

金融数据“暖风”或吹开市场“冷气”

——东海看数据之：9月金融数据

证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

lsjia@longone.com.cn

投资要点：

- **事件：**10月11日，央行发布9月金融数据。9月M2同比12.1%，Wind一致预期11.9%，前值12.2%；新增人民币贷款2.47万亿元，Wind一致预期1.76万亿元，前值为1.25万亿元。新增社会融资规模3.53万亿元，Wind一致预期2.8万亿元，前值为2.43万亿元。社融存量增速升至10.6%，前值10.5%。
- **信贷、社融超预期，先行指标向上运行。**9月金融数据“暖风吹”，当月新增人民币贷款2.47万亿元、社会融资规模3.53万亿元，均超预期、超季节性。预计在政策支持下四季度的金融数据仍会有不俗表现，我国金融周期处于周期的上行阶段。金融周期一般领先经济周期，M1增速经常领先股市。目前金融周期、M1增速趋势向上，可能是下一阶段经济和市场走势好转的一个预示。
- **企业中长期贷款高增的预示意义较大。**企业中长期贷款新增13488亿元，同比多增6540亿元，说明实体经济的资金需求在增加，估计下一阶段会逐步反映在经济数据上。企业中长期贷款余额增速与制造业PMI具有较好的相关性。制造业PMI在4月见底后，已逐步回升至荣枯线以上，企业中长期贷款余额增速从趋势上看也已拐头向上，未来制造业及基建投资共同带动下，融资需求的增长有望延续。往后看，一方面政策性金融工具撬动的中长期贷款有望继续发力，另一方面，四季度即将落实的2000亿元设备更新改造专项再贷款将形成合力，预计企业中长期贷款将继续保持高增。企业中长期贷款不仅与经济指标有较好相关性，与股市走势也有比较好的相关性，股市趋稳向上的概率也在增加。
- **房地产边际改善的可能性提高。**9月当月居民中长期贷款新增3456亿元，同比少增1211亿元，少增幅度连续两个月收窄，边际上有所改善。政策组合拳发力下，地产销售有望企稳回升。从30大中城市商品房成交面积同比增速来看，9月降幅已收窄至-13.58%。在房贷利率下调、购房政策放松、税费优惠、保交楼政策等组合拳的共同作用下，居民购房的信心有望逐步回暖，地产销售可能会企稳。虽然居民中长期贷款四季度未必能扭转弱于去年同期的局面，但边际改善有望延续，房地产对经济的拖累可能会有所缓解。
- **金融数据“暖风”或带来权益投资机会。**自7月上旬以来，国内外多重不利因素导致预期较弱，市场整体调整较多。9月金融数据总量以及结构的双双超预期，可能会矫正原来过弱的预期，带给市场乐观的信心。从目前情况看，金融数据趋势大概率会延续，整体经济情况可能会有好转。前期，市场对国内外不利因素的预期可能已经得到较大释放，A股总体上已经有较好的投资价值，从股市3年左右的周期来看总体上升的可能性也较大，借助金融数据暖风，市场配置的窗口期可能已经显现。
- **风险提示：**1) 疫情反复可能会超预期，房地产行业不确定性还比较大，消费恢复很可能会不及预期，出口增速下行风险在加大，经济增速可能会不及预期，进而影响市场风险偏好，带来市场的震荡反复。2) 海外货币政策可能会超预期收紧，全球特别是欧洲金融市场已经有一些不稳定因素显现，可能会改变市场预期和全球资金流向，进而直接影响北向资金流向和国内市场情绪。3) 国际局势演进存在较大不确定性，俄乌危机存在超预期发展可能，并带来市场不稳定性。4) 中美关系不确定性也可能影响我国经济和市场情绪。

正文目录

1. 信贷、社融超预期，先行指标向上运行	4
2. 企业中长期贷款高增的预示意义较大.....	6
3. 房地产边际改善的可能性提高	7
4. 金融数据“暖风”或带来权益投资机会.....	8
5. 风险提示	9

