

宏观

证券研究报告

2022年10月13日

10月社融有望维持韧性

10月11日晚公布的9月金融数据依旧超预期：9月新增人民币贷款2.47万亿元（wind预期1.76万亿元），同比去年多增8108亿元，其中企业新增中长期贷款1.35万亿元，同比去年多增6540亿元，信贷结构继续好转。9月新增社融3.53万亿元（wind预期2.8万亿元），同比去年多增6245亿元。社融规模同比增速回升0.1个点至10.6%。

金融是实体的影子，金融数据的亮眼表现是国内经济继续修复带动实体融资需求好转的体现。第一，居民中长期贷款同比降幅收窄对应了地产销售弱修复。第二，企业中长期贷款和委托贷款的高增对应了基建投资增速的高增。第三，非地产基建类融资需求回升对应了制造业和批发零售业等行业的生产经营活动改善。

后续我们认为有这么几点可以关注。短期来看，我们认为9月金融数据总量和结构的好转具有可持续性，10月大概率不会出现类似于今年6月冲高后7月明显回落的现象。

中长期来看，我们则需要关注这么两点。第一，我们预计信贷增速和社融增速大概率会随着经济增速逐步下台阶。第二，我们再次强调信用周期与经济周期的领先滞后关系正在发生改变。

风险提示：关注国内疫情演变，关注后续基建的落地情况，关注海外地缘政治扰动

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

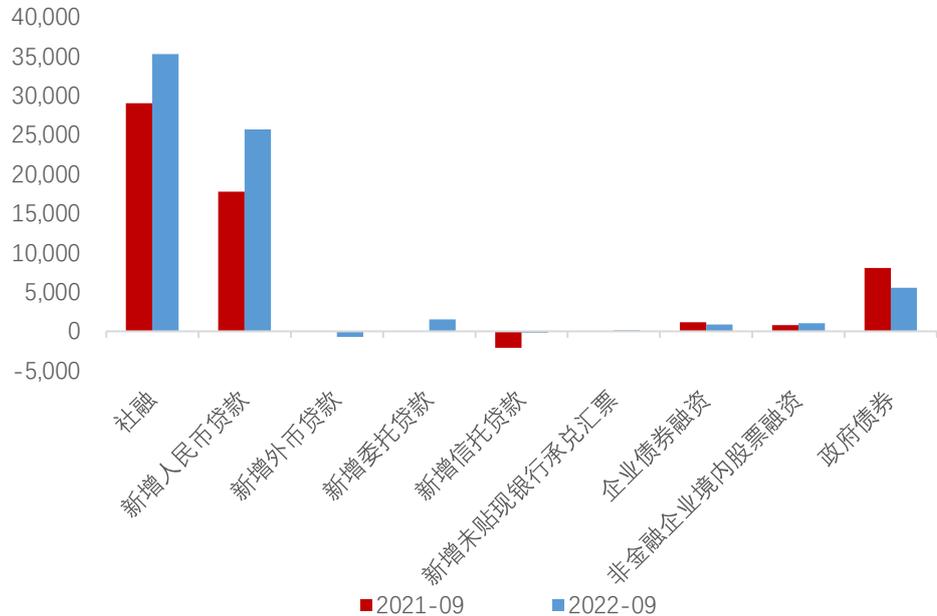
孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-A股位于便宜且相对超卖的区间内-10月第2周资产配置报告》2022-10-11
- 2 《宏观报告：欧洲经济的寒冬有多冷？-欧洲经济的寒冬有多冷？》2022-10-10
- 3 《宏观报告：宏观-经济是复苏还是衰退》2022-10-03

