

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

四季度，我们看股债双牛

2022年10月12日

- **新增信贷超预期多增，企业贷款贡献最大。**9月新增信贷同比大幅多增8100亿元，创下2020年3月后最大增幅。分项上企业贷款贡献最大，究其原因，一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。二是随着政策工具落地，基建投资需求持续上升。三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。其他的，居民贷款同比少增，消费与购房需求仍为拖累。票据融资回落，自2021年3月以来首次出现同比减少。
- **社融增速回升，委托贷款大幅增加。**9月新增社融3.53万亿元、同比多增6274亿元，存量增速升至10.6%。分项上，受新增专项债发行放缓的影响，政府债融资持续同比少增。直接融资变化不大，企业债融资与股票融资合计同比少增12亿元。值得关注的是，9月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款大幅增加。实践中，开发性金融工具多以股东借款模式落地，资金投放过程中产生委托贷款。
- **M2-M1增速剪刀差收窄，实体经济预期好转。**5-7月M1增速也曾出现一波回升，但当时更多是由于留抵退税力度大，直接增加了企业银行账户的活期存款。9月留抵退税规模进一步下滑，不再是M1回升的主要原因，当月M1增速上升0.3个百分点至6.4%，M2-M1增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。存款上，财政存款持续放量，居民企业存款增多。
- **四季度股债双牛的逻辑。**1) 企业中长贷回升期，价值股和金融板块表现通常较好。我们预计企业中长贷未来将继续上升，一是留抵退税对企业贷款的抑制趋于结束；二是设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策共同推动企业中长贷回升。2) 流动性宽松对于债市的利好不容忽视。四季度，利空债市的因素有宽信用回归、经济好于预期修复。利好因素则在于流动性有望继续保持宽松。原因在于，政策工具在支持信贷增长的同时，还能够有效补充流动性。考虑到10月存在较明显资金缺口，央行进一步货币宽松可期。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

目录

一、新增信贷超预期多增，企业贷款贡献最大	3
二、社融增速回升，委托贷款大幅增加	4
三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期好转	5
四、四季度股债双牛的逻辑	6
风险因素	8

图目录

图 1：9 月人民币信贷大幅多增，企业贷款贡献最大	3
图 2：沥青开工率持续改善	4
图 3：水泥发运率持续改善	4
图 4：9 月新增社融同比多增 6274 亿元	5
图 5：委托贷款一反常态地大幅增加	5
图 6：9 月 M2-M1 增速剪刀差收窄	6
图 7：9 月财政存款持续放量，居民企业存款增多	6
图 8：企业中长贷回升期，价值股表现通常较好	7
图 9：企业中长贷与金融板块	7
图 10：各项结构性货币政策工具及实施细则	8
图 11：9 月末 PSL 余额明显增加	8

事件：

10月12日，央行公布9月金融数据：新增人民币贷款2.47万亿元，预期1.76万亿元，前值1.25亿元。新增社会融资规模3.53万亿元，前值2.43万亿元。M2同比增长12.10%，预期11.95%，前值12.20%。

一、新增信贷超预期多增，企业贷款贡献最大

新增信贷大幅多增，超市场预期。9月新增人民币贷款2.47万亿元，同比大幅多增8100亿元，创下2020年3月份以来最高单月增幅。从分项上看：

1) 企业贷款增幅扩张，为最大贡献项。9月企业贷款同比多增9370亿元，其中短期贷款同比多增4741亿元，中长期贷款同比多增6540亿元。究其原因：

一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。截至9月27日，第二批3000亿基础设施投资基金已投放完毕（首批3000亿已于8月26日全部投放完毕），用于补充包括新基建在内的重大项目资本金。新增专项债的支出进度也在9、10月份迎来提速，按照最新要求，今年新增专项债要求在10月底前使用完毕，对10月底前仍无法开工的项目将收回专项债资金。叠加“尽快形成实物工作量”的政策导向，专项债资金拨付与配套融资都在加快，以确保项目尽快满足落地投产条件。此外，政策行新增的8000亿信贷额度也在持续给予实体部门信贷支持。

