

社融总量继续回升 宽松持续 降准可期

2022年9月金融数据点评

核心内容：

分析师

- **社会融资继续好转** 9月份社融总体数量环比上行，贷款比8月份大幅回升，委托贷款和未贴现的承兑汇票回升。说明对比8月份情况来看，实体经济有所恢复，融资需求上行，主要原因在于：(1)政策层面稳增长措施继续进行，新增政策性银行金融债等支持房地产和基建资金下放；(2)房地产商出现小幅的恢复，或者实体经济在政策扶持下小幅恢复，表现为委托贷款和未贴现的承兑汇票回升。
- **社会融资在4季度继续上行** 整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的效果，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。但要注意到，9月份社融总量回升下，信贷结构也有所好转，居民中长期贷款虽然较为疲软，但企业的中长期贷款快速回升。鉴于央行对经济增长的支持，2022年全年新增社融约34.9万亿，即社融存量同比增速约在10.9%左右，那么新增社融全年增速约在11.0%左右。
- **居民长贷低迷，企业贷款快速回升** 2022年9月份新增信贷增速回升，居民信贷稍有恢复，企业贷款短期和长期贷款增速继续回升，但长期贷款增速恢复正增长。新冠疫情影响房地产需求和居民消费需求，居民长期贷款仍然较弱。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款上行，说明：(1)稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2)稳信贷措施在逐步起作用；(3)房地产限制措施稍有放开，需要继续观察信贷的延续性。
- **社融和M2匹配度显示宽松持续** 9月份央行货币操作平稳，M1小幅回升，M2增速稍有下滑。M1显示企业资金紧张程度，9月份企业资金虽然同比小幅上行，但是总量比上个月减少104亿元。存款在9月份上行带动了M2。9月份M1显示企业资金状况有所好转，宽信用对企业的推动仍然需要持续。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和M2的比例本月稍有回升，说明实体经济的面临金融状况稍有紧张。
- **宽信用继续，降准概率加大** 我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至2023年1季度。鉴于美国现阶段处于加息周期，3季度的货币政策仍然带有考量，政策的持续推进需要时间，但是可以看到经济的低迷，超预期的政策才能奏效。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，鉴于新冠疫情仍处于不确定的状态，同时高频数据并没有快速好转，后续预计宽松政策持续。2021年9月份经济从底部继续回升，政策层面的稳增长政策仍然在持续发力。货币宽松政策已经在持续进行，8月15日央行下调了1年期LPR利率5bps，5年期LPR利率15bps，着力引导长期资金利率下行。9月份人民币汇率持续贬值，外汇储备虽然变化不大但仍然要保持警惕。10月份人民币贬值暂缓，但为了应对今年以来的我国外汇储备下行以及汇率贬值，降准仍然可期。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

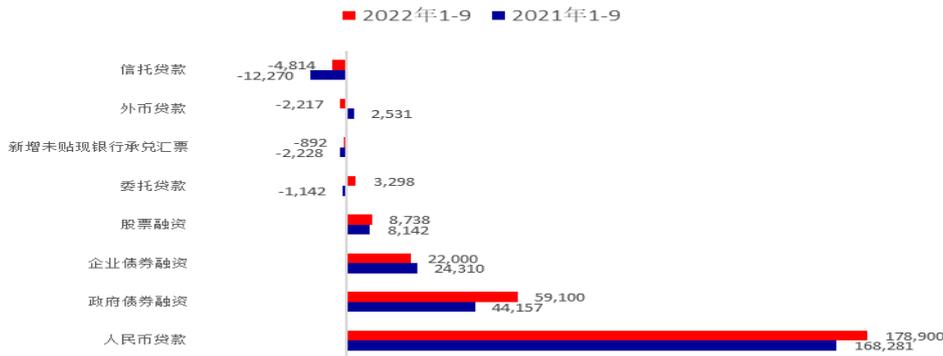
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