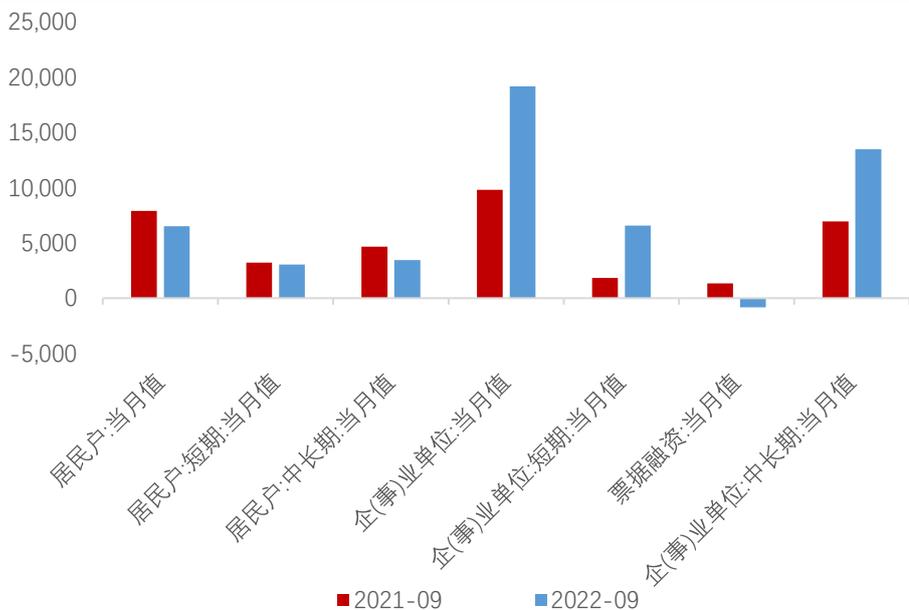
9月维持高位的票据利率以及准财政资金的快速下发（如第二笔资本金工具在9月发放规模就达到了3000亿¹）已经让市场对金融数据好转有了预期。但10月11日晚公布的9月金融数据依旧超预期：9月新增人民币贷款2.47万亿元（wind预期1.76万亿元），同比去年多增8108亿元，其中企业新增中长期贷款1.35万亿元，同比去年多增6540亿元，信贷结构继续好转。9月新增社融3.53万亿元（wind预期2.8万亿元），同比去年多增6245亿元。社融规模同比增速回升0.1个点至10.6%。

图1：社融分项一览（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：信贷分项一览（单位：亿元）

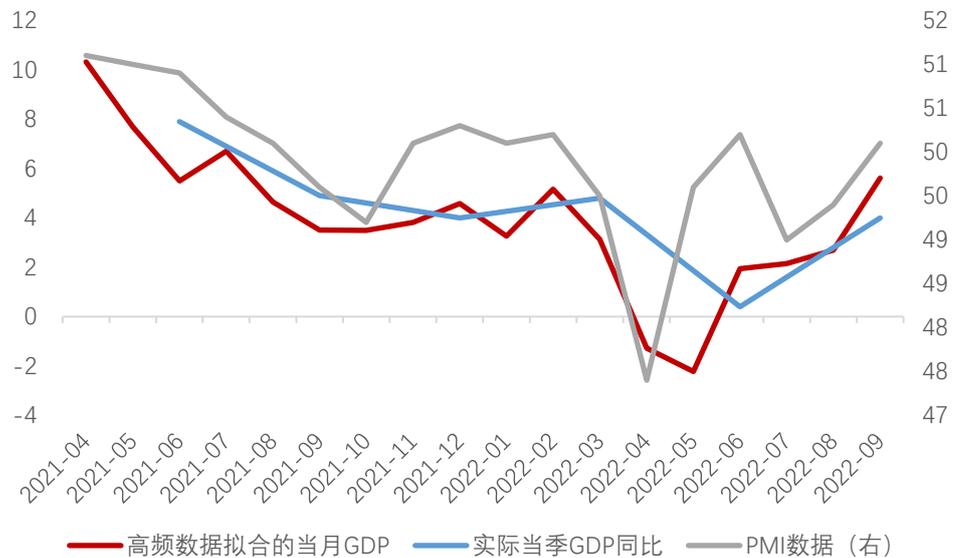


资料来源：wind，天风证券研究所

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/odzMn1MMZwUyLOC9pDLavw>

金融是实体的影子，实体融资需求改善对应了经济真实需求的恢复。基建进入新一轮投资和施工共振走强阶段，制造业和出口份额转移带来的正向循环，房地产（供给端）风险最大的时候过去等在 9 月金融数据中均有所体现（详见《经济是复苏还是衰退》）。

