

## 社融超预期，能持续吗？

### 事件：

10月11日，央行公布9月货币金融数据：新增信贷2.47万亿元、同比多增8108亿元；新增社融3.53万亿、同比多增6245亿元，社融存量增速10.6%、较上月回升0.1个百分点；M2同比增速12.1%，较上月回落0.1个百分点。

■ 社融超预期、信贷结构延续改善，与政策加力等因素有关，持续性还待跟踪

新增社融超预期、有效社融回升，主因贷款和非标贡献。9月，新增社融3.53万亿元、同比多增6245亿元；存量增速10.6%、较上月回升0.1个百分点，代表企业中长期资金的有效社融增速较上月回升0.6个百分点至9.3%。分项中，新增人民币贷款2.57万亿元、同比多增近8000亿元，非标三项合计同比增量占社融同比增量6成，政府、企业债券同比少增，拖累不大，股票融资变化不大。

信贷结构延续改善、主因企业端贡献，与政策加力等有关，持续性还待观察。9月，新增信贷2.47万亿元、同比多增近8100亿元，其中，企业中长贷同比多增6540亿元至1.35万亿元、创有数据来历史同期新高，或缘于政策性、开发性金融工具落地加快等，也有可能和政策性银行贷款释放等有关；企业短贷延续增长、同比多增超4740亿元，票据融资转负、同比降幅进一步扩大至2180亿元。

居民端需求延续低迷、中长贷第10个月同比走弱，短贷也弱于以往。9月，居民贷款同比少增超1380亿元，短贷同比小幅走弱、或与疫情的阶段性干扰等因素有关；中长贷拖累明显、同比少增超1200亿元至3456亿元，创近7年同期新低，或与地产景气度的持续降温等有关。此背景下，9月底央行、银保监会、财政部等陆续发布三项措施，重在激发刚需和改善性住房需求，效果还待跟踪。

重申观点：稳增长加力下，融资结构延续改善，但总量弹性或相对有限。近两月的信贷结构改善，与政策性、开发性金融工具等稳增长措施的加快落地等有关，例如，9月企业中长贷同比近乎翻番、并创历史同期新高。往后来看，稳增长政策的持续加力，或带动有效社融企稳回升；但总量弹性依然存在较高不确定性，关键变量取决于地产相关融资空间能否打开等（参见《信用环境如何演绎？》）。

■ 常规跟踪：信贷总量、结构双双改善，支撑社融超预期，M1回升、M2回落

社融超预期主因贷款和非标贡献。新增社融3.53万亿元、远高市场预期的2.73万亿元，其中，新增人民币贷款2.57万亿元、同比多增近8000亿元，委托贷款同比多增近1530亿元，信托贷款、表外票据同比少减近1910亿元和多增120亿元，政府债券、企业债券同比分别少增261亿元和2541亿元。

信贷分项中，企业端结构改善，居民端拖累延续。9月，新增信贷同比多增8108亿元。其中，企业中长贷同比多增6540亿元至1.35万亿元，企业短贷同比多增4741亿元至6567亿元，票据同比少增1222亿元至1291亿元；居民中长贷同比少增1211亿元至3456亿元，居民短贷同比少增181亿元。

M1回升、M2回落。9月，M1较上月回升0.3个百分点至6.4%、更多或与基数效应等有关；M2较上月回落0.1个百分点至12.1%。存款分项中，企业、居民存款同比增加2460亿元和3230亿元左右，非银存款多减2136亿元，财政存款少减231亿元、或一定程度反映财政支出阶段性放缓。

风险提示：政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、社融超预期，能持续吗？ .....	3
2、货币金融数据常规跟踪.....	4
3、风险提示： .....	6

