

宏观点评报告

信贷再续力

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 9 月新增社融 3.53 万亿元，新增人民币贷款 2.47 万亿元，M2 货币供应量同比增长 12.1%。

平安观点:

- **9 月社融显著改善，超出市场预期。具体看：一是**，人民币信贷创历史同期新高，表内宽信用特征鲜明。**二是**，表外融资规模多增，是社融的重要支撑因素。这得益于金融监管边际松动（信托业务分类座谈会吹风融资类信托或部分保留）和基建的发力（第二批 3000 亿元政策性开发性金融工具投放完毕）。**三是**，政府债发行前置、企业债融资偏弱、外币贷款继续缩量对新增社融构成拖累。
- **9 月新增人民币贷款同比大幅多增**。人民币信贷的支撑因素在于企业的短期、中长期贷款表现强劲；拖累因素则是居民的短期、中长期贷款依然低迷，票据融资规模缩减。9 月企业贷款表现偏强的原因：一是，银行与企业同步“降成本”，叠加银行季末规模考核效应，企业信贷呈供需双旺态势；二是，经济边际修复的内生力量、基建发力“稳增长”的政策支持，带来信贷需求的边际回升。
- **M1 增速上行，M2 增速下滑**。9 月 M1 同比增速提升，得益于经济的弱修复和房地产销售的环比回升，企业短期经营性现金流有所改善。M2 同比增速下行，拖累因素在于基数抬升（本轮 M2 增速自 2021 年 9 月起逐步回升）、财政资金投放力度趋缓（9 月财政存款同比少减 231 亿元）；不过，人民币信贷表现较强对 M2 构成一定支撑。
- **我们认为，今年四季度人民币贷款，尤其是中长期贷款的改善具备持续性，叠加金融监管政策优化对表外项目的提振作用，年内“剔除政府债”的社融增速有望持续回升。一是基建领域**，政策性开发性金融工具、专项债对应的基建配套贷款将进一步落地。**二是房地产领域**信贷有望边际回暖，得益于政策“松绑”助力购房刚需释放、“保交楼”专项借款稳定购房者信心、监管部门对六大行房地产领域贷款投放的窗口指导。**三是制造业领域**，央行新设的 2000 亿元设备更新改造专项再贷款有望较快落地，且监管鼓励全国性银行 8-12 月再新增 1 万亿-1.5 万亿元制造业中长期贷款。
- **本轮中长期贷款回暖的背后，政策定向支持的效用较经济基本面内生回暖更强，这是社融数据公布后股弱、债强的主要原因所在**。不过，政策的持续支持，对于以消费为代表的经济内生动能恢复也有间接和滞后的影响，后续经济基本面回暖的斜率未必持续悲观，中长期信贷续力对资产价格的指示作用有望滞后体现出来。
- **风险提示**：政策力度不及预期；地缘政治冲突升级；美联储紧缩超预期。

一、新增社融显著改善

9月社融显著改善，超出市场预期。2022年9月新增社会融资规模3.53万亿，较去年同期高6274亿元，高于市场一致预期的2.8万亿。社融存量同比增速较上月上升0.1个百分点至10.6%。剔除政府债部分后的社融存量增速较上月提升0.2个百分点至9.35%。**从分项数据看，新增社融的支撑因素是人民币信贷和表外融资，债券融资和外币贷款则构成一定拖累。**

一是，人民币信贷表现偏强，同比多增7964亿，创历史同期新高，表内宽信用特征鲜明。

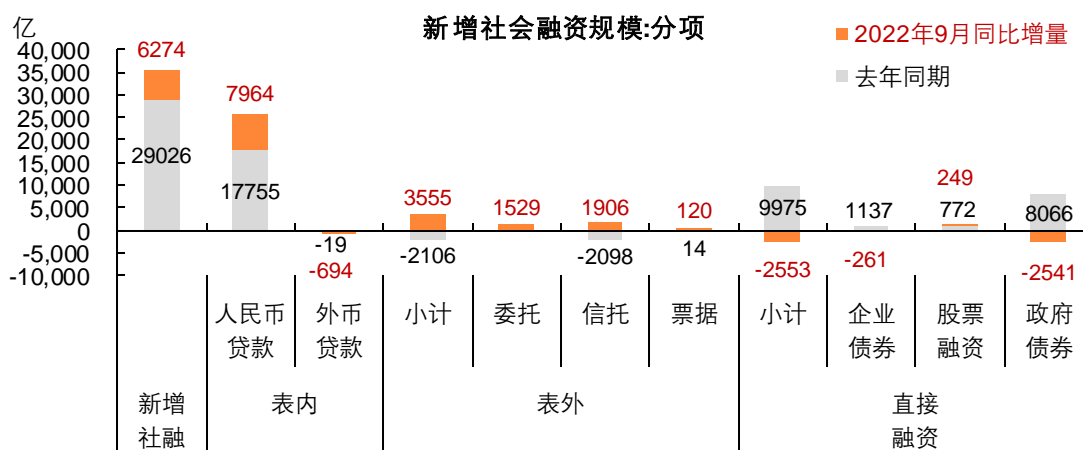
二是，表外融资规模多增，是社融的重要支撑因素。委托贷款、信托贷款和表外票据规模均高于去年同期。

