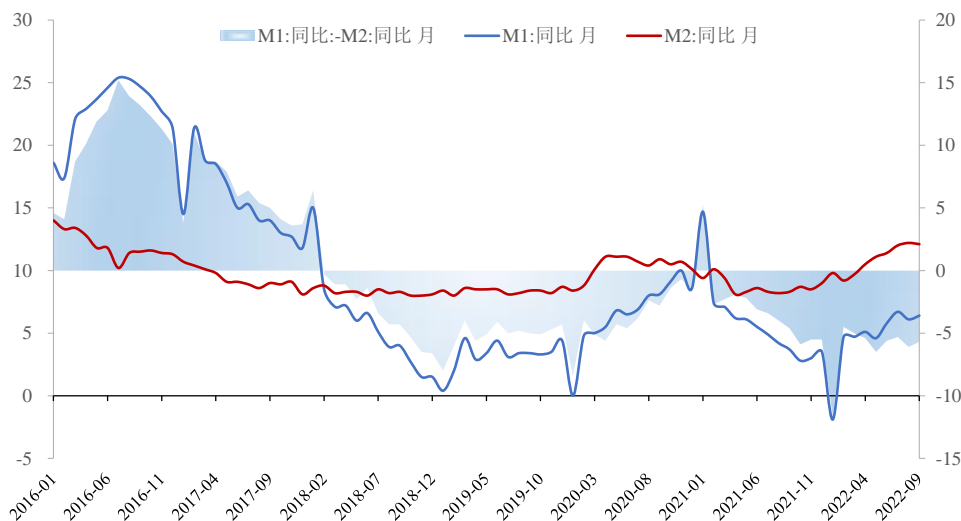


资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、货币供应：资金活化意愿有所上升

M2 增速下行，M1 上行，剪刀差缩窄，资金活化意愿提高显示经济活跃程度在提高。9月广义货币 M2 同比增速下降 0.1 个百分点至 12.1%，与社融增速的回升形成明显对比。M1 增速从 6.1% 升至 6.4%，资金活化的程度低，市场主体对经济的信心正在逐步恢复。

图表4：M1-M2 剪刀差缩窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司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或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: www.ykzq.com