

“宽货币，紧信用”是否已发生改变？

——9月金融数据点评 20221012

报告日期：2022-10-12

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 9月社融3.53万亿元，社融增量从何而来？

事件：9月社融新增3.53万亿元，M2-社融同比倒挂1.5%。

9月社融数据的第一个关注点是总量上的多增。9月新增社融3.53万亿元，高于市场一致预期的2.80万亿元。社融口径中，9月份新增人民币贷款2.47万亿元，同比也多增8108亿元，拆解社融结构来看，9月社融的增长主要系人民币贷款与委托贷款的高增。人民币贷款同比多增7964亿元、委托贷款同比多增1529亿元，而政府债券融资、外币贷款是主要的拖累项，二者同比少增2541亿元、694亿元。

M2与社融倒挂程度收窄，或意味资金空转现象有所缓解。4月起M2与社融同比增速倒挂，反映出资金面宽松与实体融资需求缺位下流动性的淤积，9月M2与社融倒挂收窄20bp至1.5%，反映资金空转现象有所缓解。

● 社融结构同步改善，实体融资仍处于修复期

9月社融数据的第二个关注点在于社融结构上的修复。不同于1-7月社融在超预期与不及预期期间变动的脉冲式修复，8月社融结构端的改善，9月社融呈现出总量与结构的双向改善趋势。

中长期贷款新增1.69万亿元，同比多增5329亿元。中长贷的改善大概率系前期政策的落地实施。8月份的降息、政策性开发性金融工具与专项债结存限额等稳增长政策的密集出台或是9月中长期贷款贷款的主要驱动力。

部分政策性开发性金融工具通过委托贷款方式投放，这是8月以来社融中表外三项，特别是委托贷款高增的主要原因。根据三大政策行披露信息，截至9月28日，6000亿基础设施投资基金全部投放完毕。

9月社融的第三个关注点在于企业中长期贷款与债券融资间走势分化，或意味着企业端融资仍处于修复期。一方面企业中长期融资录得1.35万亿元，同比多增6540亿元，另一方面企业债券融资实现876亿元，同比少增876亿元。债券融资一定程度反映企业的真实融资需求，二者走势分化或说明企业融资仍处于修复期。

● 9月社融超预期，后续货币、信用政策怎么看？

市场对于社融的企稳已有一定的预期，但9月的社融数据仍超出市场预期。

首先，前期政策工具的落地在9月形成了实物工作量，是9月社融增长的主要推动力；其次，实体融资需求与企业融资结构出现内生性改善，经济修复动能较强；展望后期，稳经济大盘四季度工作会议、设备更新改造专项再贷

款、以及 PSL 等政策工具的落地，经济继续修复企稳、信用边际复苏将成为大概率事件。考虑到货币环境最宽松阶段已度过，而信用方面的企稳可能会继续挑战长期存在的宽货币、紧信用格局。

“宽货币、紧信用”环境是否发生改变？此次社融数据的改善当然有经济企稳、信用复苏的原因，但更主要的原因是政策性开发性金融工具的投放以及各类针对性政策的撬动效用。但从企业中长贷融资与债券融资分化上看，我们仍没有充分的理由认为 9 月社融的企稳完全是由内生因素导致的。后续货币政策或继续维持宽松，而信贷投放继续有的放矢的针对性投放。

● **风险提示**

疫情存在不确定性。

正文目录

1	宽松货币环境或仍有必要性	5
1.1	9月社融3.53万亿元，社融增量从何而来?	5
1.2	社融结构同步改善，实体融资仍处于修复期.....	6
1.3	9月社融超预期，后续货币、信用政策怎么看?	8
2	风险提示:	8