- 1) 信托贷款同比少减1906亿元，相比18年-20年同期少减715亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度存在阶段性的边际松动。据上海证券报9月16日报道¹，监管部门近日召集部分信托公司召开了信托业务分类座谈会，与会人士透露，未来融资类信托业务有望继续保留一定比例，而不是彻底退出。
- 2) 委托贷款同比多增120亿元，相比18年-20年同期更多增2097亿元。委托贷款改善的核心原因在于：国开行、农发行和进出口行的第二批3000亿元政策性开发性金融工具截至9月28日投放完毕，其中以股东借款方式投放的部分资金被计入委托贷款统计口径。
- 3) 未贴现银行承兑汇票同比多增120亿元，较18年-20年同期少增41亿元，基本持平于季节性特征。

三是，债券融资表现偏弱、外币贷款继续缩量对新增社融构成拖累。

- 1) 政府债净融资5525亿元，同比少增2541亿元，主因政府债发行节奏错位。预计四季度的政府债融资总量为1.6万亿，仍较去年同期低1万亿，对年内新增社融的拖累还将持续。
- 2) 企业债净融资同比少增261亿元，较18年-20年同期少增378亿元。一是，9月Wind口径城投债净融资同比减少超过1500亿元，地方政府隐性债务严监管持续。另一方面，受监管支持增信发债影响，房地产行业净融资边际改善，同比少减169亿元。继8月龙湖成功发行首单中债全额担保增信支持的中期票据之后，美的置业、新城、碧桂园、旭辉等多家民企在9月成功发行了中债增全额担保的中期票据。
- 3) 外币贷款同比多减694亿元，或受到8月以来出口增速下滑及人民币汇率贬值的冲击。

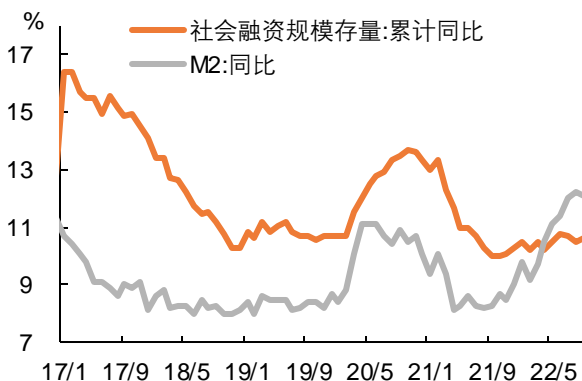
图表1 2022年9月新增社融的同比增量



资料来源: wind, 平安证券研究所

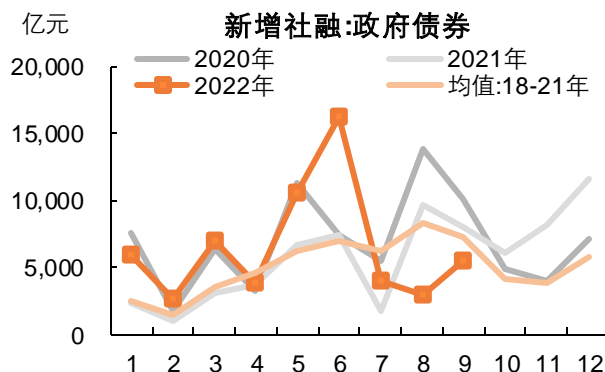
¹ https://www.cs.com.cn/yh/06/202209/t20220916_6298238.html