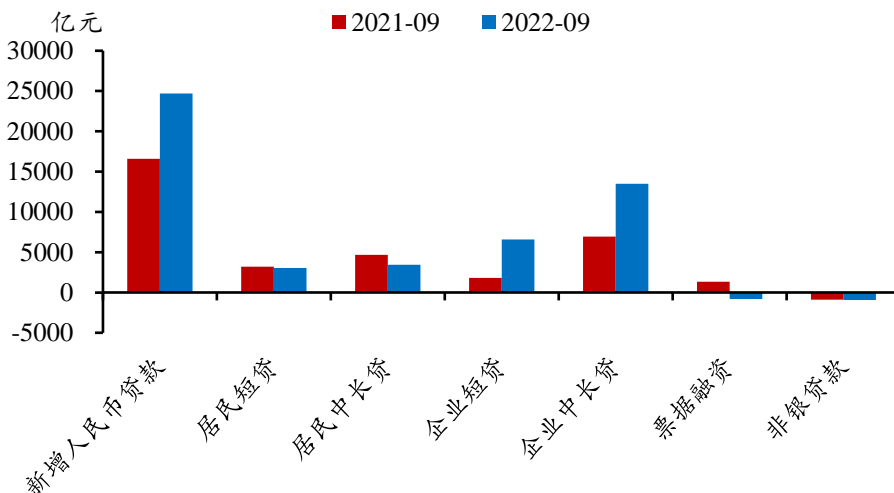
二是基建投资需求持续上升。随着一系列政策工具的落地，基建高频数据持续改善，包括9月建筑业PMI升至60.2%的高景气水平，9月末石油沥青装置开工率升至46.2%（去年同期39.7%），水泥发运率回升至51.3%。反映出基建开工、投产势头正旺，资金需求也随之提升。

三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。根据国税总局数据，截至9月20日，今年已累计有22113亿元留抵退税款退付到纳税人账户，年内剩余约650亿，对于企业现金流的补充将进一步减弱（详见报告《汇率与地产变局下的货币政策展望》）。

2) 居民贷款同比少增，消费与购房需求仍为拖累。9月居民贷款同比少增1383亿元，其中短期贷款同比少增181亿元，中长期贷款同比少增1211亿元，反映出居民消费与购房意愿依然受到压制。从央行最新问卷调查来看，居民购房意愿呈现触底回升迹象，Q3更多投资占比升至19.1%，较Q2上行1.2个百分点。国庆节前一系列重磅政策落地，包括阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、减免换房个税等，静待政策催化效果。

3) 票据融资自2021年3月以来首次出现同比减少。在企业贷款的超预期表现下，银行不再需要做多票据以填充信贷规模，9月票据融资同比减少827亿元。其他分项上，9月非银贷款减少930亿元，同比多减50亿元。

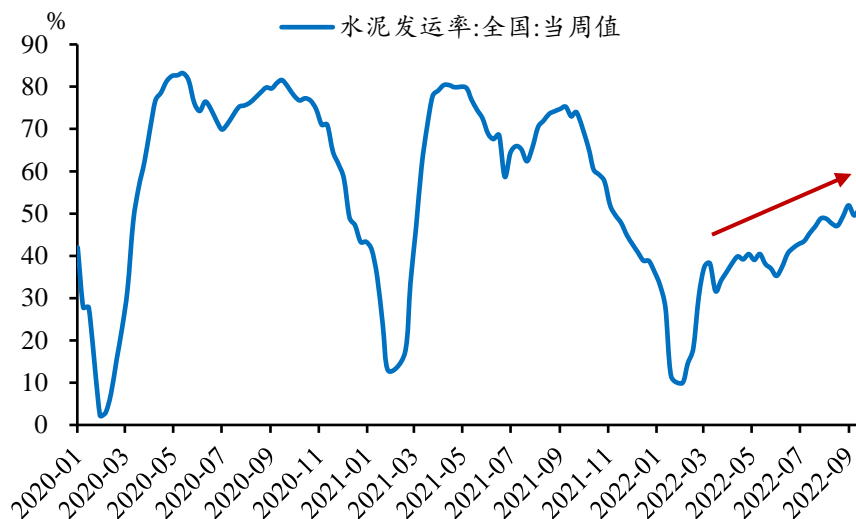
图 1：9月人民币信贷大幅多增，企业贷款贡献最大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：沥青开工率持续改善