图表目录

图表 1 社融当月新增 (单位: 亿元)	5
图表 2 人民币贷款当月新增 (单位: 亿元)	5
图表 3 新增委托贷款 (单位: 亿元)	6
图表 4 新增政府债券融资 (单位: 亿元)	6
图表 5 M2 与社融倒挂程度收窄 (单位: %)	6
图表 6 新增中长期贷款 (单位: 亿元)	7
图表 7 新增表外三项 (单位: 亿元)	7
图表 8 企业中长期贷款 (单位: 亿元)	7
图表 9 企业债券融资 (单位: 亿元)	7
图表 10 新增企业短期贷款 (单位: 亿元)	8
图表 11 新增居民中长期贷款 (单位: 亿元)	8

1 宽松货币环境或仍有必要性

事件：9月社融新增3.53万亿元，M2-社融同比倒挂1.5%。

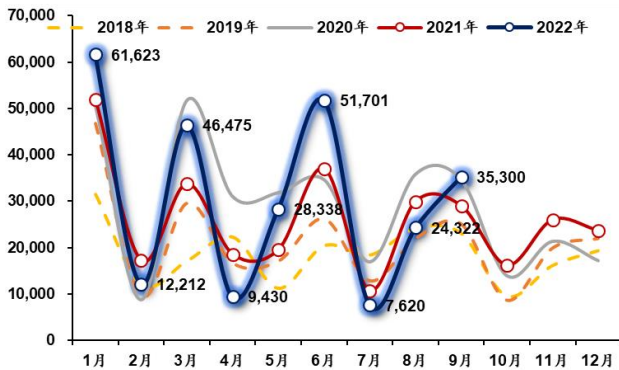
9月社融有三个值得关注的点：一是9月社融3.53万亿元，总量增长超出市场预期；二是结构持续端优化，中长期贷款项债与政策工具共促下同比多增5329亿元；三是企业中长期贷款与债券融资的背离，反映出实体融资需求仍处于修复阶段，宽货币环境仍有持续必要性。

1.1 9月社融3.53万亿元，社融增量从何而来？

9月社融数据的第一个关注点是总量上的多增。9月新增社融3.53万亿元，比上年同期多增6245亿元，也是9月新增社融的最高数，高于市场一致预期的2.80万亿元。社融口径中，9月份新增人民币贷款2.47万亿元，同比也多增8108亿元。

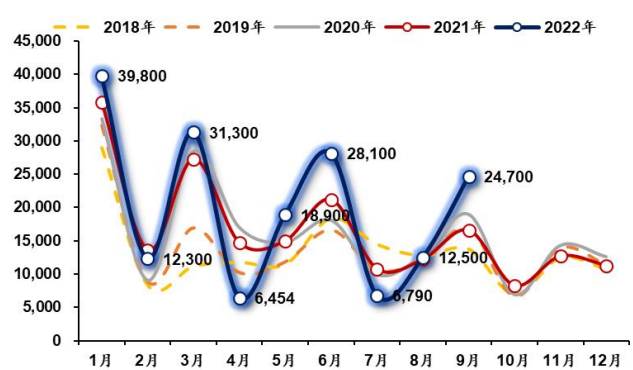
从一些前瞻性数据来看，9月份的社融数据的改善并未完全超出市场预期。银行端：主动拉长同业存单久期，或意味着实体信贷需求较旺盛，银行主动负债以满足贷款投放需求；PMI：9月录得为50.1%，比上月回升0.7%，显示当前供需两端均呈现边际回暖态势；委托贷款：8月社融数据中委托贷款新增1755亿元，9月该分项同比仍多增1529亿元。

图表1 社融当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

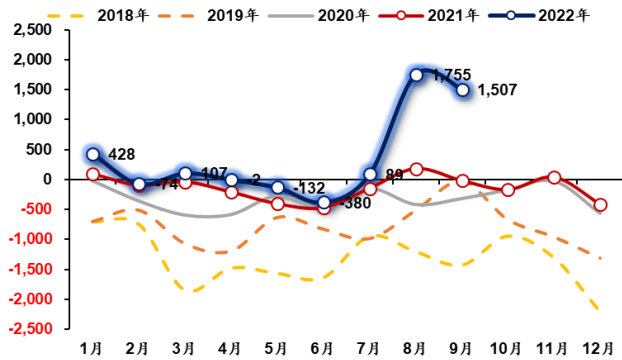
图表2 人民币贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