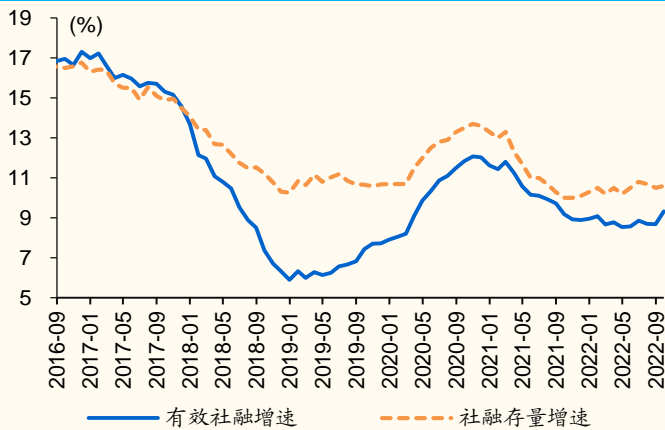
## 图表目录

图表 1: 有效社融增速明显回升 .....	3
图表 2: 人民币贷款高增推升社融.....	3
图表 3: 信贷高增主因企业端贡献.....	3
图表 4: 9月新增企业中长贷创有数据以来新高 .....	3
图表 5: 居民中长贷依然明显弱于以往.....	4
图表 6: 商品房销售低于往年同期水平.....	4
图表 7: LPR、公积金贷款利率依次下调 .....	4
图表 8: 未来房价预期下降占比创新高.....	4
图表 9: 9月，社融分项数据情况（亿元） .....	5
图表 10: 9月，信贷分项数据情况（亿元） .....	5
图表 11: 9月，M1 回升、M2 回落.....	6
图表 12: 企业、居民存款多增，非银多减，财政少减.....	6

## 1、社融超预期，能持续吗？

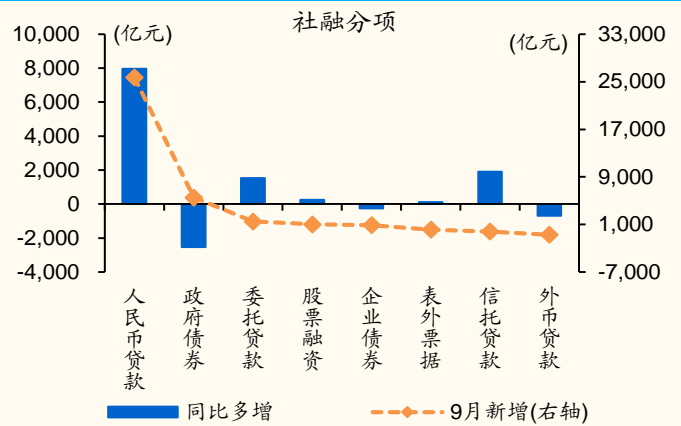
新增社融超预期、有效社融大幅回升，主因贷款和非标贡献。9月，新增社融3.53万亿元、同比多增6245亿元；增速较上月回升0.1个百分点至10.6%，代表企业中长期资金的有效社融增速较上月回升0.6个百分点至9.3%。分项中，新增人民币贷款2.57万亿元、同比多增近8000亿元，非标合计同比增量占社融同比增量6成，政府、企业债券同比少增，拖累不大，股票融资变化不大。

