

## 金融数据老故事：政府加杠杆，居民降杠杆

2022年10月12日

10月11日，央行公布9月金融数据，9月社融新增3.53万亿，同比多增0.63万亿；新增信贷2.47万亿，同比多增0.81万亿；社融存量同比增速10.6%，较上月增速上升0.1个pct。

### ► 9月信用端弱企稳，背后还是老故事——政府加杠杆

结束两个月同比回落之后，9月社融数据终于迎来企稳，兑现我们之前提示，7月是信用收缩时期，往后看信用有企稳的可能性。

**社融企稳动能来自哪里？**数据结构清晰显示，企业中长贷是本月信用企稳回升的最大驱动分项。9月新增企业中长贷1.35万亿，几乎是去年同期的两倍之多，同比多增6540亿元。

2015年以来的历史经验数据表明，企业中长贷约半数与基建相关。一般制造业投资驱动的中长期贷款，不太容易在短短2-3个月时间出现信贷额度的重大变化。而9月企业中长贷较之前月份有明显放量，基建支撑9月中长贷扩容的概率非常高。毕竟，基建投融资带有较强的政策主导意愿，能在短期内出现快速变化。

再者8月新一轮稳增长工具落地，尤其是政策性金融工具对基建项目支持，有效撬动基建项目相关的信贷需求，推动企业中长贷走高。

沥青开工率等高频指标均指向基建相关需求回暖，这也与9月高温缓解，建筑业PMI回暖相印证。

综合考虑，9月企业中长贷明显放量，描绘的依然是政府加杠杆投资基建的故事。稍有不同的是，上半年基建主要依靠专项债，9月以后政府杠杆更多借助表内信贷途径。

### ► 9月居民信贷仍偏弱，叠加M2高涨，背后也是老故事——居民降杠杆

9月居民信贷环比略有改善，总量仍然偏低，居民中长贷新增3456亿元，同比少增1211亿元；居民短贷3038亿元，同比少增181亿元。

考虑到去年下半年地产销售下滑较快，今年9月以后居民信贷面临相对较低的基数，再者8月底以来的新一轮地产政策不断出台，地产尚未出现进一步下滑。在这种情况下，8月以来地产进入阶段性磨底状态。

再结合偏高的M2增速，今年居民部门的状态异常清晰，同时也是历史罕见：居民部门去杠杆。历史上唯一可以相较本轮居民部门状态的就是2008年前后，居民部门杠杆率也几乎持平。

### ► 目前经济是一个阶段性磨底状态

**其一，中长贷回升只是政府加杠杆换了一种形式：由政府债券切换为表内信贷。**今年专项债集中在上半年发行完毕，社融增速在7-8月边际回落，但随着政策性金融工具落地，拉动基建相关信贷，实质对应的是基建年内保持平稳的主线。

**其二，企业中长贷在今年表现出明显的季末冲量的特征。**在3月、6月均有大幅回升后再次回落的现象，反映了实体融资需求并没有像9月数据显示的如此大幅度的回暖，其持续性仍然有待观察。

**其三，居民信贷环比有所好转，但并未系统性修复，反映地产处于磨底期。**预计未来社融增速有望继续企稳，主要是依靠基建相关信贷拉动。社融能否大幅扩张的核心变量仍落在内需，尤其是地产这一关键变量的演绎。

► **风险提示：**地产政策超预期；出口增速下滑超预期；疫情超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

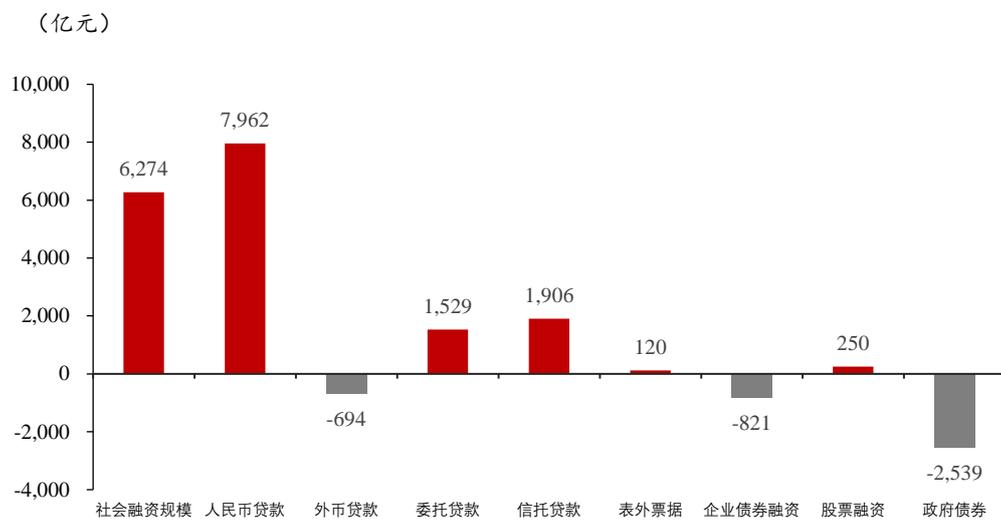
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