图表2 9月社融存量同比增速 10.6%



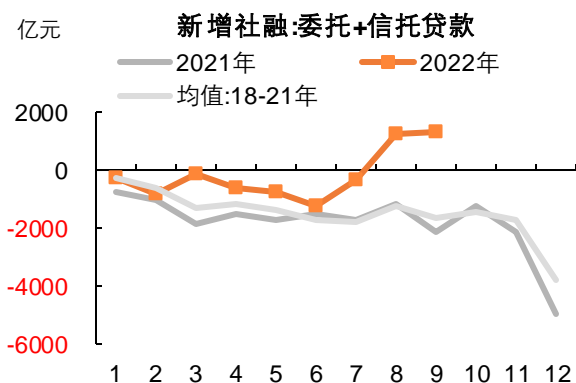
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 9月政府债净融资规模同比少增



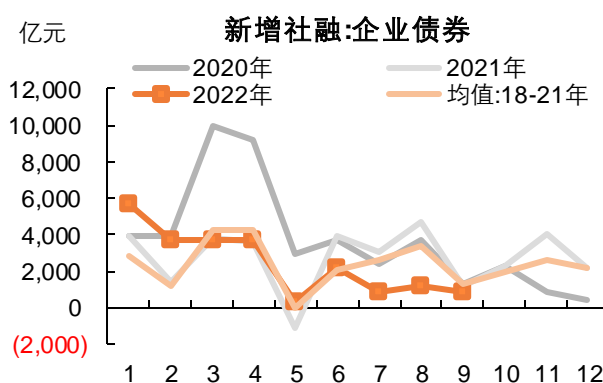
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 9月表外委托和信托贷款继续改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 9月企业债净融资依然偏弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、企业贷款表现强劲

9月新增人民币贷款同比大幅多增。9月新增人民币贷款 2.47 万亿，同比多增 8100 亿元，相比 17-21 年同期均值多增 8900 亿元；贷款存量同比增长 11.2%，相比上月提升 0.3 个百分点。人民币信贷的支撑因素在于企业的短期、中长期贷款表现强劲；拖累因素则是居民的短期、中长期贷款依然低迷，票据融资规模缩减。具体地：

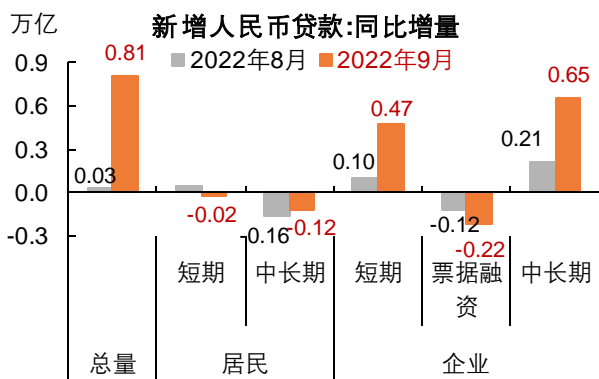
居民贷款同比继续缩量，边际略有改善。1) 居民短期贷款新增 1922 亿元，同比少增 181 亿元，略高于较 17-21 年同期均值。2) 居民中长期贷款增加 3456 亿元，同比少增 1211 亿元。在“保交楼”提振信心和“金九”促销刺激需求的影响下，9 月百强房企销售跌幅收窄，居民中长期贷款同比虽继续缩量，但已恢复至去年同期的 74.1%（高于 8 月的 62.4%）。

企业贷款表现强劲，短期贷款、中长期贷款均同比多增，仅票据融资有所缩量。1) 企业短期贷款新增 6567 亿元，同比多增超 4700 亿元，较 17-21 年同期均值多增超 5300 亿元。2) 企业中长期贷款新增 13488 亿元，同比多增超 6500 亿元，较 17-21 年同期均值多增近 7100 亿元。3) 票据融资同比少增近 2200 亿元，相比 17-21 年同期均值也减少近 1300 亿元。

9月企业贷款表现偏强的原因：一是，“降成本”助力季末信贷投放：贷款利率方面，8月22日1年期和5年期LPR报价分别下调5bp、15bp，有助于企业贷款“降成本”，刺激贷款需求。存款利率方面，9月中旬，六大行依据存款利率市场化