图 3：9 月经济明显好转（单位：%）

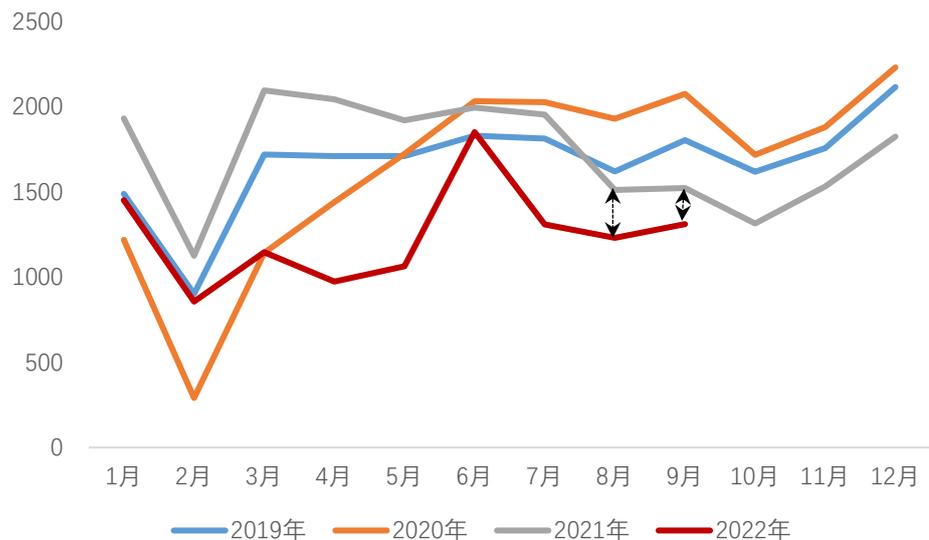


资料来源：wind，天风证券研究所（3 季度当季 GDP 为预测值）

第一，居民中长期贷款同比降幅收窄对应了地产销售弱修复。

9 月国内房地产销售市场延续了此前的弱修复行情，30 大中城市商品房成交面积先下后上，全月同比-13.9%，8 月同比-18.7%，同比降幅收窄。受此影响，虽然居民中长期贷款同比大增，但同比降幅收窄。9 月居民部门中长期贷款为 3456 亿元，同比减少 1211 亿元，8 月同比降幅为 1601 亿元。

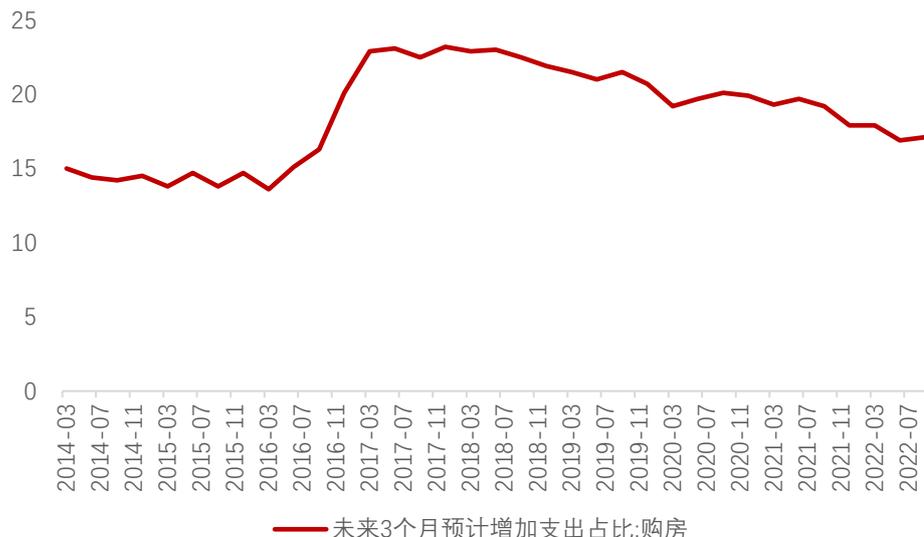
图 4：30 大中城市商品房销售面积环比修复（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

往后来看，年内地产销售大概率会延续此前的弱修复节奏。核心支撑点是地产政策对销售的支撑力度会进一步增强。9 月末，从阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限到下调首套住房公积金贷款利率再到换购住房个人所得税退税，国内政策稳地产、稳预期的态度明确。随着政策落地、购房成本下滑以及去年基数回落，我们认为后续房地产销售能延续弱企稳态势，对信贷的拖累也会减弱。

