

增量工具发力显效

——2022 年 9 月金融数据点评

9 月我国新增社融 3.53 万亿（预期 2.80 万亿），较去年同期多增 6,274 亿；新增人民币贷款 2.47 万亿（预期 1.76 万亿），较去年同期多增 8,100 亿；M2 同比增长 12.1%（预期 11.9%）。

一、信贷：总量超预期，结构仍存忧

9 月新增信贷远超预期，贷款表现亮眼，票据规模收缩。新增人民币贷款同比大幅多增 8,100 亿，其中中长期贷款同比多增 5,329 亿，短期贷款同比多增 4,560 亿，票据融资同比少增 2,180 亿。

企业中长贷超季节性回暖，主要来自增量工具的直接助推及其撬动作用。6 月以来，国务院陆续部署调增政策性银行信贷额度 8,000 亿元、启动 2,000 亿“保交楼”专项借款及新增 6,000 亿政策性开发性金融工具等举措，刺激基建、房地产和制造业项目的融资需求释放。9 月非金融企业贷款新增 19,173 亿，同比多增 9,370 亿，环比多增 10,423 亿。其中中长贷当月新增 13,488 亿，同比多增 6,540 亿，环比多增 6,135 亿；短贷新增 6,567 亿，同比多增 4,741 亿，环比多增 6,688 亿；表内票据融资减少 827 亿，同比少增 2,180 亿，受贷款回升影响，票据利率上行，融资量回落。

居民贷款仍然疲弱，收入前景不明叠加房地产市场信心不足，导致居民资产负债表持续收缩。9 月新增居民贷款 6,503 亿，同比少增 1,383 亿，持续同比负增长。其中，居民短贷同比少增 181 亿，居民消费意愿再次小幅回落；居民中长贷同比少增 1,211 亿，购房意愿持续低迷，30 大中城市商品房成交面积已连续 16 个月负增长。

二、社融：信贷和非标仍是主要支撑

9 月新增社融 **3.53 万亿**，环比大幅多增 **1.1 万亿**，同比大幅多增 **6,274 亿**，大超市场预期，存量同比增速提升 **0.1pct** 至 **10.6%**。从结构上看，信贷是社融的主力支撑，非标融资韧性仍存，同时政府和企业债券融资的拖累大幅收窄。

一是受资本金投放撬动基建融资、增量工具借道委托贷款的拉动，非标融资表现积极。非标融资当月增加 **1,449 亿**，环比少增 **3,319 亿**，但同比仍多增 **3,555 亿**。其中，未贴现银行承兑汇票增加 **134 亿**，同比多增 **120 亿**；信托贷款减少 **192 亿**，同比大幅少减 **1,906 亿**；委托贷款增加 **1,507 亿**，同比大幅多增 **1,529 亿**。票据融资缩减的同时，未贴现票据规模未显著走扩，指向企业总体融资状况边际改善；在新规影响边际弱化的背景下，信托贷款回暖源自专项债撬动的基建项目配套融资需求释放，委托贷款增长或受益于政策性开发性金融工具的落地。

二是随着新增专项债结存限额使用和政策性开发性金融工具落地，政府融资对社融的拖累收窄。9 月新增政府债融资 **5,525 亿**，受去年高基数影响，同比少增 **2,541 亿**。8 月 24 日国常会部署的 **5,000 亿元** 专项债结存限额和 **3,000 亿元** 政策性开发性金融工具要求在 10 月底前加速落实，拉动 9 月政府债融资环比多增 **2,480 亿**。

三是低基数效应削弱企业债券对社融的拖累，但企业中长贷大幅扩张或对债券融资形成一定挤出。9 月新增企业债券融资 **876 亿**，同比仍少增 **271 亿**，但少增幅度相较二季度已大幅缩窄。

四是受进口持续疲弱和美元加息的双重影响，外币贷款继续收缩。9 月新增外币贷款融资减少 **713 亿**，同比少增 **694 亿**。

三、货币：广义流动性盈余边际收窄，货币活化程度改善

9 月 M2 同比增速小幅回落 0.1pct 至 12.1%，仍维持较高水平，主要受信贷扩张支撑。公共部门融资加快、支出速度边际放缓，导致财政存款同比少减 231 亿，小幅拖累 M2。私人部门储蓄意愿较高，企业存款同比多增 2,457 亿，指向企业资本开支意愿仍然不足；居民存款同比多增 3,232 亿，一方面疫情反复限制消费场景、购房支出低迷，另一方面居民资产配置风险偏好下降。央行三季度储户意愿调查显示 58.1% 的储户倾向于更多储蓄，处于近年高位。