图表 1：有效社融增速明显回升



来源：Wind、国金证券研究所

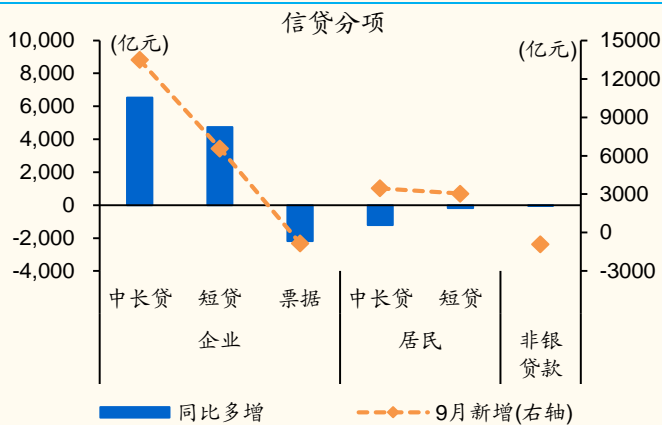
图表 2：人民币贷款高增推升社融



来源：Wind、国金证券研究所

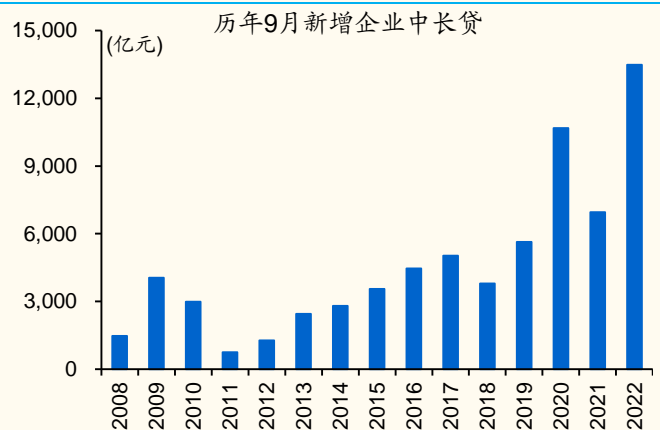
信贷结构延续改善、依然为企业端贡献，与政策加力等有关，持续性还待观察。9月，新增信贷同比多增近8100亿元，其中。企业中长贷同比多增6540亿元至1.35万亿元、创有数据来历史同期新高，或缘于政策性、开发性金融工具落地加快等，也有可能与政策性银行贷款释放等有关；企业短贷延续增长、同比多增超4740亿元，票据融资转负、同比降幅进一步扩大至2180亿元。

图表 3：信贷高增主因企业端贡献



来源：Wind、国金证券研究所

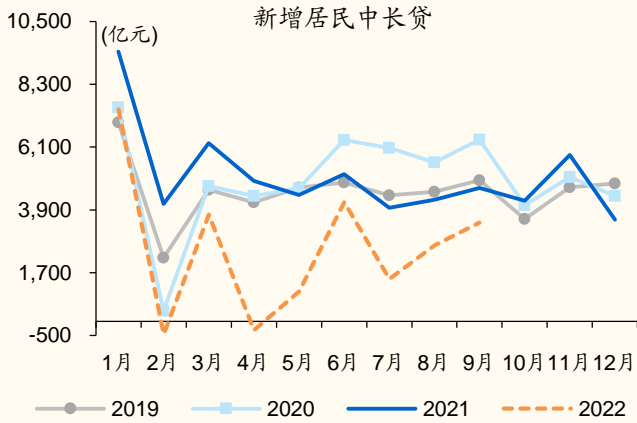
图表 4：9月新增企业中长贷创有数据以来新高



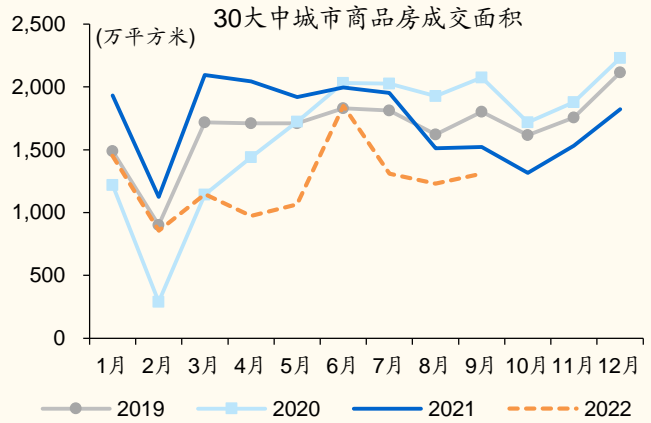
来源：Wind、国金证券研究所

居民端需求延续低迷、中长贷连续第10个月同比走弱，短贷也弱于以往。9月，居民贷款同比少增超1380亿元，短贷同比小幅走弱、或与疫情阶段性干扰等因素有关；中长贷拖累明显、同比少增超1200亿元至3456亿元，创近7年同期新低，或与地产景气度的持续降温等有关。此背景下，9月底央行、银保监会、财政部等陆续发布三项措施，重在激发刚需和改善性住房需求，效果还待跟踪（详情参见《3分钟看清国庆全球要闻》）。