图 5：居民预计购房支出占比企稳（单位：%）



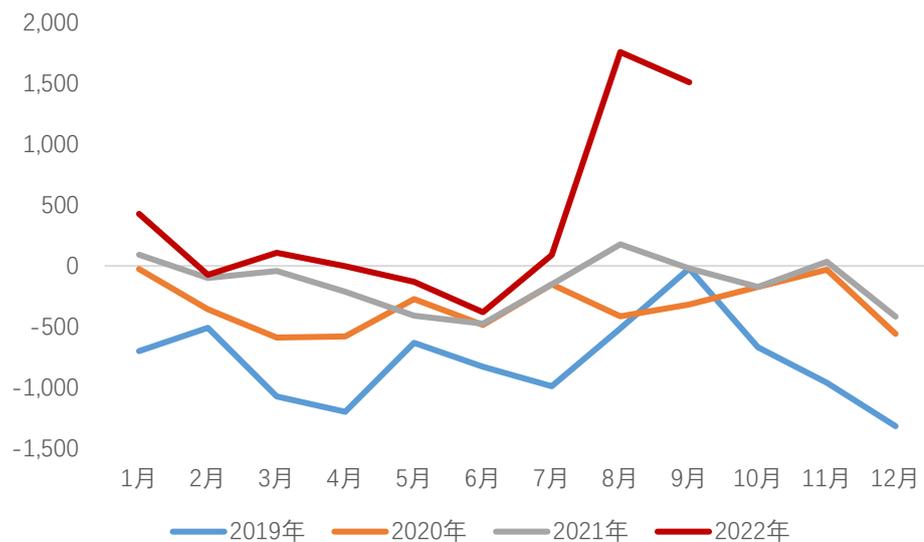
资料来源：wind，天风证券研究所

另外，房地产开发贷款也有望弱企稳。1-8 月房地产开发资金来源中，国内贷款累计同比下滑 27.4%，降幅相比于上个月收窄了 1 个百分点。9 月受地产政策频出，2000 亿的“保交楼”专项贷款等稳步下发等因素影响²，预计房地产融资环境有所改善。中指研究院数据显示 9 月房地产企业非银融资总额为 777.9 亿元，环比上升 13.3%³。

第二，企业中长期贷款和委托贷款的高增对应了基建投资增速的高增。

政策性金融工具加快落地推动委托贷款高增。8、9 月国内委托贷款分别为 1755 亿元和 1500 亿元，大幅超过此前几年均值。委托贷款高增是因为政策性开发性金融工具在投放时有部分资金会通过股东借款⁴（纳入委托贷款口径）的方式投向项目，这带动了近两个月委托贷款高增。往后来看，因为地方政府对资本金的需要依旧较高，第二笔政策性开发性金融工具的规模后续还有上行空间，预计 10 月委托贷款有望继续维持高位。

图 6：连续两个月高增的委托贷款（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

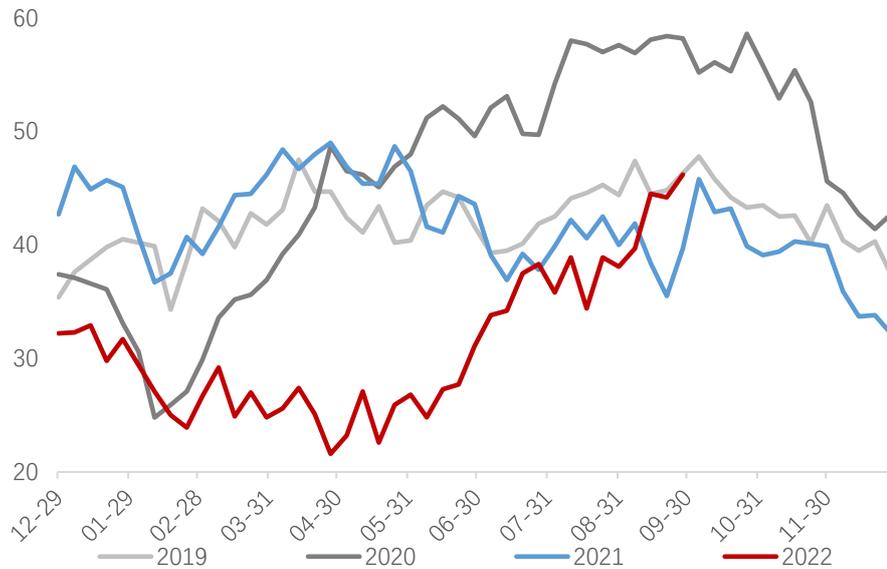
² <https://mp.weixin.qq.com/s/uKQnO2mab97AqtxlmtBUTw>