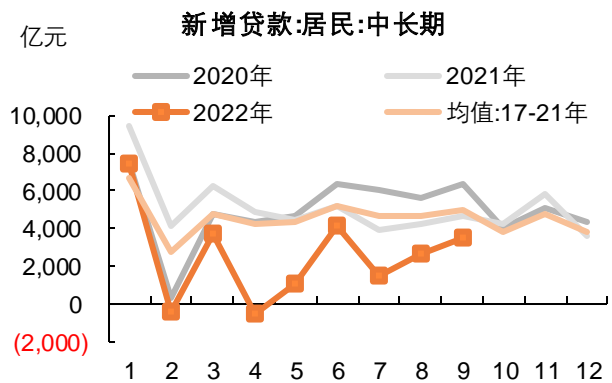
机制下调挂牌存款利率,带动多家银行跟随下调,其中部分银行为 2015 年以来首次下调挂牌存款利率,银行得以“降成本”,提升贷款投放的积极性。银行与企业同步“降成本”,叠加银行季末规模考核效应,企业信贷或呈供需双旺态势。其中的逻辑类似于 4 月下旬部分银行下调存款利率、5 月下旬 5 年期 LPR 调降 15bp 后,到 6 月正值半年度银行规模考核、信贷出现显著回暖。二是,经济边际修复的内生力量、基建发力“稳增长”的政策支持,带来信贷需求的边际回升。一方面,从统计局公布的 9 月 PMI 数据看,制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至荣枯线以上,企业生产经营活动预期指数环比回升 1.1 个百分点,经济与预期边际同步改善是信贷修复的内生力量。另一方面,基建积极发力“稳增长”是信贷投放的重要抓手,如前所述,9 月第二批 3000 亿元政策性、开发性金融工具已投放完毕,与之配套的基建领域企业中长期贷款或随之放量。

图表6 9月人民币贷款分项同比多增0.81万亿



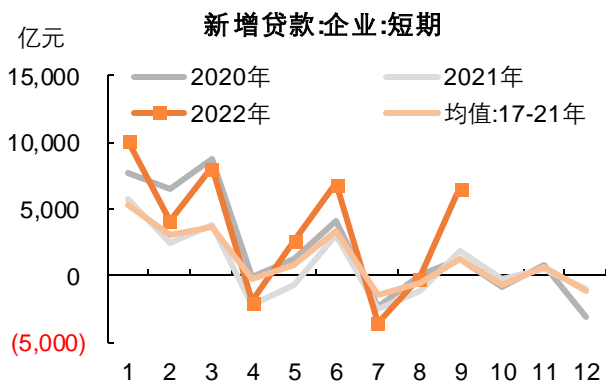
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 9月新增居民中长期贷款约为去年同期的74%



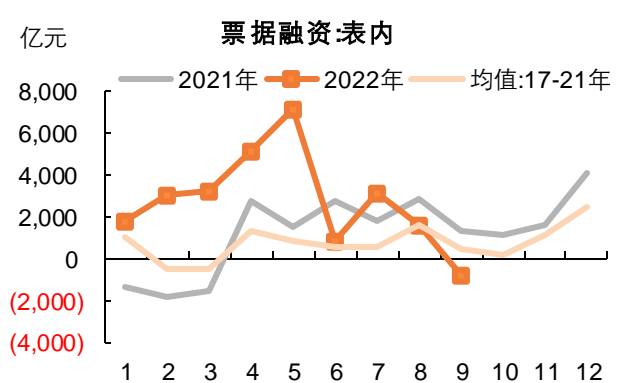
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 9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 9月表内票据同比缩量



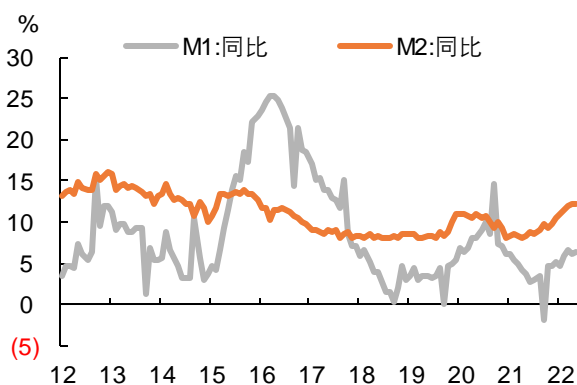
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、M1 增速上行

9月 M1 增速上行, M2 增速下滑。9月 M1 同比增速提升 0.3 个百分点至 6.4%, 得益于经济的弱修复和房地产销售的环比回升, 企业短期经营性现金流有所改善。9月 M2 同比增速下行至 12.1%。M2 增速的拖累因素在于基数抬升(本轮 M2 增速自 2021 年 9 月起逐步回升)、财政资金投放力度趋缓(9月财政存款同比少减 231 亿元); 不过, 人民币信贷表现较强对 M2 构成一定支撑, 因而 M2 增速仅下行 0.1 个百分点, 增速较市场预期高出 0.1 个百分点。