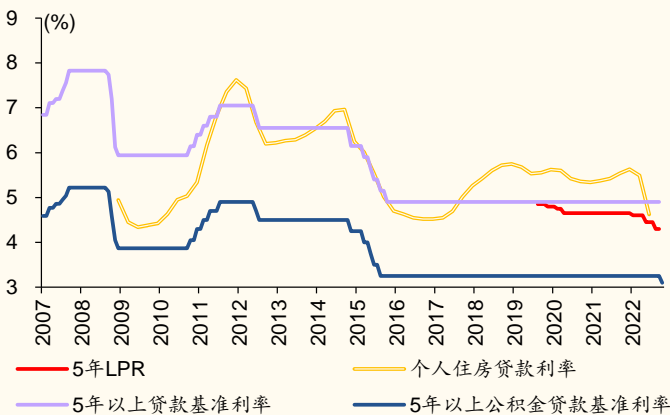
图表 5: 居民中长贷依然明显弱于以往



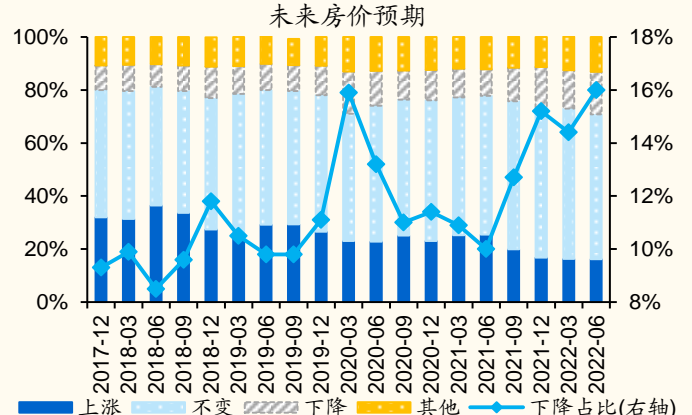
图表 6: 商品房销售低于往年同期水平



图表 7: LPR、公积金贷款利率依次下调



图表 8: 未来房价预期下降占比创新高



## 2、货币金融数据常规跟踪

社融超预期主因贷款和非标贡献，债券延续拖累。新增社融3.53万亿元、远高市场预期的2.73万亿元，其中，新增人民币贷款2.57万亿元、同比多增近8000亿元，委托贷款同比多增近1530亿元，信托贷款、表外票据同比少减近1910亿元和多增120亿元，政府、企业债券同比分别少增261和2541亿元。

**图表 9：9月，社融分项数据情况（亿元）**

月份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2021-09	29,026	17,755	-19	-22	-2,098	14	1,137	772	8,066
2021-10	16,176	7,752	-33	-173	-1,061	-886	2,261	846	6,167
2021-11	25,983	13,021	-134	35	-2,190	-383	4,006	1,294	8,158
2021-12	23,682	10,350	-649	-416	-4,553	-1,419	2,167	2,075	11,674
2022-01	61,623	41,988	1,031	428	-680	4,733	5,703	1,439	6,026
2022-02	12,212	9,084	480	-74	-751	-4,228	3,652	585	2,722
2022-03	46,475	32,291	239	107	-259	287	3,661	958	7,074
2022-04	9,430	3,616	-760	-2	-615	-2,557	3,755	1,166	3,912
2022-05	28,338	18,230	-240	-132	-619	-1,068	289	292	10,582
2022-06	51,701	30,540	-291	-380	-828	1,066	2,121	589	16,216
2022-07	7,620	4,088	-1,137	89	-398	-2,744	795	1,437	3,998
2022-08	24,322	13,344	-826	1,755	-472	3,485	1,148	1,251	3,045
2022-09	35,300	25,719	-713	1,507	-192	134	876	1,021	5,525
较上月	10,978	12,375	113	-248	280	-3,351	-272	-230	2,480
较去年同期	6,245	7,964	-694	1,529	1,906	120	-261	249	-2,541

来源：Wind、国金证券研究所

信贷分项中，企业端结构改善，居民端拖累延续。9月，新增信贷同比多增8108亿元至2.47万亿元。其中，企业中长贷同比多增6540亿元至1.35万亿元，企业短贷同比多增4741亿元至6567亿元，票据同比少增1222亿元至1291亿元；居民中长贷同比少增1211亿元至3456亿元，居民短贷同比少增181亿元。