- 1.宏观专题研究：人民币汇率的下一个“路标”-2022/10/11
- 2.全球大类资产跟踪周报：全球市场再度动荡-2022/10/10
- 3.四季度宏观经济及大类资产展望：关键变化或即将到来-2022/10/09
- 4.2022年9月PMI数据点评：经济的基本逻辑没有变化-2022/09/30
- 5.宏观专题研究：汇率逼近7.2之际，打开外汇管理工具箱-2022/09/27

图1：9月社融同比多增



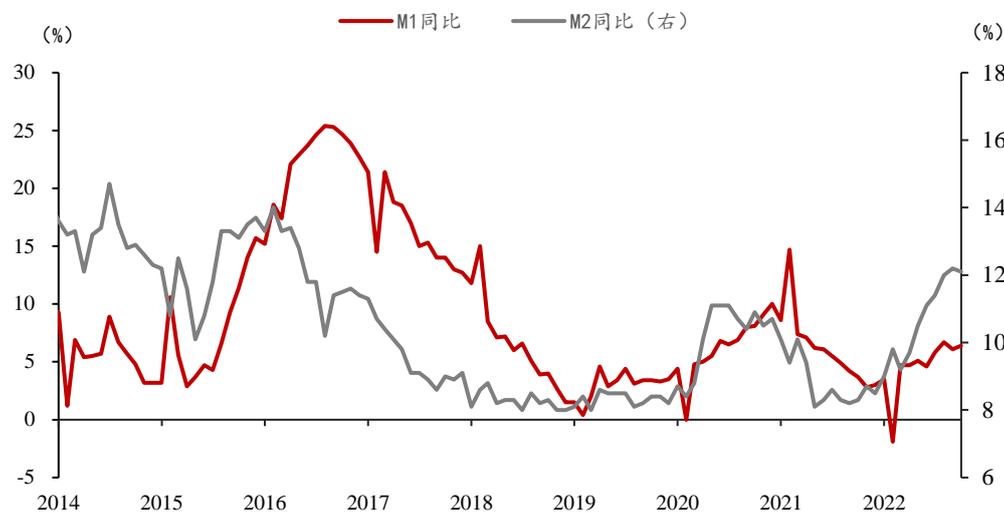
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：社融增速小幅回升



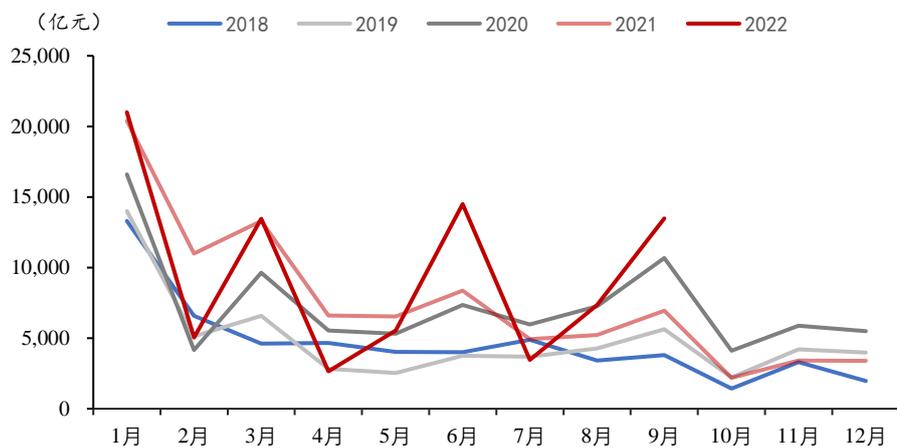
资料来源：wind，民生证券研究院

图3: M2-M1 增速差收窄



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 历年企业中长贷情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026