图表目录

图 1 9 月新增人民币贷款, 亿元	4
图 2 9 月新增社会融资规模, 亿元.....	4
图 3 M1 增速与 GDP 增速, %.....	5
图 4 M1 增速与上证综指, %, 点.....	5
图 5 M2-M1 同比增速剪刀差, %, %.....	6
图 6 企业贷款是 9 月人民币贷款重要贡献项, 亿元.....	6
图 7 经我们测算的制造业及基建投资当月同比, %	6
图 8 新增企业中长期贷款增速与制造业 PMI, %, %	7
图 9 新增企业中长期贷款增速与股指, %, 点.....	7
图 10 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	8
图 11 30 大中城市商品房成交面积有所上升, 万平方米.....	8

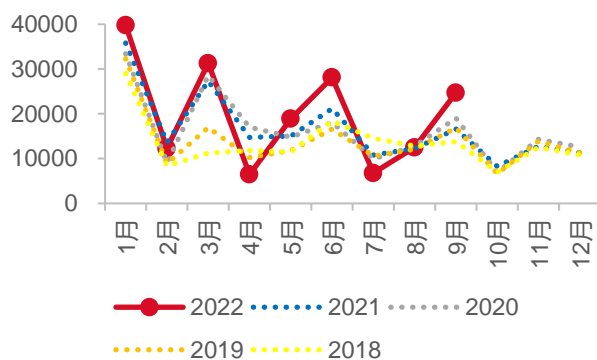
事件：10月11日，央行发布9月金融数据。9月M2同比12.1%，Wind一致预期11.9%，前值12.2%；新增人民币贷款2.47万亿元，Wind一致预期1.76万亿元，前值为1.25万亿元。新增社会融资规模3.53万亿元，Wind一致预期2.8万亿元，前值为2.43万亿元。社融存量增速升至10.6%，前值10.5%。

1. 信贷、社融超预期，先行指标向上运行

9月，信贷、社融均超出市场预期，当月新增人民币贷款2.47万亿元，近五年同期均值1.58万亿元；社会融资规模3.53万亿元，近五年同期均值2.75万亿元，均超季节性。一方面，体现了在一系列稳增长政策推动下实体融资需求的回暖，尤其是以基建为代表；另一方面，也可能预示经济恢复的基本面可能好于市场预期，实体经济对资金的需求在增加。

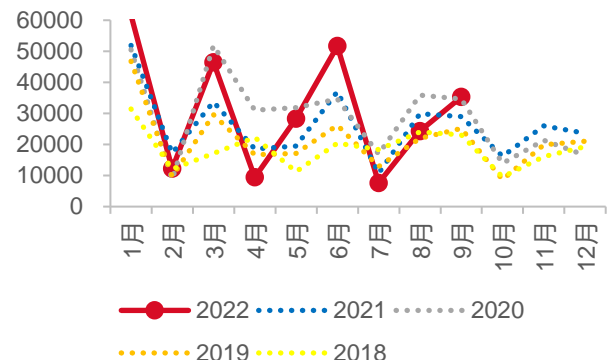
当前，金融支持实体经济发展的力度比较大，估计四季度信贷、社融仍将保持相对较高增速。一方面政策性金融工具撬动的中长期贷款有望继续发力，根据农发行前期披露的900亿元撬动万亿元基建投资的杠杆比例粗略推算，年内可推动基建方面的贷款在万亿元以上；另一方面，四季度即将落实的2000亿元设备更新改造专项再贷款也将有效促进实体企业增加投资。预计企业中长期贷款将继续保持高增，实体企业的融资需求将有望继续回暖。

图1 9月新增人民币贷款，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图2 9月新增社会融资规模，亿元

