

政策发力叠加经济修复，9月新增信贷、社融远超市场预期

——2022年9月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：10月11日晚间，央行公布数据显示，9月新增人民币贷款2.47万亿元，同比多增8100亿元；8月社会融资规模增量为2.43万亿元，同比少增5571亿元。8月末，广义货币(M2)同比增长12.2%，增速比上月末高0.2个百分点；狭义货币(M1)同比增长6.1%，增速比上月末低0.6个百分点。

基本观点：整体上看，受各类稳增长政策发力显效，以及经济进入回稳向上过程带动，9月信贷、社融数据同比大幅多增，月末存量增速加快，结构也在改善，表现远超市场预期。这显示宽信用进程正在加快，将为四季度经济进一步回升提供重要支撑。当前房地产市场低位运行对宏观经济有一定拖累，也是制约宽信用向稳增长传导的一个重要原因。

展望未来，四季度是各类财政金融稳增长政策的集中显效期，经济修复进度也会进一步朝着正常增长水平靠拢，加之稳楼市措施还会持续出台，10月信贷会继续呈现同比多增势头。10月，加发的5000多亿专项债将集中发行，且在月末要基本发完，因此，社融保持同比多增悬念不大。这意味着短期内宽信用还会进一步推进，这将为宏观经济回归常态化运行轨道奠定坚实基础。

具体来看：

一、9月企业贷款总量和结构均有所改善，当月企业中长期贷款同比大幅多增，主要原因是“准财政”工具快速落地等对基建配套融资需求起到较强提振作用；居民贷款表现仍欠佳，中长期贷款同比继续大幅少增。

9月新增人民币贷款2.47万亿，环比多增1.22万亿，同比多增8108亿，提振月末贷款余额增速较上月末加快0.3个百分点至11.2%，表现超出预期。9月贷款环比较大程度多增符合信贷季末发力的季节性规律，但同比多增逾8000亿，则与政策发力支持信贷需求回升有关。8月20日LPR报价下调，首批3000亿元及新增3000亿元以上政策性金融工具接力快速落地等，都对信贷需求产生较强提振。

从结构来看，主要有以下特点：

首先，企业贷款结构进一步改善。9月企业中长期贷款同比大幅多增6540亿，主要原因在于政策支持下，基建配套融资需求得到激发，制造业中长期贷款保持韧性，同时各地“保交楼”加速落地可能对房地

产开发贷也有所提振。同时，9月票据融资负增827亿，为年内首度压降，同比多减2180亿，与当月票据利率整体抬升相印证。我们认为，这主要源于实体经济有效融资需求回温，同时也可能受到贷款条件改善、企业贷款可及性提升背景下，企业短贷与票据融资形成替代影响——可以看到，9月新增企业短贷6567亿，同比大幅多增4741亿。

其次，相较企业贷款，居民贷款表现仍然较弱。尽管9月底央行接连发布房贷相关利好政策，但因出台时间较晚，政策利好未能在9月体现，当月居民中长期贷款同比仍大幅少增1211亿，这也与9月商品房销量延续同比负增相印证。不过，这一少增幅度与上月的1601亿相比有所收敛，显示在8月5年期以上LPR报价再度下调15bp等前期一系列政策累积效应下，居民房贷需求正趋于改善。此外，9月居民短贷环比多增1116亿，我们判断，主要原因或为银行信贷额度充足，加大了对优质个人客户的信贷投放力度，同时近期贷款利率下行也对个人贷款需求有所提振；不过，由于去年同期基数偏高，9月居民短贷同比小幅少增181亿。

二、9月社融同比超预期多增，投向实体经济的人民币贷款为主要拉动，政府债券融资同比则继续大幅少增。

9月新增社融3.53万亿，环比多增约1.10万亿，同比多增6245亿，带动月末社融存量增速较上月末加快0.1个百分点至10.6%。9月社融同比超预期多增，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比大幅多增约8000亿，同时，委托贷款和信托贷款两项表外融资也对当月社融同比增量产生较大正向贡献。其中，9月新增委托贷款1507亿，虽环比少增248亿，但同比多增1529亿。我们判断，近两个月委托贷款新增规模较大，主要源于近期各地公积金贷款新政频出，有效提振了公积金贷款需求。另外，9月信托贷款维持压降，但压降速度明显缓于去年同期，同比少减1906亿。

不过，9月政府债券融资、企业债券融资均同比少增，外币贷款同比多减，这一点与8月类似。具体来看，首先，新增的5000多亿元专项债结存限额在9月尚未全面开闸发行，当月新增专项债发行量仅约241亿，而去年同期发行量超5200亿，拖累当月政府债券融资同比少增2541亿。其次，9月企业债券融资同比少增261亿，我们认为这主要受制于城投债融资政策仍偏紧，以及企业贷款条件改善导致债券融资性价比下降。最后，主要受美联储加息、美元贷款利率走高以及人民币贬值压力加大影响，9月外币贷款同比多减694亿。

整体上看，9月，在社融总量超预期的同时，社融结构继续朝着政府债券融资占比下降、信贷占比上升的方向变动。这表明，在实体经济信贷支持政策不断加码、贷款利率持续下行助力下，贷款已经接力政府债券成为推动宽信用的主引擎。

三、9月末M2同比增速较上月末不升反降，主要是财政退税对M2增速的推动效应消退所致，并不代表宽信用进程放缓；基数下沉叠加经济回稳向上带动下，M1增速小幅加快。

9月末信贷、社融存量同比均有所加速，而M2同比增速较上月末不升反降，主要是8月大规模留抵退税基本完成，9月财政退税对M2增速的推动效应消退所致。今年4月启动大规模留抵退税后，退税资金直达企业存款账户，会直接推高M2总量；而财政退税不属于“一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额”，因此不会纳入社融统计。这也是4月以来M2增速反超社融增速的原因。换句话说，9月M2同比减速，并不代表宽信用进程放缓。事实上，9月信贷、社融同步加速，表明宽信用进程正在加快。

9月末M1同比增速小幅加快，主要有两个原因：首先，上年同期基数下沉0.5个百分点，会推高今年9月同比增速；其次，当前经济进入回稳向上过程，企业投资、经营活动回温，也会带动M1增速加快。不过，当前M1增速仍然偏低。这一方面是受地产低迷拖累，另一方面也意味着宏观经济尚未恢复至正常增长水平，企业经营活跃度有待进一步提升。

当前M2增速远高于M1增速，则表明财政金融政策已充分发力，广义货币供应量高增，整体上看居民、企业手里并不缺钱。但受制于疫情波动、地产低迷等因素，宽信用对实体经济的提振效应受到一定程度阻碍。下一步宏观政策的重点将是着力促消费、扩投资，特别是尽快推动房地产行业企稳回暖，提升实体经济活跃度，把宽信用效应充分释放出来，在供需两端畅通宏观经济循环。

展望未来，四季度是各类财政金融稳增长政策的集中显效期，经济修复进度也会进一步朝着正常增长水平靠拢，加之稳楼市措施还会持续出台，10月信贷会继续呈现同比多增势头。10月，加发的5000多亿专项债将集中发行，且在月末要基本发完，因此，社融保持同比多增悬念不大。这意味着短期内宽信用还会进一步推进，这将为宏观经济回归常态化运行轨道奠定坚实基础。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。