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

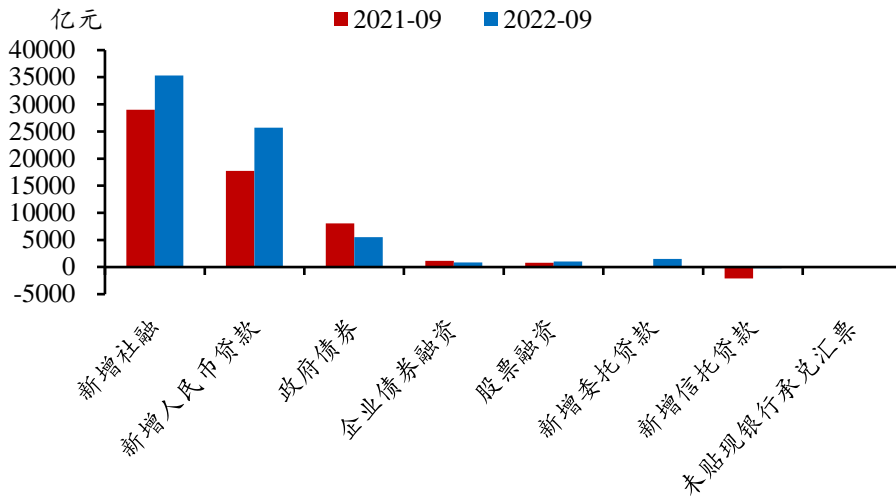
图 3：水泥发运率持续改善


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

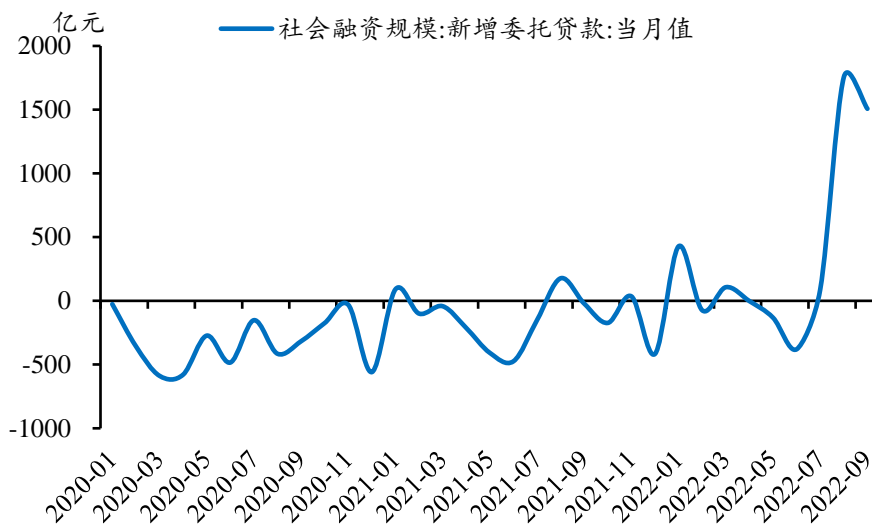
二、社融增速回升，委托贷款大幅增加

社融增速回升，委托贷款大幅增加。9月新增社融规模3.53万亿元、同比多增6274亿元，社融存量增速10.6%，较上月回升0.1个百分点。分项上看，社融口径下人民币贷款的拉动作用明显，同比多增7964亿元。政府债融资是最大拖累项，9月新增专项债发行规模降至240.6亿元，拖累当月政府债同比少增2541亿元。直接融资变化不大，企业债融资与股票融资合计同比少增12亿元。**值得关注的是，9月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款同比多增1529亿元。**此外，信托贷款同比少减1906亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增120亿元。

我们在报告《表外融资崛起》中曾指出，**委托贷款表现强势，或与开发性金融工具有关。**从实践上看，开发性金融工具多以股东借款模式落地，涉及国开行（或其他政策行）、基础设施投资基金公司（国开行100%控股）、项目公司股东共三方，基金公司委托国开行对项目公司发放贷款，项目公司股东再以贷款形式对项目注资。

图 4：9 月新增社融同比多增 6274 亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

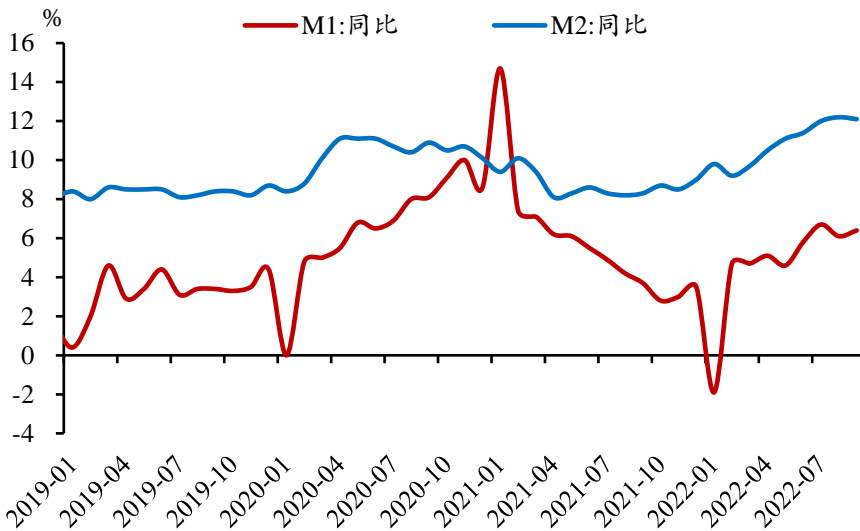
图 5：委托贷款一反常态地大幅增加


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

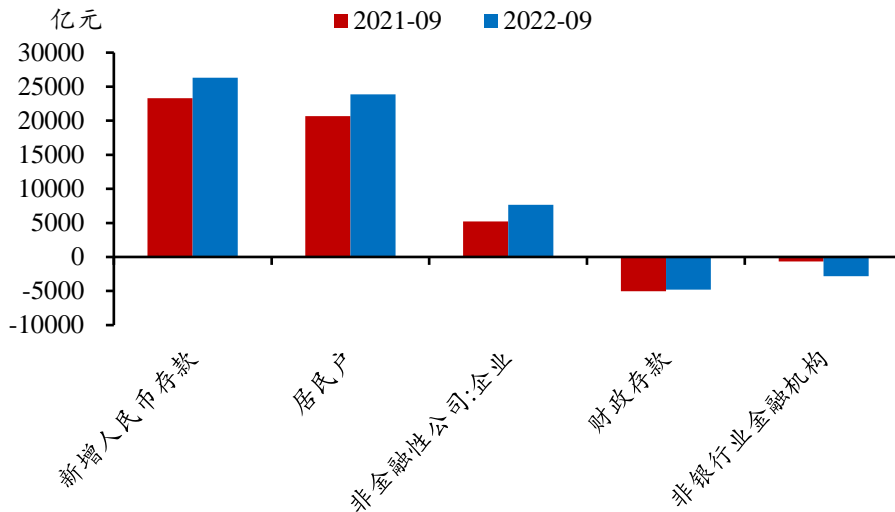
三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期好转

9 月 M2 增速小幅回落 0.1 个百分点至 12.1%，M1 增速上升 0.3 个百分点至 6.4%，M2-M1 增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。5-7 月份 M1 增速也曾出现一波回升，但当时更多是由于留抵退税力度大，直接增加了企业银行账户的活期存款。如前文所述，9 月留抵退税规模进一步下滑，不再是 M1 回升的主要原因。因此当月 M1 增速上行，能够更加真实地反映出实体经济预期好转。

财政存款持续放量，居民企业存款增多。存款端来看，9 月是财政支出大月，财政存款减少 4800 亿元。居民存款同比多增 3232 亿元，与当前居民储蓄意愿依然较高相对应。企业存款同比多增 2457 亿元，与当月企业贷款需求旺盛、派生存款较多有关。

图 6：9 月 M2-M1 增速剪刀差收窄


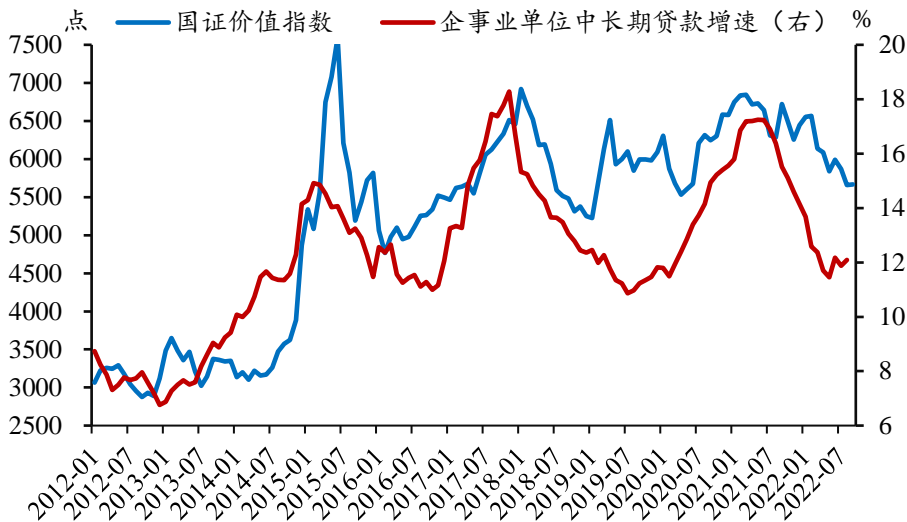
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：9 月财政存款持续放量，居民企业存款增多


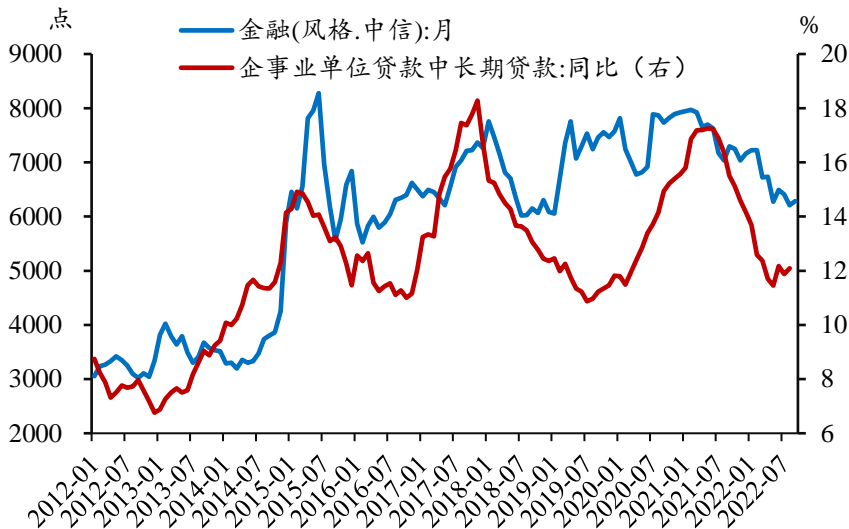
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、四季度股债双牛的逻辑

企业中长贷回升期，价值股表现通常较好。我们预计企业中长贷未来将继续上升，一是留抵退税对企业贷款的抑制趋于结束；二是设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策共同推动企业中长贷回升。历史经验显示，在企业中长贷回升期，价值股通常都取得了良好的表现。**重点看好金融板块。**类似地，企业中长贷回升期，金融板块表现通常较好。

图 8：企业中长贷回升期，价值股表现通常较好


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：企业中长贷与金融板块


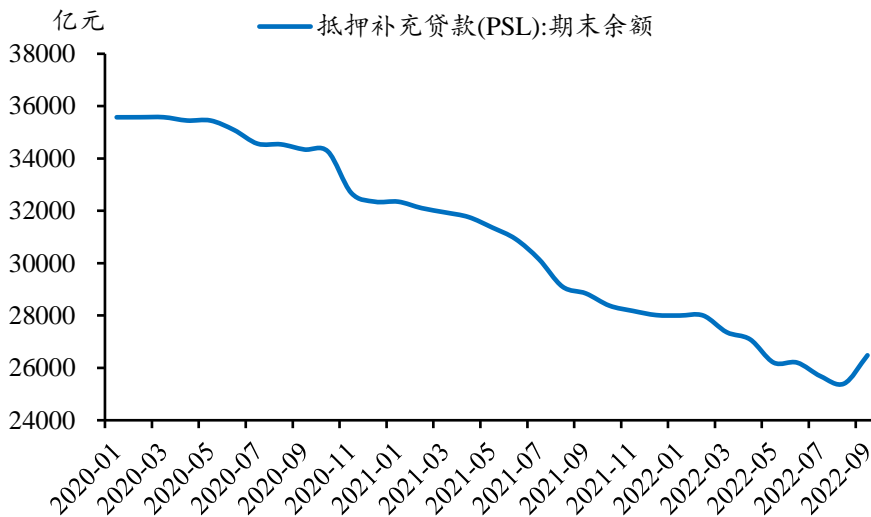
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

流动性宽松对于债市的利好不容忽视。对于债市而言，四季度既有利空也有利好因素。利空因素在于宽信用回归，以及经济好于预期修复。利好因素则在于流动性有望继续保持宽松，原因在于，政策工具在支持信贷增长的同时，还能够有效补充流动性。以国庆节前最新推出的设备更新改造专项再贷款为例，原本银行投放相关领域贷款需要消耗部分超储，但在再贷款工具的支持下，银行可获得与贷款规模相当的基础货币，获得超额流动性。除此之外，9月末抵押补充贷款（PSL）余额明显增加也引发了市场高度关注，我们推测新增 PSL 或用于配套政策性金融工具，或在一段时期内持续投入使用，其“补水”作用不容忽视。最后，10月份存在较明显资金缺口，央行进一步货币政策宽松可期（详见报告《汇率与地产变局下的货币政策展望》）。

图 10：各项结构性货币政策工具及实施细则

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款	设备更新改造专项再贷款
额度	8000亿元	3000亿元	2000亿元	400亿元	1000亿元	2000亿元以上
适用金融机构	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21家全国性金融机构
央行支持比例	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金100%	贷款本金100%
申请机制	先贷后借，按季操作	先贷后借，按月操作	先贷后借，按季发放（7月1日开始申请使用）			先贷后借，按月发放
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货运物流企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货运运输个体工商户、个体货车司机	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造
资金利率	1.75%					
期限	目前实施期为2021年到2022年末		-	实施期暂定两年	目前实施期为2022年	2022年9月1日-12月31日
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中1-5年期贷款利率不高于5年期LPR		低成本资金支持	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率	不高于3.2%

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

图 11：9 月末 PSL 余额明显增加


资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。