³

<https://m.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?share=wechat&show=wft&code=2E30CFC049F4&newsopenstyle=wind&lan=en&device=ios&fontsize=normal&related=true&version=22.8.1#8F784E874438EB37376E6DB2BBF17E76>

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/gO04bqTTG0NrOtf7xfq0mg>

图 7：石油沥青开工率持续回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

同时，基建也成为近期银行投放信贷资金的重要抓手。9月第二笔资本金工具加速落地，并撬动了更大规模的信贷资金。一般基建项目中资本金占比在20%左右⁵，考虑到政策性工具占资本金总额的比重不超过50%，结合农发行公布的数据⁶，预计政策性开发性金融工具资金占整个项目的比重在10%左右。这意味着已经投放6000亿资金能够撬动约6万亿左右的总项目资金，这在之后几个月里都会支撑银行信贷的投放。

央行三季度问卷调查也显示基础设施行业贷款需求指数从二季度的58.5%上行至三季度的61.3%。同时，基建贷款更偏向中长期贷款，基建融资需求回升也是企业信贷结构改善的重要原因之一。2022年上半年基建中长期贷款新增2.15万亿，占上半年企事业单位中长期贷款新增总量的35.2%，伴随着配套资金落地，预计9月银行投向基建的中长期贷款占比会明显高于35%，并对中长期贷款形成支撑。

第三，非地产基建类融资需求回升对应了制造业和批发零售业等行业的生产经营活动改善。

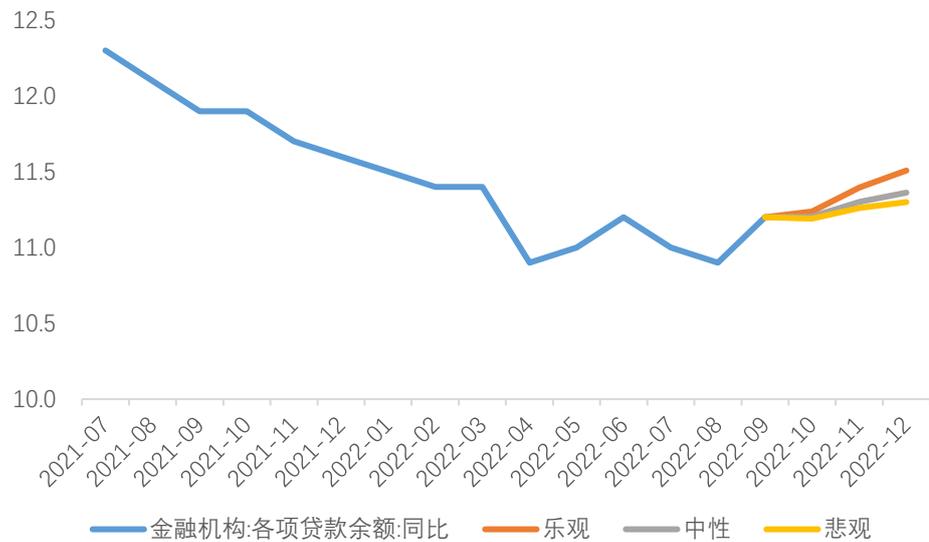
9月国内经济加速修复、上游成本下行对中下游企业提供了更大的利润空间（详见《经济是复苏还是衰退》），叠加信贷利率下滑（8月末企业贷款平均利率4.05%，为有统计以来最低值⁷），制造业等行业的融资需求在9月均有所回升。央行调查问卷显示，三季度制造业和批发零售业的贷款需求指数分别相比于二季度分别上涨0.9个和2.5个百分点。这些行业也对信贷总量和结构的好转形成支撑（上半年制造业中长期贷款同比增速为29.7%，预计三季度同比增速也在延续）。

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/8-G8A2RweDwdmYeisda_bA

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/-3T7o2CYFYPIMYxSoirgPQ>

⁷ https://mp.weixin.qq.com/s/OlrS7YO7KIK_1fH-XLRD2Q

图 9：信贷后续增速有望继续回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：中长期贷款增速有望企稳回升



资料来源：wind，天风证券研究所

第二，社融同比下行方向不变，但是韧性较强。

四季度社融最主要的拖累项目依旧是政府债。2021年10-12月，社融口径新增政府债2.6万亿，今年剩余政府债发行规模约1.4万亿（全年合计发行7.52万亿，包括2.65万亿国债，7200亿一般债，3.65万亿专项债和5000亿新增专项债，社融口径已发行5.9万亿）¹²，