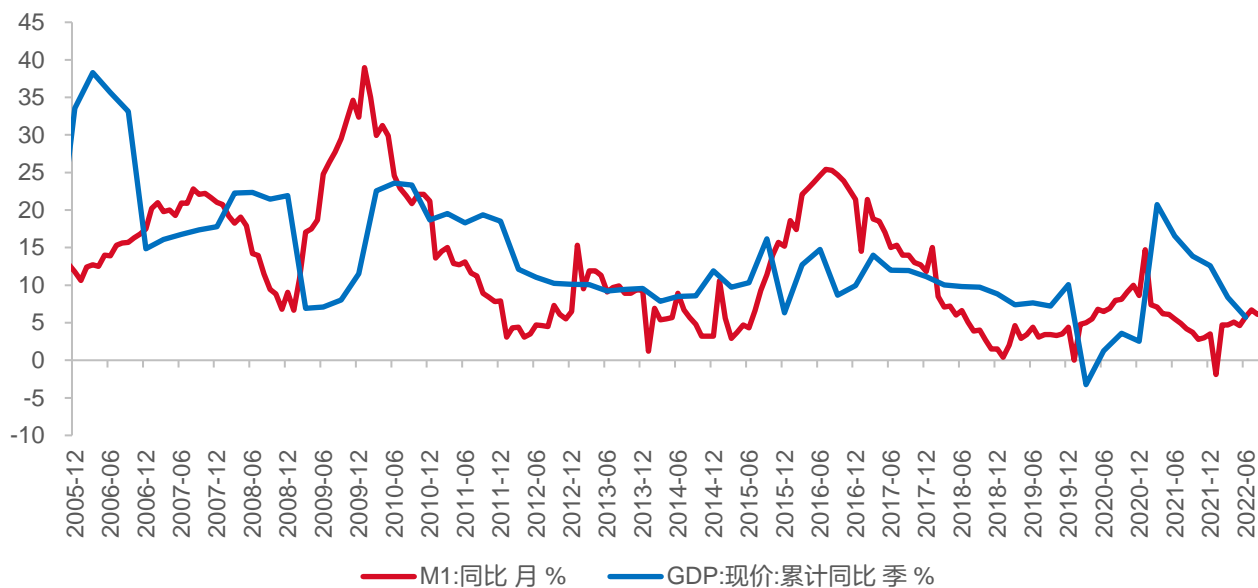


资料来源：央行，东海证券研究所

从3年左右的基钦周期来看，金融周期一般领先于经济周期。目前，我国金融周期稳步向上。M1增速、M2增速和社会融资规模存量增速分别在2022年1月、2021年8月和10月见到周期性低点，目前均处于向上运行阶段。从历史经验看，未来经济周期也有望继续恢复。

复盘历史数据，M1增速通常存在一个3-4年的小周期，并略领先于股市。M1增速作为先行指标，对上证综指存在一定的预见性。本轮M1增速已于1月到达本轮周期底部后出现反转，A股短期受国内疫情、高温限电以及外部环境变化复杂的影响三季度再次下探，但一些不利因素的影响已经消除或在边际弱化。