M2 同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅收窄 0.2pct 至 1.5pct，仍然处于高位。9 月资金利率中枢小幅抬升，流动性整体维持宽松，商业银行“资产荒”格局有所缓解。受基数效应影响，M1 同比增速小幅反弹 0.3pct 至 6.4%，“M2-M1”增速剪刀差收窄 0.5pct 至 5.7%，货币活化程度有所改善，但仍处于低位。

四、债市影响：收益率小幅上行

9 月社融数据发布后，债券收益率小幅上行，10 年期国债和国开债活跃券分别成交在 2.75% 和 2.93%。9 月至今，收益率曲线陡峭化上行，但中枢仍保持在历史偏低水平，1 年期和 10 年期国债收益率分别上行 5bp 和 12bp 至 1.79% 和 2.74%，主要有两方面原因：

从流动性方面看，尽管资金面仍保持合理充裕，但货币市场利率水平较前期略有提高，9 月以来 DR001 和 DR007 利率中枢分别为 1.29% 和 1.58%，较上月中枢增长 16-17bp。由于前期利率下行快、利差压缩幅度大，在货币市场利率小幅反弹情况下，难以支撑债券收益率进一步下行。

从市场预期方面看，近期稳增长政策频繁出台，包括：新增设备更新改造再贷款工具，新增中小微企业、个体工商户的减税降费政策，提出交通运输费用减免政策和交通物流专项再贷款，增加缓收行政事业收费和保证金政策等。市场对于经济回暖预期升温，导致 9 月中下旬收益率快速上行，5 年和 10 年期国开债收益率整体上行约 10bp 至 2.66% 和 2.93%。

五、前瞻：增量政策工具发力显效

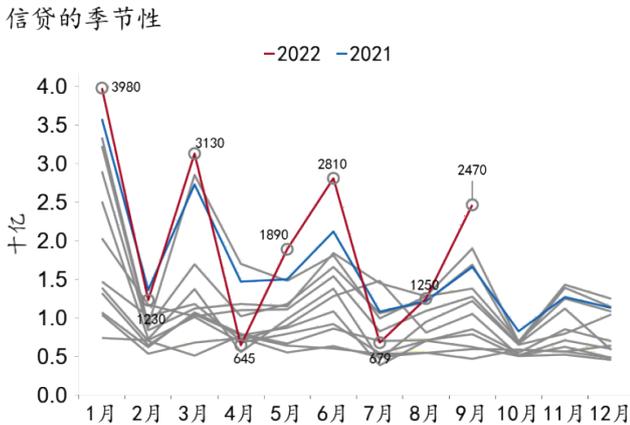
总体而言，9 月增量工具落地助推信贷和社融，但私人部门信心仍待恢复。目前增量工具在信贷供给端发力明显，直接拉动企业中长贷、表外融资和政府债券融资，但效果能否持续仍有待观察。政策对融资需求的杠杆作用仍受私人部门弱预期约束，企业资本开支谨慎、居民购房意愿低迷，银行“资产荒”格局仍将延续。

前瞻地看，四季度社融仍将受“稳增长”政策支撑，包括增加 2,000 亿元设备更新改造再贷款、支持各类行业债券 7,000 亿元等。但经济弱复苏、私人部门资产负债表收缩，叠加房地产市场承压，广义流动性盈余仍将持续。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 牛梦琦 王天程 张巧栩)