¹² 关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告_滚动新闻_中国政府网 (www.gov.cn)
一般社融口径政府债融资低于当年（财政赤字+专项债）额度1700-2000亿元，在计算差额时，同样扣除

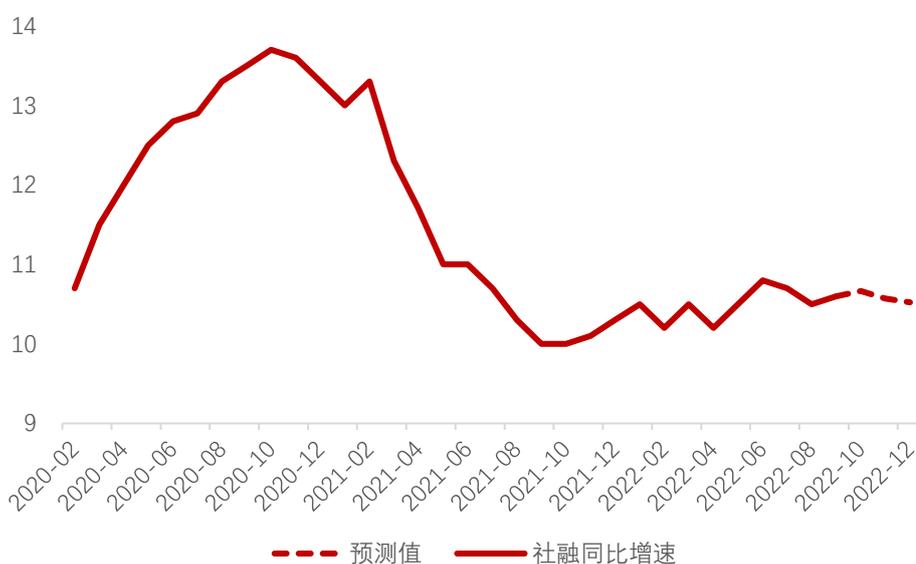
即四季度政府债同比少 1.2 万亿左右。节奏上，考虑到新增的 5000 亿专项债额度会集中在 10 月份下发，所以 10 月政府债拖累效应略弱，11、12 月则会更加明显。

除信贷外，委托贷款和信托贷款的支撑力度也不容易忽视。去年是资管新规过渡期的最后一年，信托贷款的压降力度明显，去年 4 季度信托贷款减少了 7804 亿元，但今年压降力度不大，1-9 月信托贷款月均降幅为 535 亿元，假设今年 4 季度的降幅和前三季度接近，预计今年 4 季度信托贷款将同比多增 6199 亿元。

委托贷款方面，目前政策性资本金工具依旧还有增量空间，假设后续投放规模为 2000 亿元，其中用于委托贷款的规模则在 1000 亿元左右（比例按照 9 月份投放 3000 亿，委托贷款增加 1500 亿来近似估算），去年 4 季度委托贷款下滑 554 亿元，预计今年 4 季度委托贷款同比多增 1500 亿元左右。这两项能够对社融形成明显支撑。

根据我们估算，全年社融增速大致能够落在 10.5% 左右，10 月因为 5000 亿专项债集中发行以及资本金工具的投放，社融同比增速则会维持在 10.6% 左右，或略有上行。

