

货币政策与流动性观察

关注“宽信用”持续性

核心观点

关注“宽信用”持续性

9月我国新增社融3.53万亿,新增人民币贷款2.47万亿,M2同比增长12.1%,均显著高于市场预期和去年同期水平。

新增社融创下同期历史新高,结束了社融同比增速7月以来持续下降的趋势。从四大项的贡献度看,社融同比增长主要来自于信贷和非标,企业直融基本稳定,而政府债券融资构成主要拖累。

信贷的亮眼表现是社融超预期的主要原因。新增人民币贷款同比多增8100亿,信贷结构稳步改善,中长贷发挥主导作用,企业表现好于居民部门。一方面,政策助力企业信贷显著改善,9月非金融企业贷款同比多增9370亿,其中中长贷大幅多增6450亿,指向“稳增长”政策落地发力推动了基建地产相关领域的融资需求。另一方面,居民信贷有所修复,但持续性有待观察。

非标融资继续发力。非标当月融资同比多增3555亿,信托+委托贷款在上月同比大增的基础上继续多增967亿,指向非标压降力度持续缓和下,基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

政府融资“喘口气”。在专项债初始额度发行完毕和去年高基数作用下,政府融资对社融贡献下降,但约5000亿各地专项债结存限额有望对10月社融形成支撑。

货币方面,9月M2同比增速较上月小幅回落0.1pct至12.1%,在信贷投放明显加强的背景下,可能受财政支出拖累。M1同比增速上升0.3pct至6.4%,M2-M1增速剪刀差缩窄0.4pct至5.7%,与9月PMI共同指向经济活力上行。

总体而言,9月数据总量结构显著改善,但判断“宽信用”落地为时尚早。从规模看,今年以来社融和信贷宽幅波动,季末均显著超出预期,但其余月份表现不佳。从动因看,9月社融和信贷更多仍由政策面驱动,未来能否由私人部门内生性、自发性的接力仍需观察。

前瞻的看,四季度金融数据仍有较强的政策支持。一是5000亿元各地专项债结存限额,二是共计4000亿元的两项新增结构性政策工具,三是政策性开发性金融工具可能提额。

流动性观察

外部环境方面,9月超预期CPI数据增加美联储11月继续加息75bp概率。

国内利率方面,上周(10月10-14日)超短端利率小幅上行,商业银行同业存单发行利率走势分化,国股行微幅上升,城商行下降。

国内流动性方面,上周(10月10-16日)央行回收跨季跨节流动性,净投放-3660亿元。

债券发行方面,上周(10月10-14日)政府债净融资3324.1亿元;同业存单净融资-82.3亿元;企业债券净融资1388.2亿元。

风险提示:政策调整滞后,疫情再度扩散,经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师:董德志

021-60933158

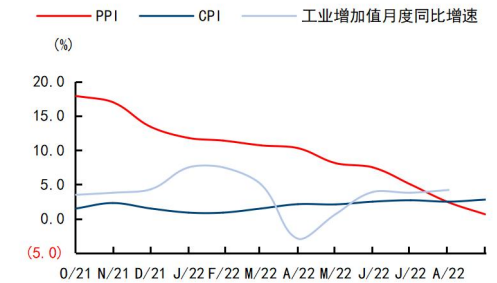
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	5.40
出口当月同比	7.10
M2	12.10

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-政策支持下国内经济仍有继续向上修复的空间》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-本周国内消费和投资景气均有所回升》——2022-09-26
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数在持续6周上升后开始遭遇阻力》——2022-09-20
- 《宏观经济宏观周报-8月出口增速下降并不意味着趋势性回落的开始》——2022-09-13

内容目录

周观点：关注“宽信用”持续性	4
社融：信贷主导	4
货币：M2-M1 剪刀差收敛	7
小结：总量结构双改善	7
流动性观察	8
外部环境：美联储 11 月加息 75bp 概率上升	8
国内利率：超短端利率小幅上行	9
国内流动性：央行回收跨季跨节流动性	11
债券融资：专项债发行提速	13
汇率：美元指数继续走强	14
免责声明	15