一、社会融资继续好转

2022年9月份社会融资规模3.53万亿，预期2.72万亿，同比增加0.62万亿。9月份新增贷款2.47亿，预期1.8万亿，同比增加0.79万亿。1-9月份社融增速回升，影子银行增速继续上行，政府债券低位平稳。

图1：1-9月份社会融资总量（亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

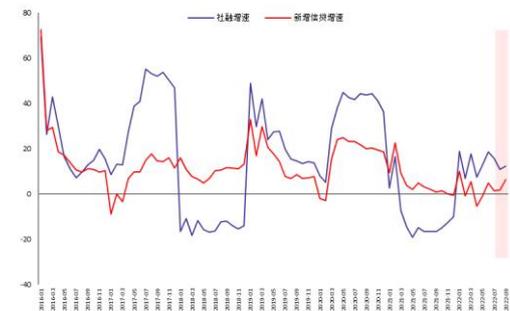
1-9月份社融同比增长的主要原因在于人民币贷款的上行和委托贷款的增加，同时信托贷款的下降减弱。1-9月份社会融资总额27.7万亿，比去年同期上行12.2%，新增信贷17.8万亿，同比上行6.3%。1-9月份政府债券融资达到5.91万亿，同比增长33.8%；企业债券融资2.2万亿。

9月份社融总体数量环比上行，贷款比8月份大幅回升，委托贷款和未贴现的承兑汇票回升。说明对比8月份情况来看，实体经济有所恢复，融资需求上行，主要原因在于：（1）政策层面稳增长措施继续进行，新增政策性银行金融债等支持房地产和基建资金下放；（2）房地产商出现小幅的恢复，或者实体经济在政策扶持下小幅恢复，表现为委托贷款和未贴现的承兑汇票回升。

9月份的政府债券的发行拖累了社会融资的上升。政府信贷是发行节奏变化带来了同比的变化，总体来看，1-9月份的政府债券融资仍然大幅增长。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的效果，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。但要注意到，9月份社融总量回升下，信贷结构也有所好转，居民中长期贷款虽然较为疲软，但企业的中长期贷款快速回升。

图2：社融增速上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9月份虽然新增贷款规模上行，但经济仍然弱势。贷款总体水平已经超出去年，但下游需求仍然弱势，这种弱势主要表现在：(1)居民长期贷款在各地政府鼓励房地产消费的情况保持在较低的水平上；(2)企业和居民收入下降后，对未来收入增长缺乏足够的信心，从而使得负债消费动力匮乏；(3)房地产信贷限制虽然在改善，但速度较慢，房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行，预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

鉴于央行对经济增长的支持，2022年全年新增社融约34.9万亿，即社融存量同比增速约在10.9%左右，那么新增社融全年增速约在11.0%左右。

图4：企业债融资持续弱势(%)



图5：影子银行贷款增速稍有上行(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、企业长贷恢复，居民仍然稍弱

2022年9月份新增信贷增速回升，居民信贷稍有恢复，企业贷款短期和长期贷款增速继续回升，但长期贷款增速恢复正增长。新冠疫情影响房地产需求和居民消费需求，居民长期贷款仍然较弱。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款上行，说明：(1)稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2)稳信贷措施在逐步起作用；(3)房地产限制措施稍有放开，需要继续观察信贷的延续性。

从居民信贷来看，9月份居民长贷新增3456亿元，居民长贷仍然小幅低于去年同期水平，疫情防控影响房地产消费，居民本身的消费意愿低迷。9月份居民长短贷款增速下滑幅度减弱，但短期贷款和长期贷款增速均处于负增长，居民消费整体仍然弱势。1-9月份居民贷款增速-50.8%，其中长期贷款-50.8%，短期贷款-33.1%。

从企业信贷来看，1-9月份企业中长期和短期贷款增速回升，长期贷款恢复正增长。9月份企业贷款增长超过去年，主要是短贷带来的。央行在8月份降息，同时对于实体经济信贷继续大力支持，宽松的金融环境仍然存在。企业长贷恢复是稳增长措施的结果，预计长期贷款可能会继续小幅恢复，但信贷的大幅回升较难。