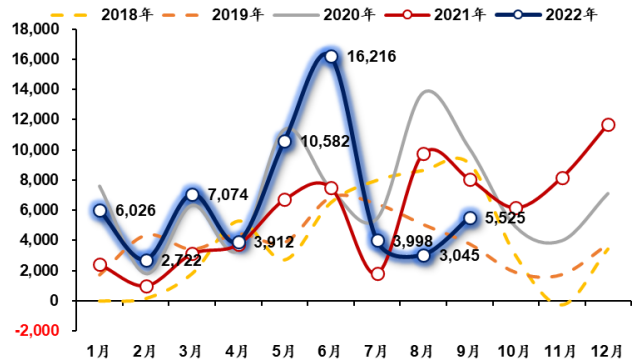
拆解社融结构来看，9月社融的增长主要系人民币贷款与委托贷款的高增。拆解来看，9月社融同比多增6274亿元，其中人民币贷款同比多增7964亿元、委托贷款同比多增1529亿元，而政府债券融资、外币贷款是主要的拖累项，二者同比少增2541亿元、694亿元。

图表3 新增委托贷款(单位:亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

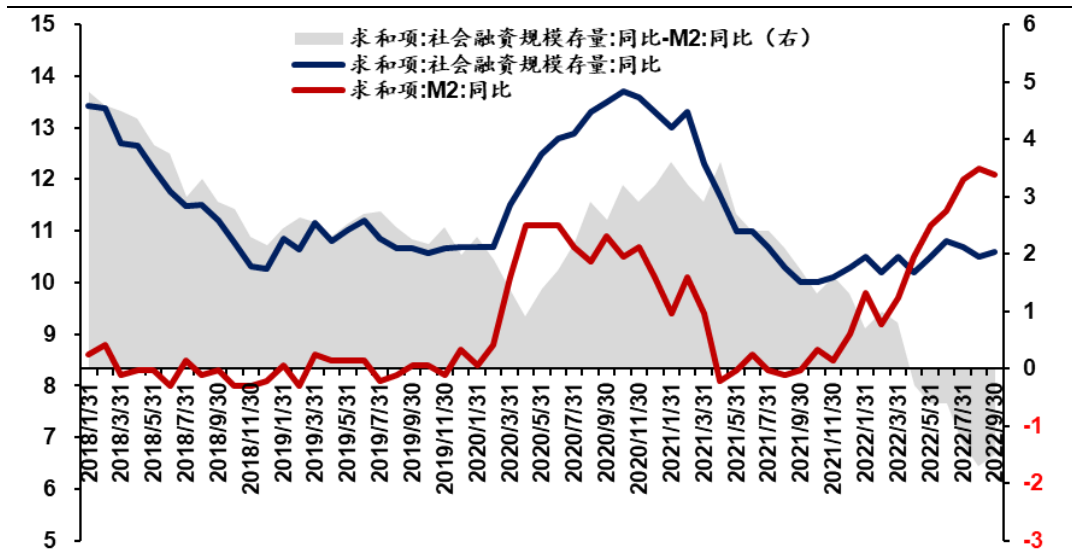
图表4 新增政府债券融资(单位:亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

M2与社融倒挂程度收窄,或意味资金空转现象有所缓解。4月起M2与社融同比增速倒挂,反映出资金面宽松与实体融资需求缺位下流动性的淤积,9月M2与社融倒挂收窄20bp至1.5%,反映资金空转现象有所缓解。

图表5 M2与社融倒挂程度收窄(单位:%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 社融结构同步改善, 实体融资仍处于修复期