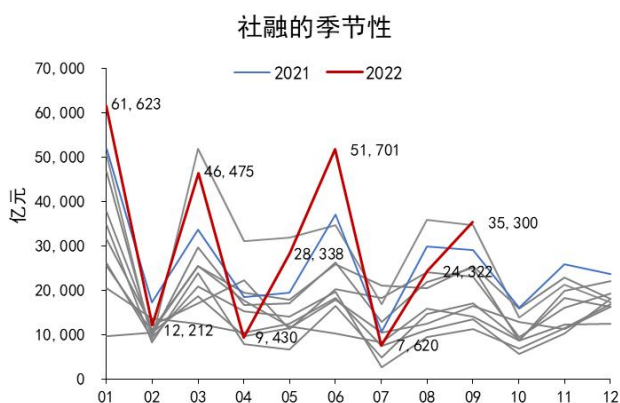
图表目录

图 1: 9 月新增社融创下历史同期新高	4
图 2: 9 月新增信贷创下历史同期新高	4
图 3: 9 月社融同比增长主要由信贷贡献	4
图 4: 9 月社融同比增长主要由信贷贡献	5
图 5: 9 月新增社融创下历史同期新高	5
图 6: 9 月新增信贷创下历史同期新高	5
图 7: 9 月居民信贷结构保持稳定	6
图 8: 9 月一线城市成交面积显著回暖	6
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	6
图 10: 下半年以来水泥发运率持续修复	6
图 11: 存款资金进一步“活化”	7
图 12: 社融-M2 剪刀差缩窄	7
图 13: 美联储关键短端利率	8
图 14: 欧央行关键短端利率	8
图 15: 日央行关键短端利率	8
图 16: 主要央行资产负债表相对变化	8
图 17: 央行关键利率	9
图 18: LPR 利率	9
图 19: 短端市场利率与政策锚	10
图 20: 中期利率与政策锚	10
图 21: 短端流动性分层观察	10
图 22: 中长端流动性分层观察	10
图 23: SHIBOR 报价利率	10
图 24: 中美利差	10
图 25: “三档两优”准备金体系	11
图 26: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	11
图 27: 7 天逆回购到期与投放	11
图 28: 14 天逆回购到期与投放	11
图 29: MLF 投放跟踪	12
图 30: MLF 投放季节性	12
图 31: 银行间回购成交量	12
图 32: 上交所回购成交量	12
图 33: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	13
图 34: 政府债券与同业存单净融资	13
图 35: 企业债券净融资与结构	13
图 36: 主要货币指数走势	14
图 37: 人民币汇率	14

周观点：关注“宽信用”持续性

9月我国新增社融3.53万亿（预期2.80万亿），新增人民币贷款2.47万亿（预期1.76万亿），M2同比增长12.1%（预期11.95%），均显著高于市场预期和去年同期水平。

图1：9月新增社融创下历史同期新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：9月新增信贷创下历史同期新高