图3 M1 增速与 GDP 增速, %



资料来源: 央行, 国家统计局, 东海证券研究所

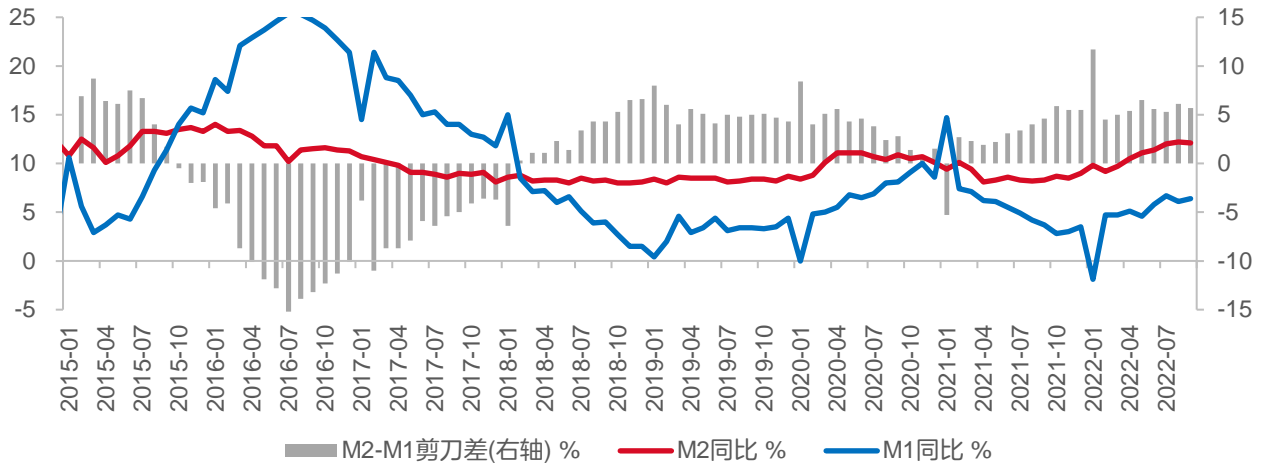
图4 M1 增速与上证综指, %, 点



资料来源: 央行, iFinD, 东海证券研究所

M1、M2 剪刀差缩小, 企业经济活力可能有所上升。9月末, M2 同比 12.1%, 前值 12.2%; M1 同比 6.4%, 前值 6.1%。信贷投放加速支持下, 居民和企业存款保持高增, 但政府债券融资减少, 两者共同作用下 M2 增速小幅回落, 但仍维持高位, 而 M1 增速回升, M2 与 M1 剪刀差收窄, 经济活力可能有所增强。

图5 M2-M1 同比增速剪刀差, %, %



资料来源：央行，东海证券研究所

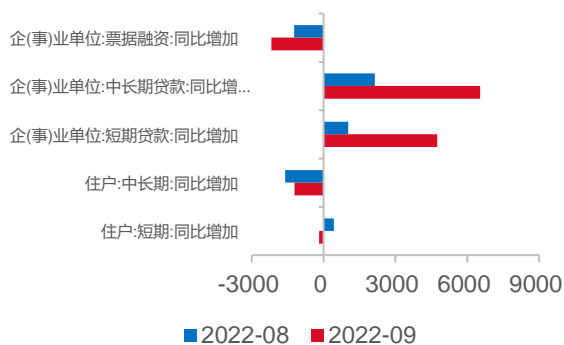
2. 企业中长期贷款高增的预示意义较大

除总量超预期外，信贷结构也有明显改善。9月人民币贷款中，企业贷款新增1.92万亿元，同比大幅多增9370亿元，前值1787亿元。其中短期贷款新增6567亿元，同比多增4741亿元，前值1028亿元；中长期贷款新增13488亿元，同比多增6540亿元，前值2138亿元。我们认为企业中长期贷款的高增，反映了前期一系列关于基建资金方面的支持措施正在落地生效。其中包括8000亿元的新增基建信贷额度，前后两次共计6000亿元的政策性金融工具的投放（社融中委托贷款的连续两月高增可能正反映出这点）等措施。往后看，随着国家支持实体经济的政策措施进一步落实，估计四季度资金的投资需求可能仍会保持较高水平。

企业中长期贷款增速的高低，代表企业是否愿意加杠杆，背后反映的是实体融资需求的强弱，与制造业PMI代表的经济景气度具有较好的相关性。制造业PMI在4月见底后，已逐步回升至荣枯线以上，企业中长期贷款余额增速从趋势上看也已拐头向上，未来制造业及基建投资共同带动下，融资需求的增长有望延续。