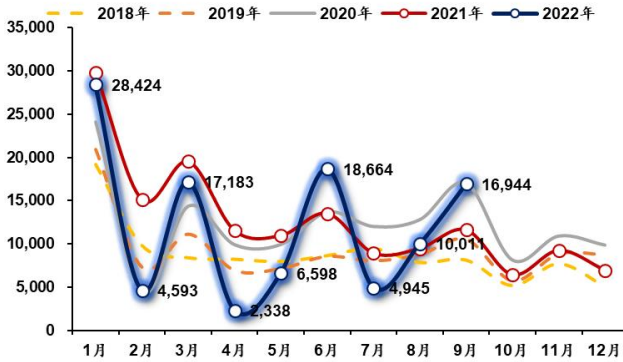
9月社融数据的第二个关注点在于社融结构上的修复。不同于1-7月社融在超预期与不及预期期间变动的脉冲式修复,8月社融结构端的改善,9月社融呈现出总量与结构的双向改善趋势。

中长期贷款新增1.69万亿元,同比多增5329亿元。中长贷的改善大概率系前期政策的落地实施。8月15日的10bp降息,8月24日的3000亿元政策性开发性金融工具与5000亿元专项债结存限额,9月的2000亿元设备更新改造再贷款,稳增长政策的密集出台或是9月中长期贷款贷款的主要驱动力。

部分政策性开发性金融工具通过委托贷款方式投放,这是8月以来社融中表外三项,

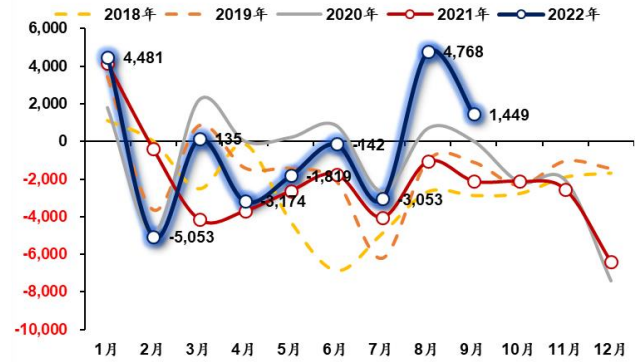
特别是委托贷款高增的主要原因。根据三大政策行披露信息，截至9月20日，国开基础设施投资基金已投放资本金3600亿元；截至9月16日，农发行1900亿基础设施投资基金已投放完毕；截至9月28日，进银基础设施基金完成500亿元投放任务。6000亿基础设施投资基金全部投放完毕。

图表6 新增中长期贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

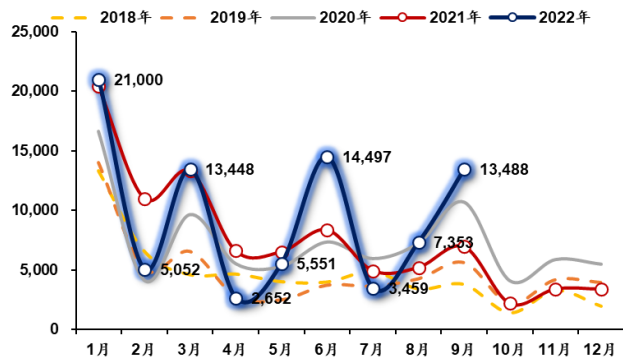
图表7 新增表外三项（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

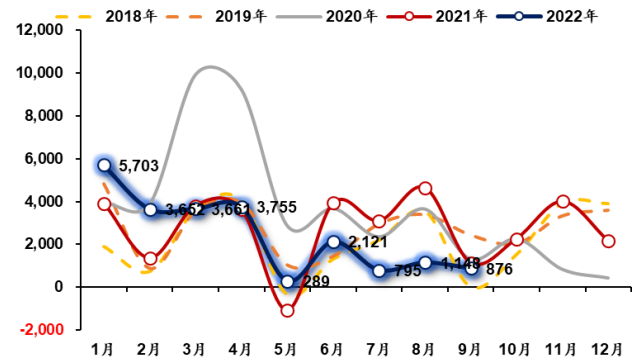
9月社融的第三个关注点在于企业中长期贷款与债券融资间走势分化，或意味着企业端融资仍处于修复期。9月企业端融资结构呈现分化趋势，一方面企业中长期融资录得1.35万亿元，同比多增6540亿元，另一方面企业债券融资实现876亿元，同比少增876亿元。债券融资一定程度反映企业的真实融资需求，二者走势分化或说明企业融资仍处于修复期。