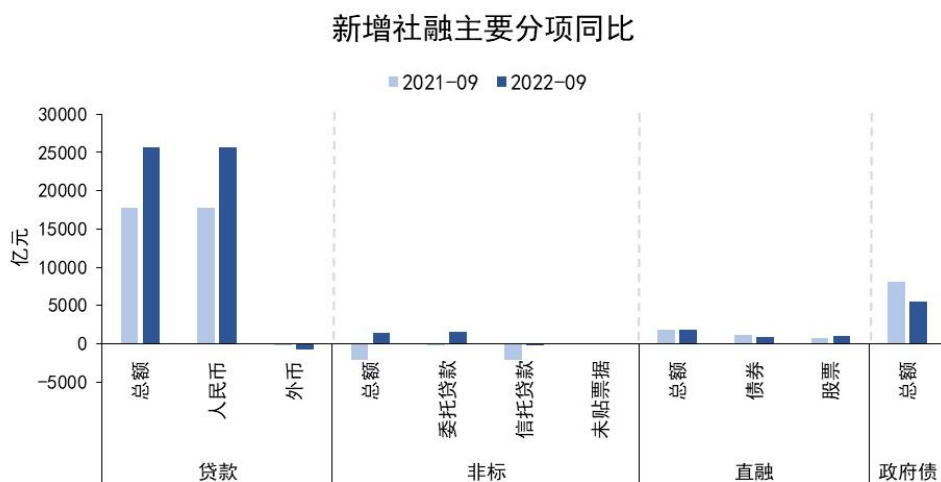


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：信贷主导

9月新增社融创下同期历史新高，结束了社融同比增速7月以来持续下降的趋势，增速上升0.1pct至10.6%。新增社融同比多增6274亿，环比多增1.1万亿。从四大项的贡献度看，社融同比增长主要来自于信贷（贡献126.9%）和非标（贡献56.7），企业直融基本稳定（贡献-0.2%），而政府债券融资构成主要拖累（贡献-40.5%）。

图3：9月社融同比增长主要由信贷贡献

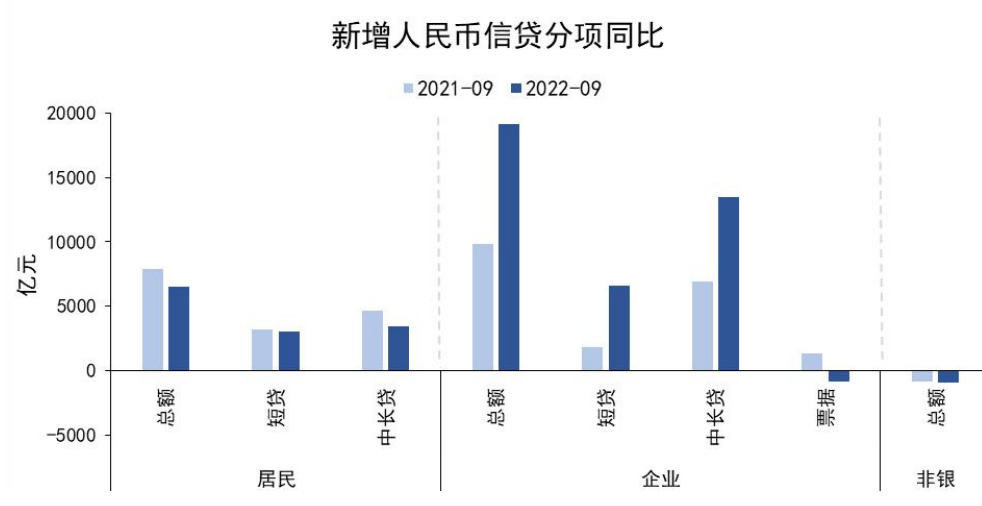


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

9月信贷的亮眼表现是社融超预期的主要原因。以信贷口径计，新增人民币贷款同比多增8100亿，其中中长期贷款同比多增5329亿，占比65.8%。信贷结构稳步改善，中长贷再次取代短贷发挥主导作用，企业部门表现明显好于居民部门。