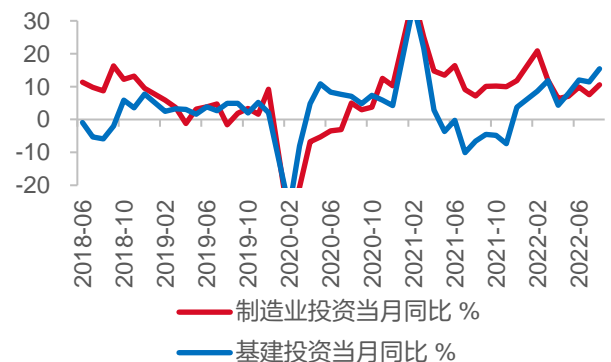
企业中长期贷款不仅与经济指标有较好相关性，与股市走势也有比较好的相关性。自2011年以来，企业中长期贷款增速与Wind全A指数月均值整体同步性较高，对市场未来走势也有一定的预示性。

图6 企业贷款是9月人民币贷款重要贡献项, 亿元



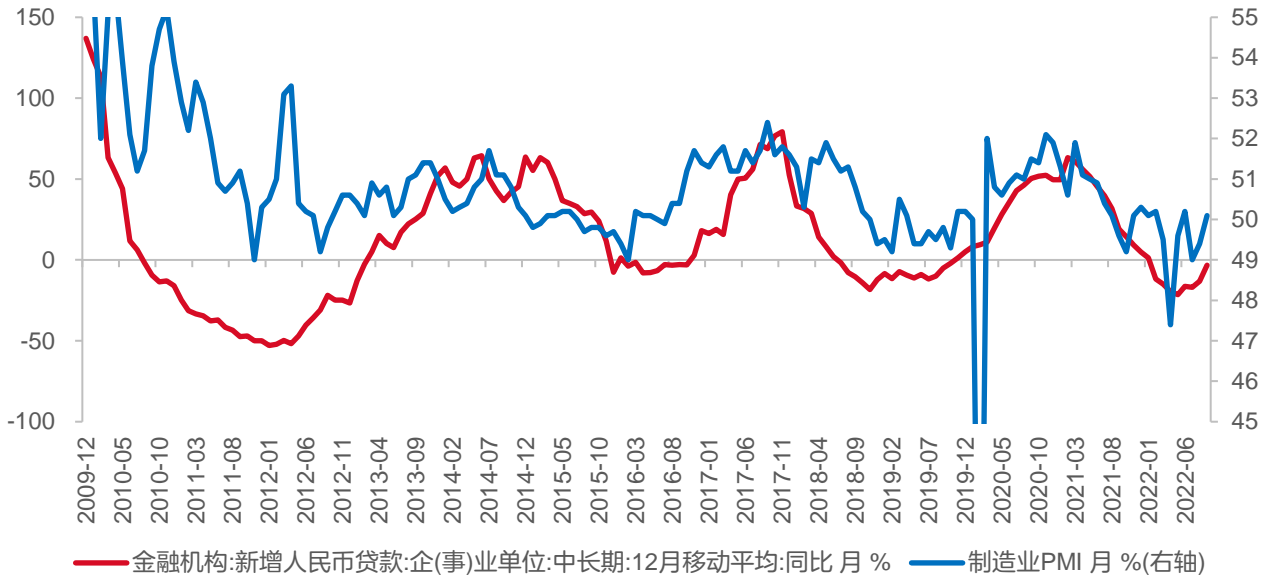
资料来源：央行，东海证券研究所

图7 经我们测算的制造业及基建投资当月同比, %



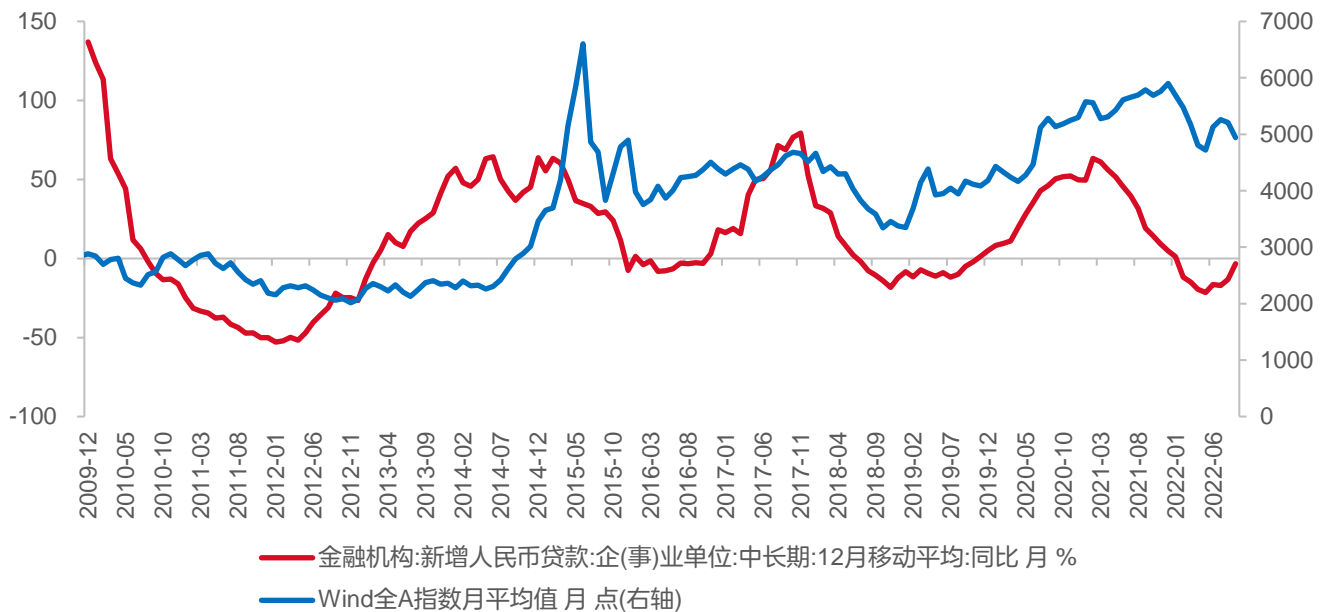
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 新增企业中长期贷款增速与制造业 PMI, %, %



资料来源:央行, 国家统计局, 东海证券研究所

图9 新增企业中长期贷款增速与股指, %, 点



资料来源:央行, Wind, 东海证券研究所

3. 房地产边际改善的可能性提高

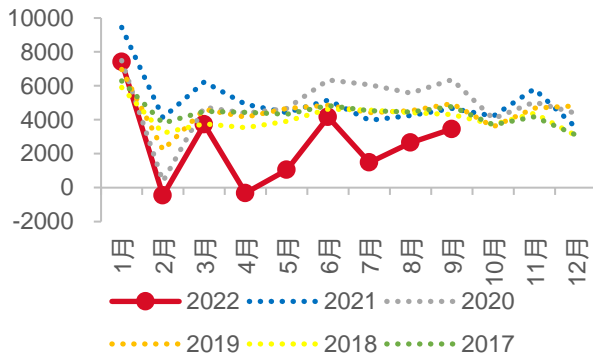
居民中长期贷款边际改善。9月当月居民贷款新增6503亿元, 同比少增1383亿元。其中, 居民中长期贷款新增3456亿元, 同比少增1211亿元, 虽然仍弱于去年同期, 但回升速度较快, 少增幅度连续两个月收窄, 边际改善明显。

政策组合拳发力下, 预计地产销售有望企稳回升。从统计局公布的商品房销售面积同比增速来看, 7月(-22.88%)、8月(-22.58%)两月已连续收窄; 从更高频的30大中城市商品房成交面积同比增速来看, 9月降幅已收窄至-13.58%。9月下旬, 政策组合拳继续发力: 1) 9月29日, 央行、银保监会发布通知, 对2022年6-8月新建商品住宅价格环

比、同比均连续下降的城市，可于 2022 年底前阶段性放宽首套住房商贷款利率下限。2) 9 月 30 日，央行决定下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点。3) 9 月 30 日，财政部、税务总局发布公告，自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，实行个人所得税予以退税优惠。