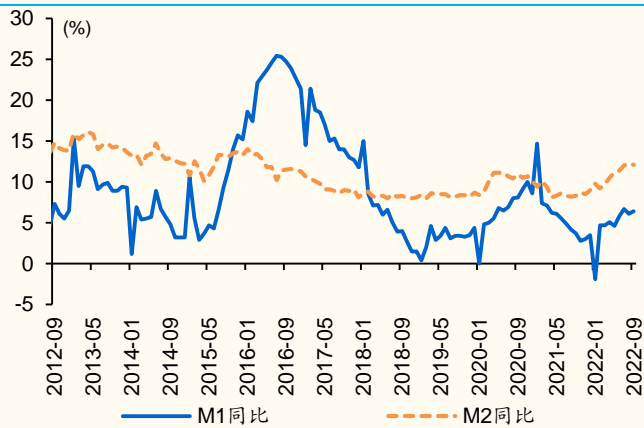
**图表 10：9月，信贷分项数据情况（亿元）**

月份	新增信贷	短期信贷	票据融资	中长期信贷	企业中长期信贷	居民中长期信贷	企业短期信贷	居民短期信贷	非银贷款
2021-09	16,600	5,045	1,353	11,615	6,948	4,667	1,826	3,219	-880
2021-10	8,262	138	1,160	6,411	2,190	4,221	-288	426	583
2021-11	12,700	1,927	1,605	9,238	3,417	5,821	410	1,517	-364
2021-12	11,300	-897	4,087	6,951	3,393	3,558	-1,054	157	553
2022-01	39,800	11,106	1,788	28,424	21,000	7,424	10,100	1,006	-1,417
2022-02	12,300	1,200	3,052	4,593	5,052	-459	4,111	-2,911	1,790
2022-03	31,300	11,937	3,187	17,183	13,448	3,735	8,089	3,848	-454
2022-04	6,454	-3,804	5,148	2,338	2,652	-314	-1,948	-1,856	1,379
2022-05	18,900	4,482	7,129	6,598	5,551	1,047	2,642	1,840	461
2022-06	28,100	11,188	796	18,664	14,497	4,167	6,906	4,282	-1,656
2022-07	6,790	-3,815	3,136	4,945	3,459	1,486	-3,546	-269	1,476
2022-08	12,500	1,801	1,591	10,011	7,353	2,658	-121	1,922	-425
2022-09	24,700	9,605	-827	16,944	13,488	3,456	6,567	3,038	-930
较上月	12200	7804	-2418	6933	6135	798	6688	1116	-505
较去年同期	8108	4560	-2180	5329	6540	-1211	4741	-181	-50

来源：Wind、国金证券研究所

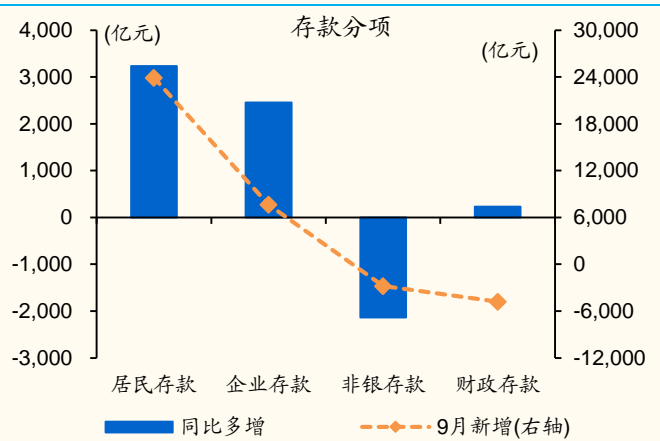
M1回升、M2回落。9月，M1较上月回升0.3个百分点至6.4%、更多或与基数效应等有关；M2较上月回落0.1个百分点至12.1%。存款分项中，企业、居民存款同比增加2460亿元和3230亿元左右，非银存款多减2136亿元，财政存款少减231亿元、或一定程度反映财政支出阶段性放缓。

图表 11: 9月, M1回升、M2回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 企业、居民存款多增, 非银多减, 财政少减



来源: Wind、国金证券研究所

### 3、风险提示:

**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402