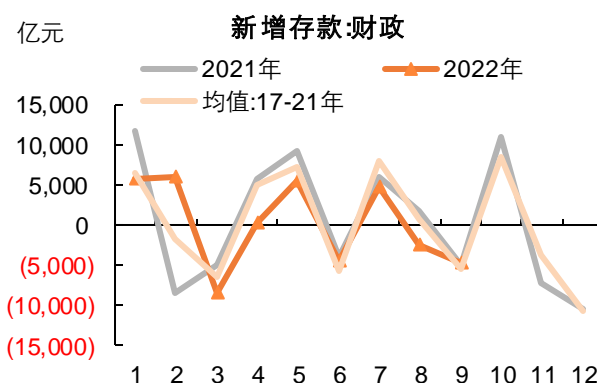
从存款结构来看，**财政、非银存款同比少增，但居民、企业存款同比多增**。9月新增人民币存款 2.63 万亿，同比多增 3000 亿；人民币存款余额增速 11.3%，持平于上月。其中，**1) 居民部门存款**继续同比多增 3232 亿，依然受到居民消费意愿不足的影响。**2) 企业部门存款**继续同比多增 2457 亿，或得益于政策性开发性金融工具资本金投放和企业信贷边际回暖，财政减税降费政策边际也有支持。**3) 财政存款**同比少减 231 亿，相比 18-20 年同期也少减 1991 亿元。今年以来财政支出前置发力，收入端又受到土地收入下滑、留抵退税和减税降费政策的拖累，我们测算的 9-12 月公共财政支出将同比收缩 0.2%，较 1-8 月的同比增速 6.3% 明显回落，四季度财政存款的投放力度可能继续偏弱。**4) 非银行业金融机构存款**同比多减 2136 亿。一方面，银行信贷投放偏强下，9 月资金利率中枢略有上移，非银机构面临的流动性环境出现边际变化；另一方面，A 股市场三季度持续下跌，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 9月M2增速下行，M1增速回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 9月财政存款同比少减231亿元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、“稳信用”的下一步

我们认为，四季度信贷投放仍有较充分的抓手。在**基建领域**，当前政策性开发性金融工具两批共 6000 亿元资本金已投放完成、8月下旬国常会部署的 5000 亿元专项债限额结存也将于 10 月底前发行完毕，预计基建配套贷款将随项目的推进而进一步落地。在**房地产领域**，9 月底房地产政策进一步“松绑”助力购房刚需的释放、2000 亿元“保交楼”专项借款稳定购房者信心、监管部门对六大行房地产领域贷款投放 6000 亿元的窗口指导²，三者 in 四季度或加速落地，房地产领域信贷有望边际回暖。在**制造业领域**，**1) 央行新设的 2000 亿元设备更新改造专项再贷款**有望较快落地。一方面，贷款的支持力度强，规定的贷款利率为不高于 3.2%，且其中部分可享受 2.5% 的中央财政贴息支持。另一方面，贷款实行名单制管理，协调推进的力度较大。由发展改革委依托推进有效投资重要项目协调机制，会同各地方、中央有关部门和中央企业形成分领域备选项目清单。**2) 据证券时报报道³，监管鼓励 21 家全国性银行 8-12 月再新增 1 万亿-1.5 万亿元制造业中长期贷款**，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于 30%。基于此，我们认为四季度人民币贷款，尤其是中长期贷款的改善具备持续性，叠加金融监管政策优化对表外项目的提振作用，年内“剔除政府债”的社融增速有望持续回升。

历史上，随着中长期贷款回升，实体经济融资结构的改善，股票市场有望企稳、债券市场尤其是长端面临调整压力。背后逻辑在于：央行货币政策宽松的目标是支持实体经济，其中效应最高的支持渠道正是企业中长期贷款，因其与经济周期的波动基本同步，它的起量意味着宽信用实效已现。然而，本轮中长期贷款回暖的背后，政策定向支持的效用较经济基本面内生回暖更强，这是社融数据公布后股弱、债强的主要原因所在。不过，政策的持续支持，对于以消费为代表的经济内生动能恢复也有间接和滞后的影响，后续基本面回暖的斜率未必持续悲观，中长期信贷对资产价格的指示作用有望滞后体现出来。

² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1746290774732725363>

³ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1745406606251921774>

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