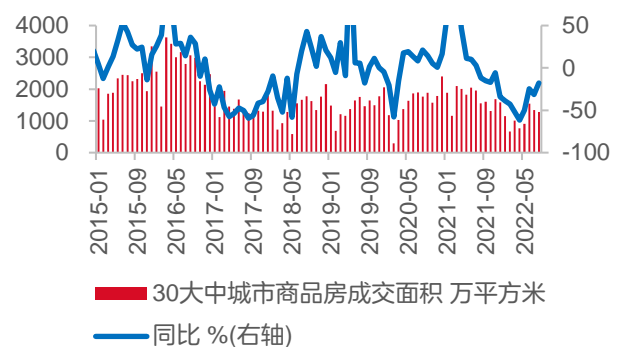
在房贷利率下调、购房政策放松、税费优惠、保交楼政策等组合拳的共同作用下，居民购房的信心有望逐步回暖，地产销售可能会企稳。虽然居民中长期贷款四季度未必能扭转弱于去年同期的局面，但边际改善的可能性较大。

图10 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图11 30大中城市商品房成交面积有所上升，万平方米



资料来源：iFinD，东海证券研究所

4.金融数据“暖风”或带来权益投资机会

A 股市场自 7 月上旬以来市场整体调整较多，国内有疫情影响消费，极端天气导致部分地区高温限电影响生产；海外有高通胀背景下欧美货币政策的超预期收紧对全球风险资产形成压制，俄乌冲突升级等多重不利因素影响，导致预期较弱，市场对国内经济增长相对悲观。

9 月金融数据总量以及结构的双双超预期，可能是经济趋稳好转的一个先行指标。虽然四季度政府债券融资面临高基数的影响，但 5000 亿元专项债结存限额将会有一定支撑，同时中长期贷款增长的趋势大概率会延续，整体经济情况正逐渐好转。而从政策层面来看，仍然以呵护国内经济增长为主，宽信用初见成效，宽货币或将延续，降准降息仍有可能。

国内疫情方面，受国庆人员流动增多等影响，有所反弹，但精准防疫政策下，近几日新增确诊人数已呈现回落。总体来看，疫情的趋势是向下的，影响也在边际弱化。10 月 13 日，国务院联防联控机制就科学精准做好疫情防控有关情况举行发布会。在回答关于中秋和国庆前后的防控政策措施是否在 10 月 31 日后延续时，国家疾控局传防司司长、一级巡视员雷正龙表示，下一步将在坚持“动态清零”总方针前提下，在评估措施效果的基础上，结合国内外疫情防控形势和病毒变异等因素，持续完善优化疫情防控政策，统筹好疫情防控和经济社会发展。相信我国将坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针，不断提高疫情防控的精准性和科学性。

同时，市场对海外快速加息已经有较充分预期，市场也已有较大幅度的下跌，利空情绪得到一定释放。

目前 A 股总体上已经有较好的投资价值，从股债比来看股市的投资价值也在提高，从股市 3 年左右的周期来看中长周期上升的可能性较大。我们认为在前期利空因素得到较大释放的情况下，借助金融数据暖风，市场配置的窗口期可能已经显现。

5.风险提示

1) 疫情反复可能会超预期，房地产行业不确定性还比较大，消费恢复很可能会不及预期，出口增速下行风险在加大，经济增速可能会不及预期，进而影响市场风险偏好，带来市场的震荡反复。

2) 海外货币政策可能会超预期收紧，全球特别是欧洲金融市场已经有一些不稳定因素显现，可能会改变市场预期和全球资金流向，进而直接影响北向资金流向和国内市场情绪。

3) 国际局势演进存在较大不确定性，俄乌危机存在超预期发展可能，并带来市场不稳定性。

4) 中美关系不确定性也可能会影响我国经济和市场情绪。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089