图6：居民长期贷款稍有回升(%)

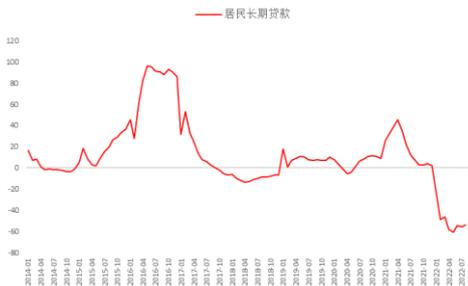
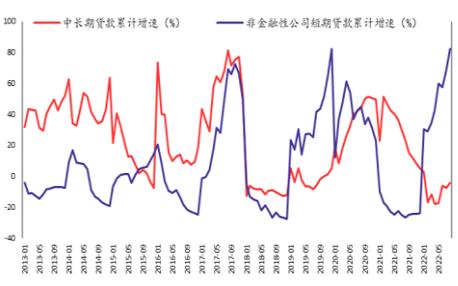


图7：企业贷款回升(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、社融和 M2 匹配度显示宽松持续

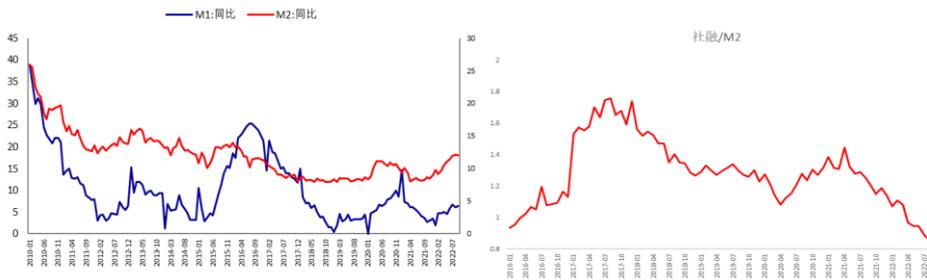
9 月份央行货币操作平稳, M1 小幅回升, M2 增速稍有下滑。M1 显示企业资金紧张程度, 9 月份企业资金虽然同比小幅上行, 但是总量比上个月减少 104 亿元。存款在 9 月份上行带动了 M2, M2 新增 3.15 万, 其中居民和企业存款增加 3.15 万。9 月份 M1 增速为 6.4%, 比上月上行 0.3 个百分点, M2 增速 12.1%, 比上个月下行 0.1 个百分点。

M2 稍有平稳, M2 与居民存款结果相关。9 月份 M1 显示企业资金状况有所好转, 宽信用对企业的推动仍然需要持续。

我国央行货币操作调整口径已经明确, 宽信用和宽货币是政策的选择, 宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和 M2 的比例本月稍有回升, 说明实体经济的面临金融状况稍有紧张。

图 8: M1、M2 增速回升 (%)

图 9: 社融/M2 回升 (%)



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、宽信用继续, 货币政策处于观察期

2021 年 9 月份经济从底部继续回升, 政策层面的稳增长政策仍然在持续发力。货币宽松政策已经在持续进行, 8 月 15 日央行下调了 1 年期 LPR 利率 5bps, 5 年期 LPR 利率 15bps, 着力引导长期资金利率下行。而随着我国外汇储备下行以及汇率贬值, 未来降准可期。

我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 2023 年 1 季度。鉴于美国现阶段处于加息周期, 3 季度的货币政策仍然带有考量, 政策的持续推进需要时间, 但是可以看到经济的低迷, 超预期的政策才能奏效。

现阶段仍然属于货币政策的后续观察期, 鉴于新冠疫情仍处于不确定的状态, 同时高频数据并没有快速好转, 后续预计宽松政策持续。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn