

研究所

分析师：黄付生
SAC 登记编号：S1340522060002
Email：huangfusheng@cnpsec.com

研究助理：崔超
SAC 登记编号：S1340121120032
Email：cuichao@cnpsec.com

2022年9月金融数据点评

货币投放超预期，居民信贷有望恢复

● 事件

人民银行公布9月及前三季度金融数据：M2同比增长12.1%，预期11.9%，前值12.2%；M1同比增长6.4%，前值6.1%；社会融资规模3.53万亿，预期2.8万亿，前值2.43万亿；新增人民币贷款2.47万亿，预期1.76万亿，前值1.25万亿。

● 核心观点

9月金融数据的主要特点，一是总量超预期增长，主要仍为政府性资金驱动；二是企业融资大幅增长，居民加杠杆意愿下降；三是M1增速回升，M2-M1剪刀差收窄，实体经济活力有所改善。

宽信用政策有望持续至明年，社融规模将维持较快增速，权益资产博弈价值提升。在内需恢复缓慢、外需下行背景下，宽信用政策有望持续至明年。当前宽信用政策主体仍为政策推动，政策性开发性金融工具陆续落地有望继续带动社融规模增长，后续政策力度是否会提升将取决于企业与居民内生性信贷需求的提升程度。经济的长期不确定性与短期扰动，仍然是制约社融需求与结构的主要原因。中美逆周期调节与强势美元将在一定程度上制约货币政策空间。当前货币相对供大于求，企业与居民信贷若不能较快回升资金将存在空转风险。当前A股整体估值处于低位，持续的宽信用政策对市场形成托底并有望转换为上升动能，权益资产博弈价值提升，具备一定的配置性价比。

● 总量超预期，企业融资贡献最多

9月新增社融3.53万亿元（wind一致预期2.8万亿），同比多增6274亿元，社融存量规模同比增长10.6%，较8月上升0.1个百分点；新增人民币贷款2.47万亿元（wind一致预期1.76万亿），同比多增8100亿元。社融增量主要由企业贷款贡献，其中企业中长期贷款6540亿元，企业短期贷款4741亿元；其次为信托贷款和委托贷款，分别为1906亿元和1529亿元；政府债券同比少增2541亿元。

9月社融高增主要源于生产恢复与政府性融资配套资金落地。

一是9月高温限电解除、疫情缓解，生产与需求同步小幅恢复，制造业PMI重回景气区间，企业融资需求呈现一定程度恢复。二是政府性融资带动相关配套资金落地。9月政策性银行债发行5943亿元，同比增长35%，发行额连续两月增长且处于高位，带动企业配套资金落地推高融资规模。8月31日国常会新增3000亿元政策性开发性金融工具，预计将在9-10月形成较大工作量，叠加6月1日国常会调增的8000亿额度，政府性融资将持续带动社融规模增长。

● **企业融资大幅增长，居民加杠杆意愿下降**

9月非金融企业新增贷款19173亿元，同比大幅多增9370亿元。其中票据融资-827亿元，同比少增2180亿元；短期贷款6567亿元，同比多增4741亿元；中长期贷款13488亿元，同比多增6540亿元。企业票据融资意愿下降，流动资金补充主要来源于短期借款。一方面体现出流动性较为宽松，短期借款资金来源较为充足；另一方面也在一定程度上反映了企业经营预期并未完全恢复，融资需求与意愿不强烈。中长期贷款的高增，可能主要来源于政策性开放性贷款配套资金和基建投资的融资需求。未贴现银行承兑汇票134亿元，同比多增120亿元，但多增金额较上月大幅下降3238亿元，企业资金需求环比增加。

9月居民新增贷款6503亿元，同比少增1383亿元。其中短期贷款3038亿元，同比少增181亿元；中长期贷款3456亿元，同比少增1211亿元。居民消费意愿仍然较弱，背后是地产与可选消费品需求的下降，以及对未来收入预期信心的不足，疫情影响仍然是主要扰动。9月底人民银行、财政部密集发布房地产刺激政策，短期有望释放被压制的刚性需求，预计4季度居民中长期贷款有望回升，房地产销售边际改善。

● **M1增速回升，实体经济活力改善**

9月M1同比增长6.4%，较上月升高0.3个百分点。M1的提升主要源于制造业生产与社会需求的小幅恢复，房地产销售下行趋势有所缓解。9月M2同比增长12.1%，较上月下降0.1个百分点。M2-M1剪刀差略有收窄，资金使用效率提升，实体经济活力有所改善。

● **未来社融走势如何判断？**

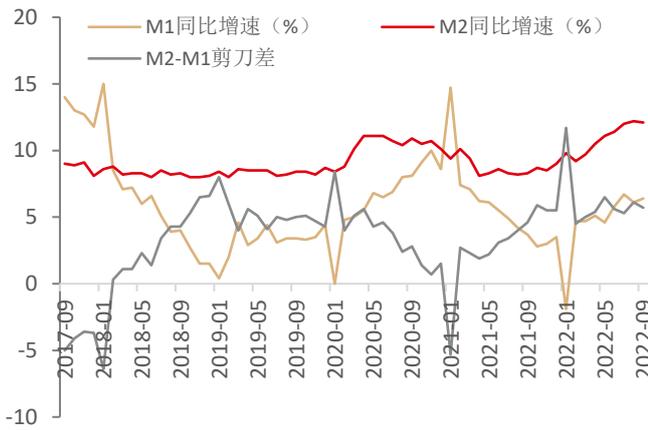
宽信用政策有望持续至明年，社融规模将维持较快增速。在内需恢复缓慢、外需下行背景下，宽信用政策有望持续至明年，经济

的刺激效果将不断得到强化。当前宽信用政策主体仍为政策推动，政策性开发性金融工具陆续落地有望继续带动社融规模增长，后续政策力度是否会提升将取决于企业与居民内生性信贷需求的提升程度。经济的长期不确定性与短期扰动，仍然是制约社融需求与结构的主要原因。中美逆周期调节与强势美元将在一定程度上制约货币政策空间。

权益资产博弈价值提升。当前货币相对供大于求，企业与居民信贷若不能较快回升资金将存在空转风险，A股有望成为未来资金的出口之一。当前A股整体估值处于低位，持续的宽信用政策对市场形成托底并有望转换为上升动能，权益资产博弈价值提升，具备一定的配置性价比。

● 风险提示

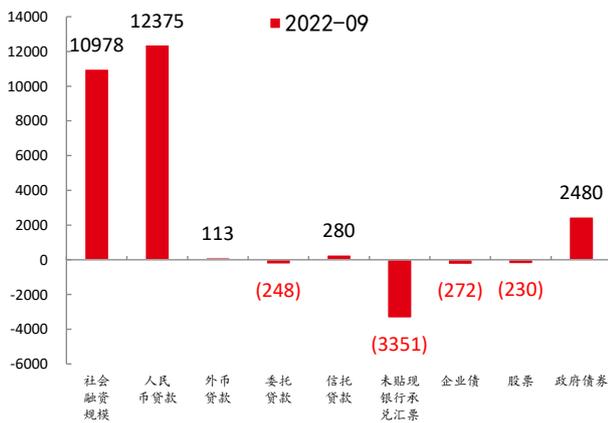
政策施行效果不及预期、疫情恶化、美联储超预期加息、海外经济超预期衰退。

图表 1 M1、M2 同比增速及剪刀差


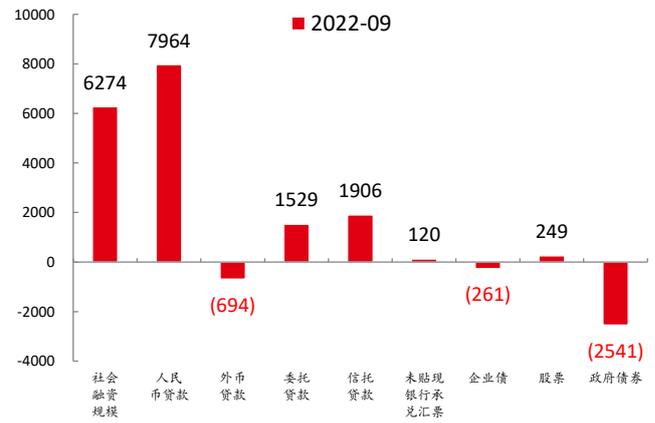
数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 2 社融累计同比增速

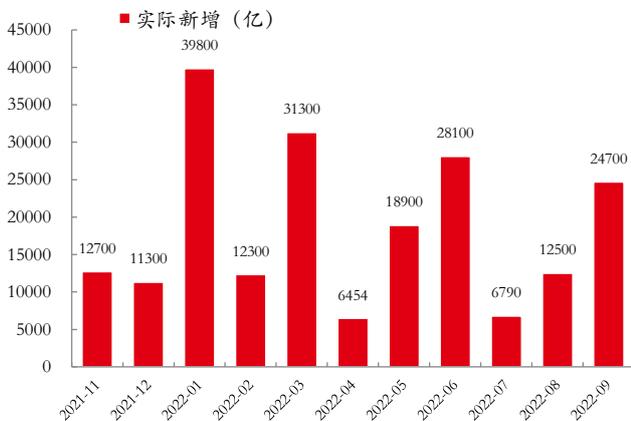

数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 3 社融各项环比增加值


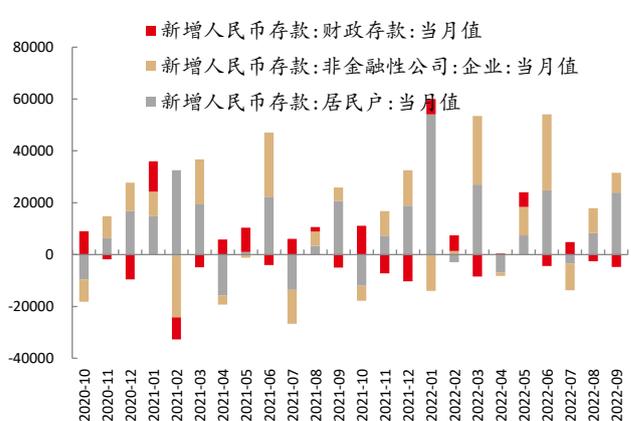
数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 4 社融各项同比增加值


数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

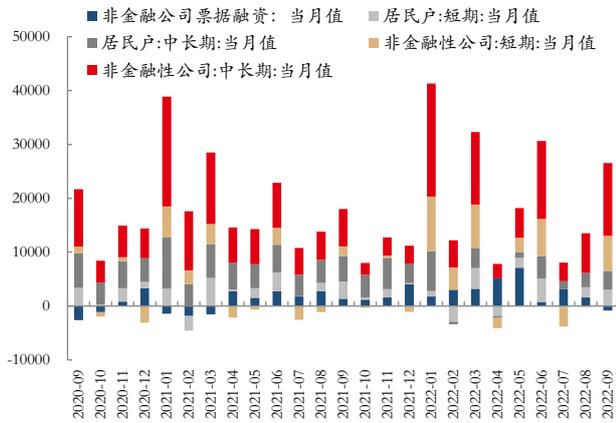
图表 5 新增人民币贷款


数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 6 新增人民币存款构成 (不含非银金融机构存款)


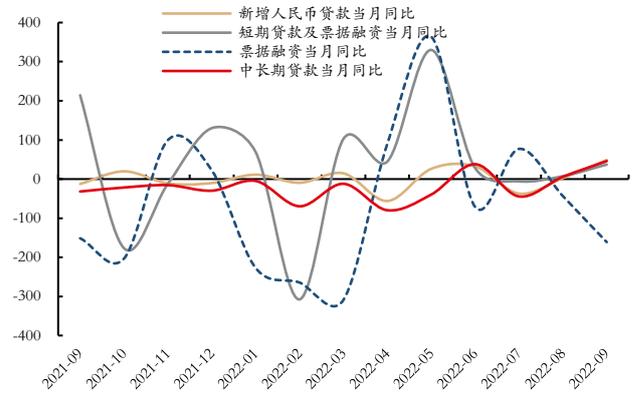
数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 7 新增人民币贷款构成（不含非银金融机构贷款）



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 8 新增人民币贷款当月同比数据



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。