图 31：社融同比增速的估算（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

中长期来看，我们则需要关注这么两点。

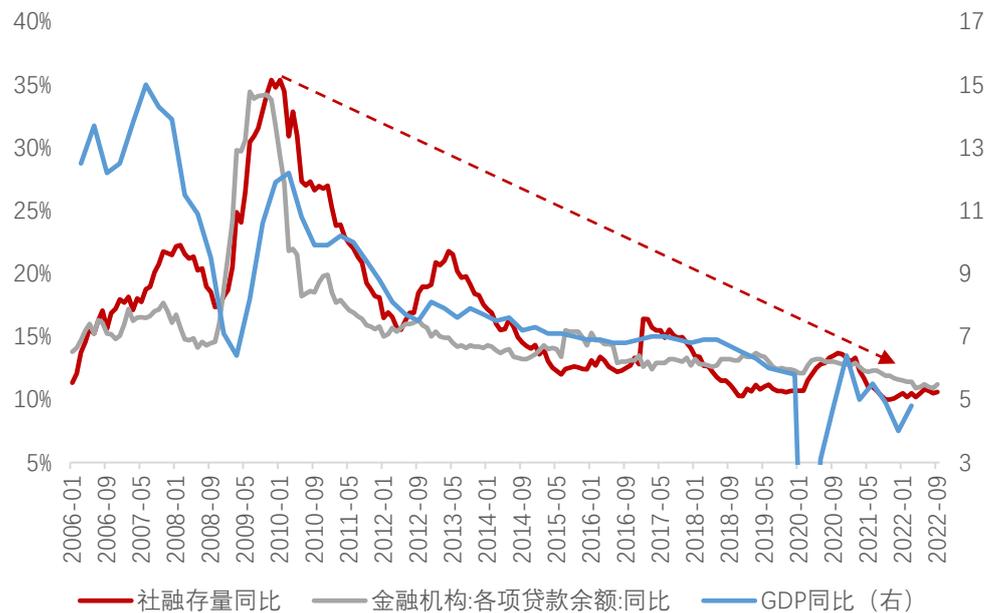
第一，我们预计信贷增速和社融增速大概率会随着经济增速逐步下台阶。

2008 年之后，以房地产和基建为载体，中国经济具有明显的负债驱动特征。在经济下行时期，通过政策刺激基建和地产，信贷增速快速走高并最终推动经济回升。对应于中国非金融部门杠杆率在过去十几年快速走高。但从历史走势上我们能够看到，国内经济、信贷和社融增速都在逐渐下台阶，且每一轮经济和信贷反弹的幅度在逐渐弱化。

以社融为例，在 2008 年，中国社融同比增速最高达到了 35.4%，反弹幅度达到 18 个百分点。2013 年高点为 21.8%，反弹幅度仅 6.2 个百分点。到了 2020 年，社融同比增速高点仅有 13.7%，振幅仅 3.1 个百分点。

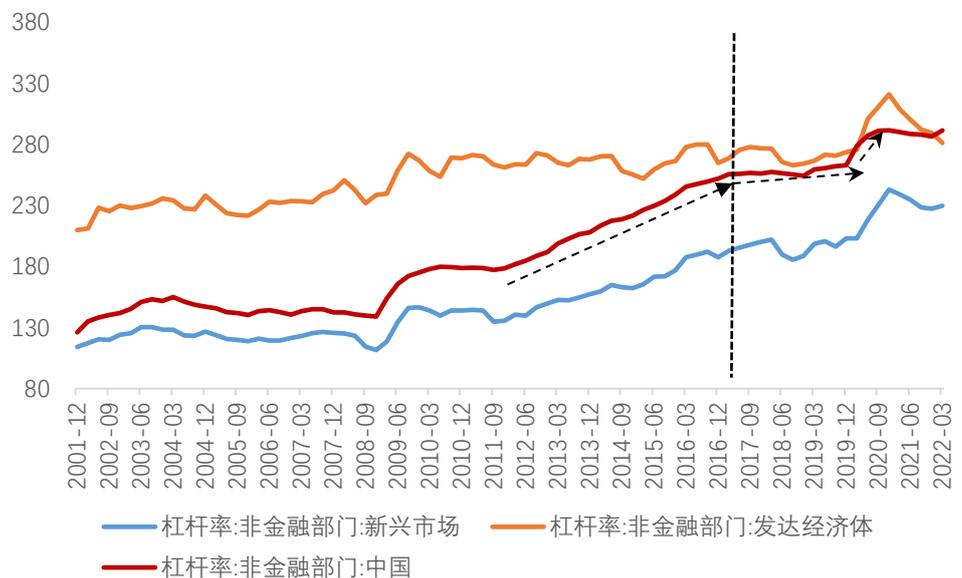
往后来看，经济与信贷、社融增速进一步下行，周期振幅收窄的特征还会延续。目前，中国杠杆率已经位于高位，叠加人口红利期结束，传统的负债驱动经济模式越发难以为继，在经济转型升级过程中，中国经济增速也会延续此前下行趋势。在“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的政策导向下，信贷和社融同比增速也会跟随经济增速逐渐下台阶。

图 42: 社融增速与经济增速下台阶



资料来源: wind, 天风证券研究所 (2021 年 GDP 使用 2 年平均同比, 2016 年之前数据使用每月新增数据倒推得到)