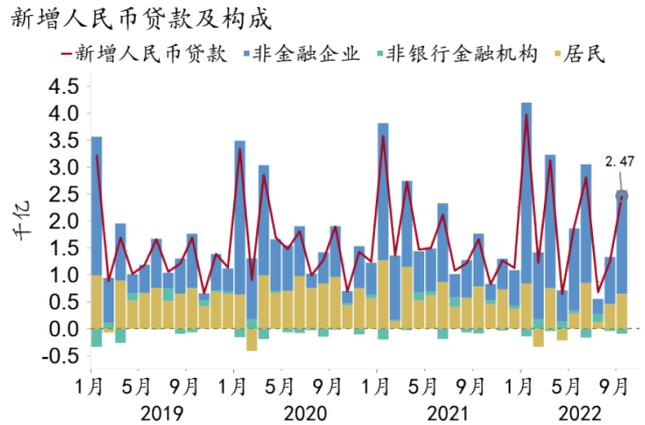
附录

图 1：9 月信贷增量大幅超越季节性



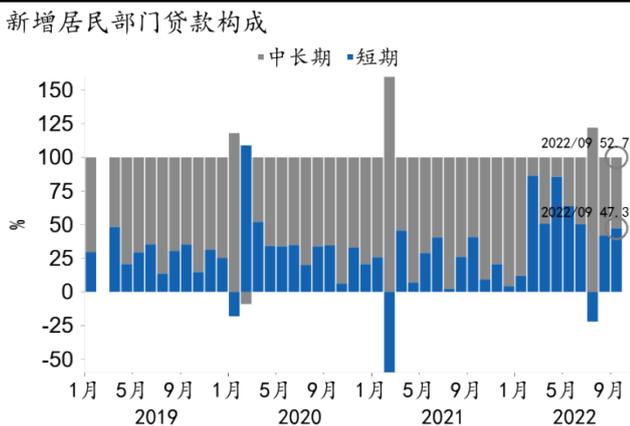
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



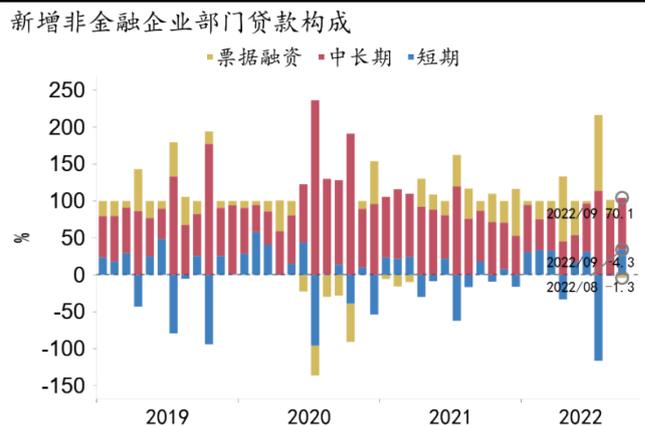
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比



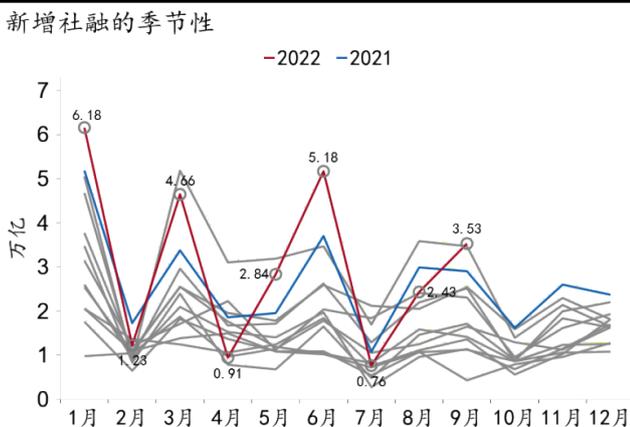
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比



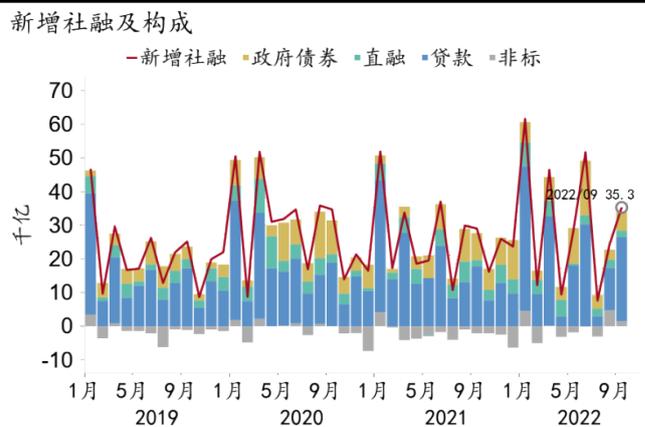
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：9 月社融显著强于季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：信贷和非标仍是社融主要支撑项



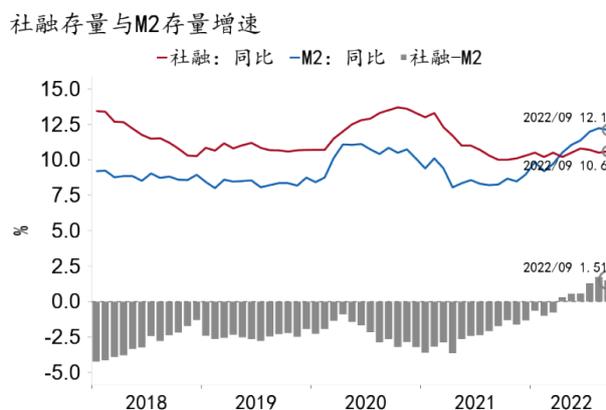
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 7：9 月 M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：广义流动性盈余收窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院