图表8 企业中长期贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表9 企业债券融资（单位：亿元）

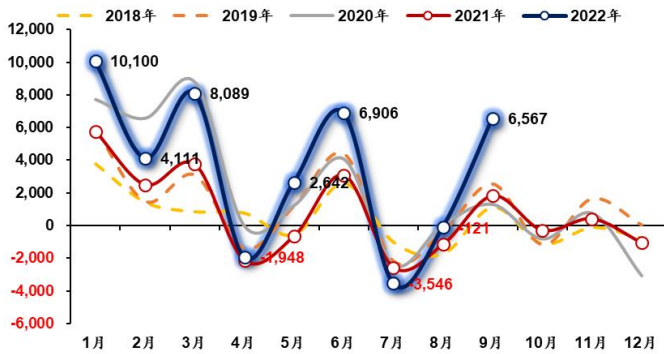


资料来源：Wind，华安证券研究所

企业短期贷款超季节性高增。一般而言，季末或节假日期间企业对于短期流动性需求较高，但今年9月企业新增短贷超季节性走高，企业短期流动性压力较大。

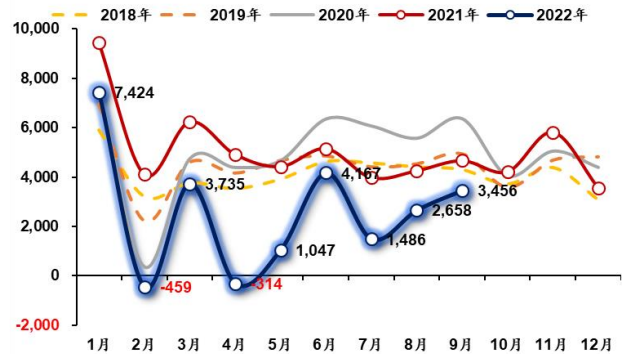
居民中长贷环比修复。9月新增居民中长期贷款3456亿元，同比少增1211亿元，但环比多增798亿元，居民中长期贷款与地产需求相关，9月30日前后对于首套房贷款利率下调、所得税退税优惠与公积金贷款利率下调等政策的落地后，居民中长贷环比预计继续修复。

图表 10 新增企业短期贷款 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 新增居民中长期贷款 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 9月社融超预期, 后续货币、信用政策怎么看?

市场对于社融的企稳已有一定的预期, 但9月的社融数据仍超出市场预期。9月社融的修复节奏与1-8月不同, 1-7月社融呈现超预期、不及预期期间交替的脉冲式修复, 8月社融结构改善, 而9月社融总量与结构均明显改善。考虑到货币环境最宽松阶段已度过, 而信用方面的企稳可能会继续挑战长期存在的宽货币、紧信用格局。

“宽货币、紧信用”环境是否发生改变? 首先, 前期政策工具的落地在9月形成了实物工作量, 是9月社融增长的主要推动力; 其次, 实体融资需求与企业融资结构出现内生性改善, 经济修复动能较强; 展望后期, 稳经济大盘四季度工作会议、设备更新改造专项再贷款、以及PSL等政策工具的落地, 经济继续修复企稳、信用边际复苏将成为大概率事件。

此次社融数据的改善当然有经济企稳、信用复苏的原因, 但更主要的原因是政策性开发性金融工具的投放以及各类针对性政策的撬动效用。但从企业中长贷融资与债券融资分化上看, 我们仍没有充分的理由认为9月社融的企稳完全是由内生因素导致的。后续货币政策或继续维持宽松, 而信贷投放继续有的放矢的针对性投放。

2 风险提示:

疫情存在不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

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；
- 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。