图 53: 中国非金融部门杠杆率已经接近发达经济体 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

第二，我们再次强调信用周期与经济周期的领先滞后关系正在发生改变。

在“融资-投资-经济”的模式下，以基建和房地产为载体，国内信用周期呈现出领先于经济周期的特征，一般社融同比增速大致领先于 GDP 同比增速 2 个季度左右。但是近年来随着经济进一步转型升级，地产进入下行周期以及基建对经济的支撑作用减弱，信贷周期领先经济周期的经验或将不再适用。

图 64：社融同比增速领先于 GDP 同比（左轴单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

一方面，随着政府杠杆走高，财政对基建撬动力度减弱，基建后续空间越发有限。一来考虑隐性债务后，中国政府债务水平已经不低。按照沈坤荣（2022）¹³的测算，2020 年地方政府隐性债务规模超过 21.7 万亿，地方政府隐性负债率超 21.3%。加上隐性负债，政府部门杠杆率或超过 60%。这也就限制了后续政府加杠杆的空间。

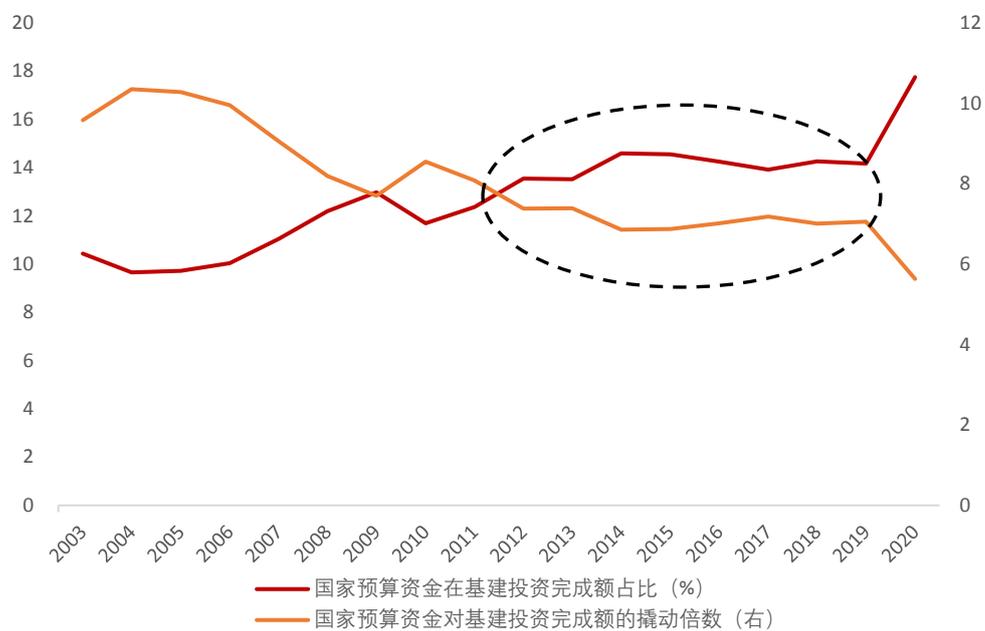
二来财政资金对社会资金的撬动能力逐渐减弱。受地方隐性债务监力度不断加强等因素影响，基建对信贷的撬动作用逐年减弱，按照基建资金来源估算，国家预算资金对基建投资完成额的撬动倍数从 2014-2019 年的 7 倍左右下滑至 2020 年的 5.6 倍。财政预算资金撬动杠杆率的下滑就意味着基建后续对信贷周期的拉动作用会逐渐减弱。

另一方面，房地产对信贷的撬动作用也在减弱。需求方面，随着人口红利期过去、城镇化进程放缓、人均住房面积已经较高等，后续房地产销售将进一步下滑。供给方面，在本轮地产调整之后，传统“高杠杆-快周转”的地产投资开发模式预计会逐步退出历史舞台，且在经历这一轮地产冲击之后，后续监管对预售资金的管理会更加规范，房企在开发投资时也会更和合理，这也会使得地产对信贷的撬动力减弱。

换言之，此前信用周期之所以能够领先经济周期，核心在于经济很大程度上是依靠负债加杠杆驱动的，但随着地产和基建负债加杠杆的能力下滑，信贷周期领先经济周期的经验也会逐渐不再适用。

¹³沈坤荣,施宇.地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估[J].经济动态,2022(07):16-30.

图 75：财政资金的撬动倍数降低



资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com