

前期政策见效，后续尚有空间

9月金融数据点评

社融改善；4季度“宽信用”方向明确、25BP降准仍有可能；长期利率震荡的可能性要大于趋势反弹。

- 9月社融数据总量和结构均趋于改善。9月社融增量超出市场一致预期，其中信贷、特别是企业中长期信贷增长亮眼；居民部门贷款增长也环比改善；非标准化融资变动较小；社融结构趋于改善。
- 从三大部门的融资存量增速看，政府债券增速虽高位回落，但仍保持高速增长；企业融资在前期党中央、国务院一系列融资促进政策的引导下，增速提高至10%以上；居民融资增速继续下滑，仍是后续“宽信用”亟待解决的重点问题。
- 从剩余流动性角度看，M2增速仍快于社融存量增速，二者缺口小幅收窄至1.5个百分点，以宽货币带动宽信用的局面没有根本改变，资金面总体上仍然比较宽松。银行存单利率有微小反弹，但还在低位。
- 从9月推出的设备更新贷款贴息及再贷款政策、下调公积金贷款利率、阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、重启PSL等工具来看，4季度“宽信用”政策导向仍然非常明确。
- 为配合“宽信用”，货币条件仍需保持合理充裕，但内外均衡也是需要考的因素。从历史上人民币兑美元汇率接近或超过7.1条件下的货币政策操作来看，降准的可能性大于MLF降息。而8、9月份MLF持续减量续作，使长短期流动性结构有所变化，短期流动性相对净投放。这与当前鼓励中长期社融投放的导向可能不完全匹配。4季度仍存在降准25BP的可能性。
- 下一阶段利率的看点。下一阶段影响利率的主要因素包括资金面、楼市、社融增长，其中楼市景气是核心的内生变量。当前在政府、企业、居民三大部门融资中，居民融资增速是拖累项。楼市景气可以影响社融增长、进而影响债市资金面。十一假期的高频数据显示，30城商品房成交继9月末反弹后，又明显回落，且落后于近年同期。但不排除这是购房者在观望有关房贷利率政策调整后，各地具体落地情况（“实际优惠力度”），4季度楼市景气仍存在一定的改善空间。但考虑到货币条件应该对“宽信用”予以配合，长期利率震荡的可能性要大于趋势反弹。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
- 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
- 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
- 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
- 《货币条件率先启动》 20211111
- 《降息的宽信用作用——MLF降息点评》 20220117
- 《宽信用趋势进一步明确——LPR降息点评》 20220120
- 《通胀压力或被平缓消化——3月通胀数据点评》 20220411
- 《上游价格盘整、下游传导不畅——5月通胀数据点评》 20220613
- 《货币财政配合与长债利率》 20220627
- 《三分法看CPI走势——7月通胀数据点评》 20220811
- 《大通胀的终结？——美国衰退与国内通胀前景》 20220817
- 《如何看待住房的使用性需求——高频数据扫描》 20220821
- 《食品价格难改通胀大局》 20220909

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

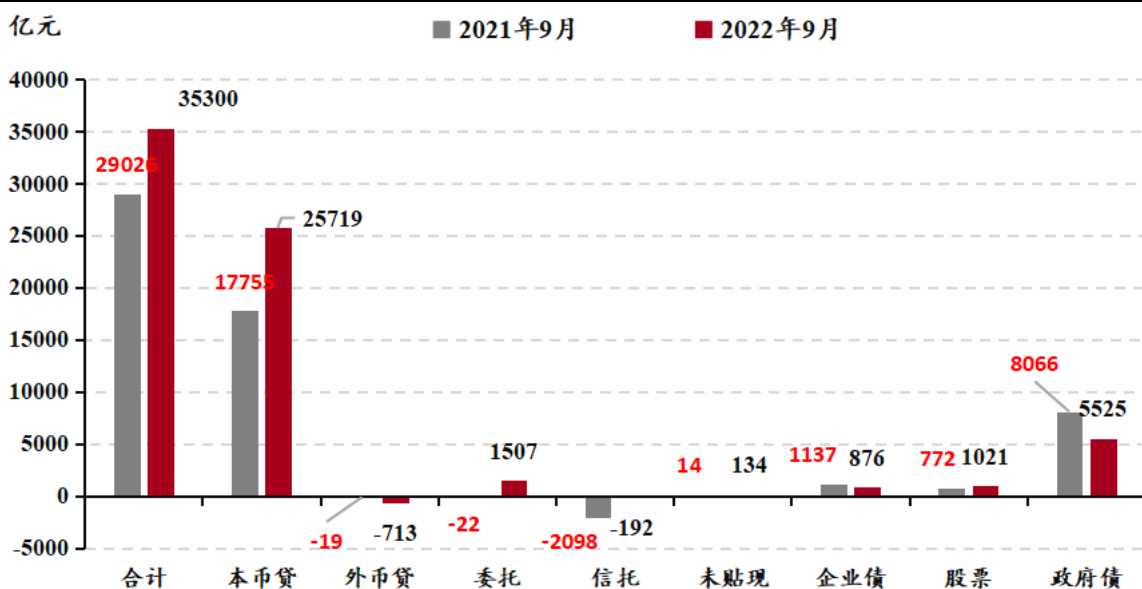
peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：

10月11日晚，人民银行发布9月金融数据：广义货币(M2)余额262.66万亿元，同比增长12.1%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高3.8个百分点。初步统计，9月末社会融资规模存量340.65万亿元，同比增长10.6%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为209.4万亿元，同比增长11.1%；人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.5%，同比高0.3个百分点。

图表 1.9月社融显著同比多增，贡献主要来自信贷

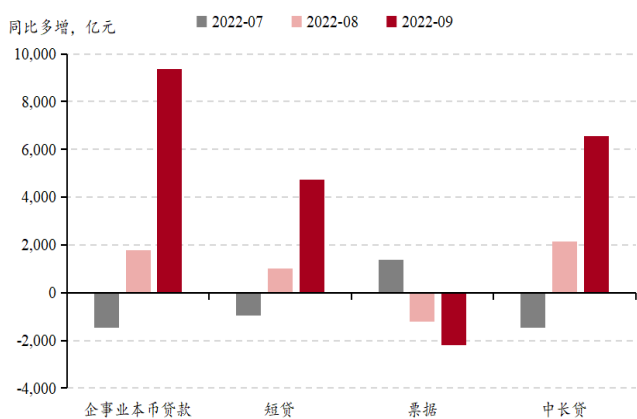


资料来源：万得，中银证券。

点评：

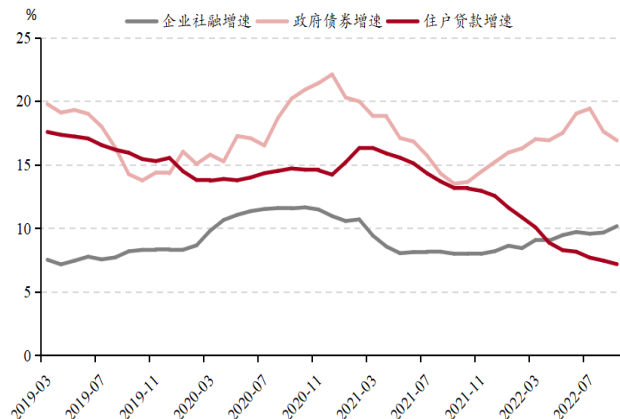
9月社融数据总量和结构均趋于改善。9月社融增量超出市场一致预期，本币信贷增长亮眼。企事业单位本币贷款同比多增约9370亿元。其中，票据融资连续第二个月同比少增，而中长期贷款连续第二个月同比多增，且多增幅度明显放大。新增居民本币贷款虽然同比少增约1380亿元，但较前月有明显环比改善，非标准化融资变动较小。尽管企业中长期贷款改善有政策引导因素，但毕竟中长期信贷与投资直接关联，仍然反映出社融结构趋于改善。

图表 2. 企业中长期信贷明显多增



资料来源：万得，中银证券。

图表 3. 居民融资增速仍在下滑

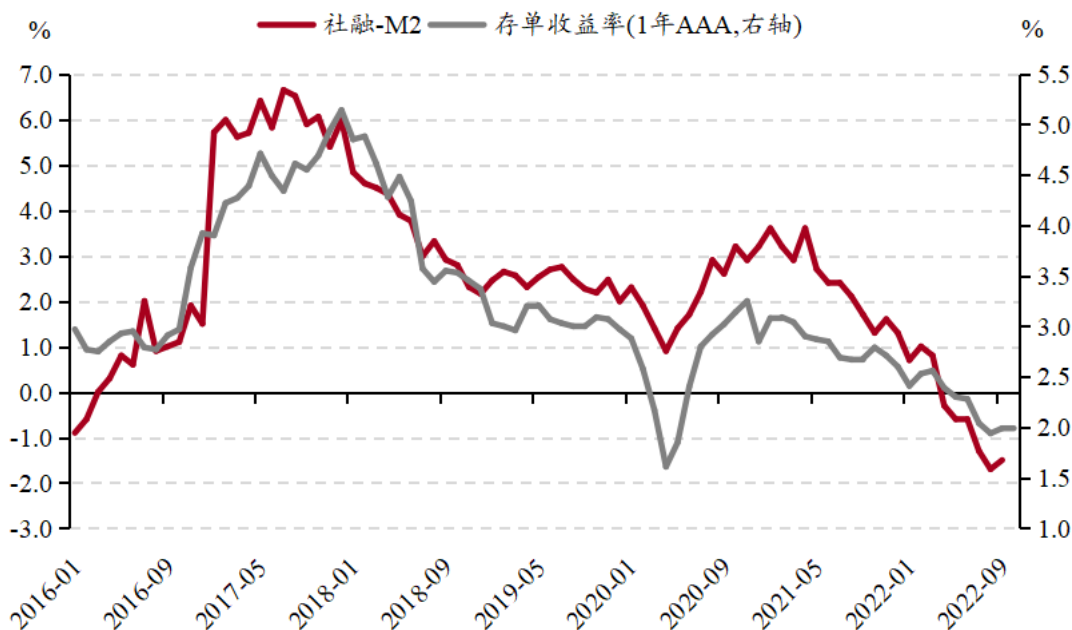


资料来源：万得，中银证券。

从政府、企业、居民三大部门的融资存量增速看：政府债券增速虽高位回落，但仍保持高增长。9月政府债券余额增长5525亿元，主要由国债净融资推动，而地方专项债结存限额还基本未被使用。我们预计，4季度政府债券融资在额度上仍有一定保障。如果企业和居民融资增长情况较好，政府融资增速可能继续趋于回落，但若以上两者总的融资增速下滑，政府融资增速也有条件保持韧性。企业融资在前期党中央、国务院一系列融资促进政策的引导下，增速继续提升至10%以上；但居民融资增速继续下滑，仍是后续“宽信用”亟待解决的重点问题。

从剩余流动性角度看，M2增速仍快于社融存量增速，二者缺口小幅收窄至1.5个百分点。以宽货币带动宽信用的局面没有根本改变，资金面总体上仍然比较宽松。银行存单利率有微小反弹，但还在近年来的低位。

图表 4.M2 增速继续高于社融、资金面微小收敛



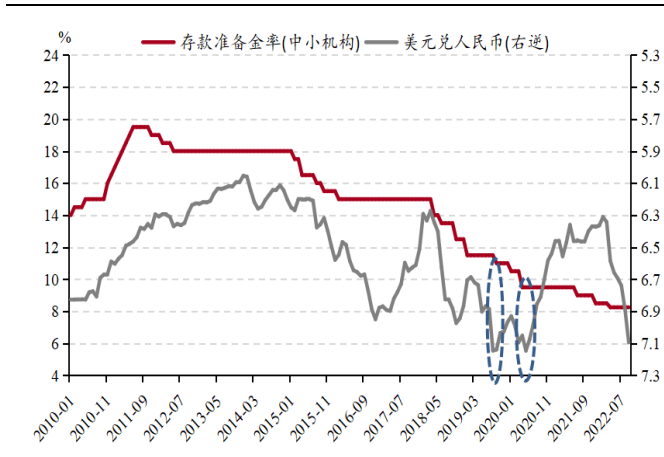
资料来源：万得，中银证券。

从9月份推出的设备更新贷款贴息及再贷款政策、下调公积金贷款利率、阶段性放宽部分城市首套房贷利率下限、重启PSL等工具来看，4季度“宽信用”政策导向仍然非常明确。9月7日国常会部署对薄弱领域设备更新改造给予2.5个百分点的中央财政贴息，申请截止年底，央行相应设立2000亿元以上额度专项再贷款。同时，阶段性放宽部分城市的首套房贷利率下限也将时间限定在今年4季度，可见政策面对4季度社融增长有比较明确的要求。

为配合“宽信用”政策，货币条件仍需保持合理充裕，但内外均衡也是需要考虑的因素。历史上，从人民币兑美元汇率接近或超过7.1条件下的货币政策操作来看，降准的可能性大于MLF降息。如下图所示，在人民币兑美元汇率接近或超过7.1的条件下，我国只在2020年疫情冲击最严重的阶段进行过MLF降息操作；但相似的汇率条件下，2019年9月我国在汇率突破7.1关口情况下也进行过降准。

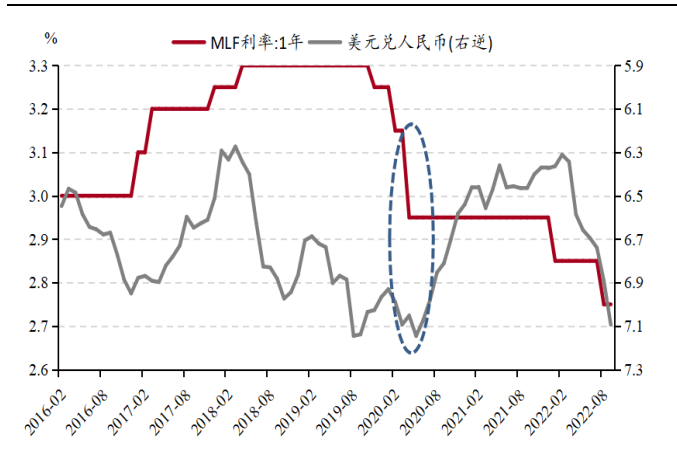
另外，央行在8、9月份都进行了MLF减量续作，累计缩量4000亿元，但其他公开市场操作则累计净投放5180亿元。这使长短期流动性结构有所变化，短期流动性相对净投放更多。但这与当前鼓励中长期社融投放的导向可能不完全匹配。因此，4季度仍存在降准25BP的可能性。

图表 5. 降准受汇率影响较小



资料来源：万得，中银证券。

图表 6. 降息受汇率影响较大



资料来源：万得，中银证券。

下一阶段利率的看点。下一阶段影响利率的主要因素包括资金面、楼市、社融增长，其中楼市景气是核心的内生变量。当前在政府、企业、居民三大部门融资中，居民融资增速是拖累项。楼市景气可以影响社融增长、进而影响债市资金面。十一假期高频数据显示，30城商品房成交继9月末反弹后，又明显回落，且落后于近年同期。但不排除这是购房者在观望有关房贷利率政策调整后，各地具体落地情况（“实际优惠力度”），4季度楼市景气仍存在一定的改善空间。但**考虑到货币条件应该对“宽信用”予以配合，长长期利率震荡的可能性要大于趋势反弹。**

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371