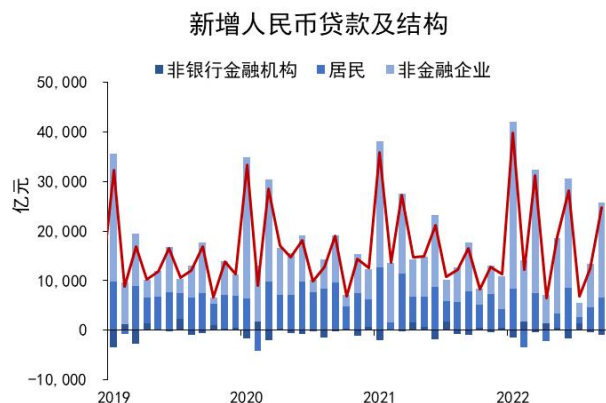
图4：9月社融同比增长主要由信贷贡献



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

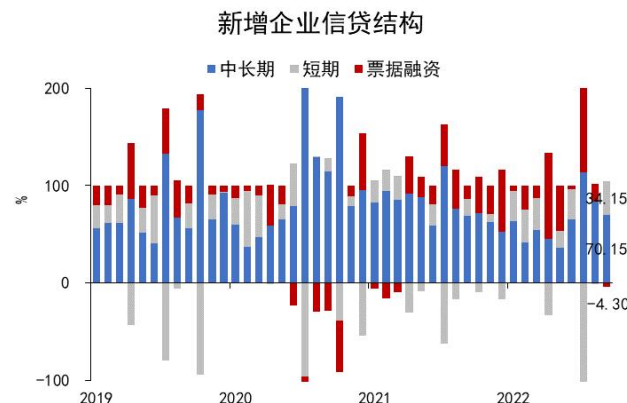
一方面，政策助力企业信贷显著改善。9月非金融企业贷款新增1.92万亿，同比多增9370亿，环比多增1.04万亿。其中中长贷新增1.35万亿，占比70.2%，同比也扭转了前两月低迷的表现，大幅多增6450亿。企业中长贷往往与固定资产投资（基建、房地产、制造业）有较强关联，指向“稳增长”政策持续落地发力推动了实体经济，特别是基建地产相关领域的融资需求。短期信用方面，企业短贷在连续两个月负增后出现逆转，增加6567亿，同比多增4741亿；表内票据则由正转负，减少827亿，同比多减2180亿，票据冲量的现象明显减少。短贷和票据的走势分化，除政策引导外，也指向经济动能出现内生性改善。

图5：9月新增社融创下历史同期新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：9月新增信贷创下历史同期新高

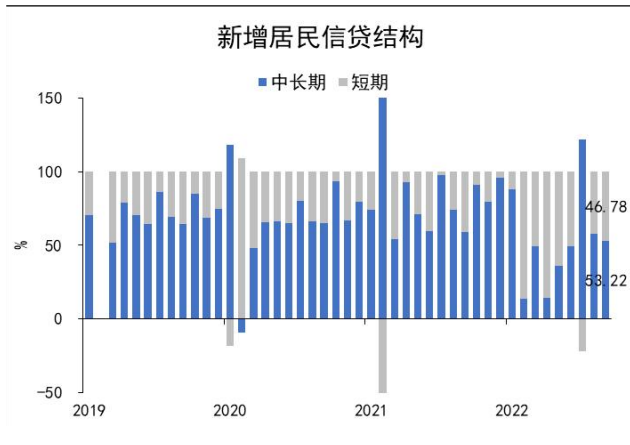


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民信贷有所修复，但持续性有待观察。9月新增居民贷款6503亿，同比少增1383亿，已连续11个月同比负增长。结构上，居民短贷增加3038亿，

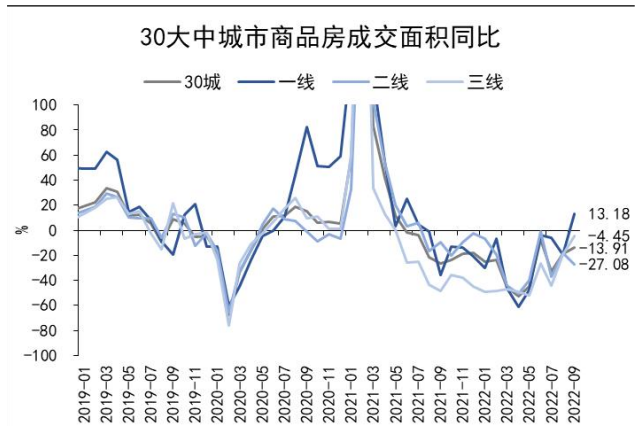
同比少增 181 亿。中长贷增加 3456 亿，同比仍然少增 1211 亿，但收缩幅度较前两月逐步改善，与 9 月地产销售面积增速改善的走势基本吻合。值得注意的是，30 城地产销售面积增速改善主要来自一线城市数据和基数效应，未来尚需观察。

图7：9月居民信贷结构保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：9月一线城市成交面积显著回暖

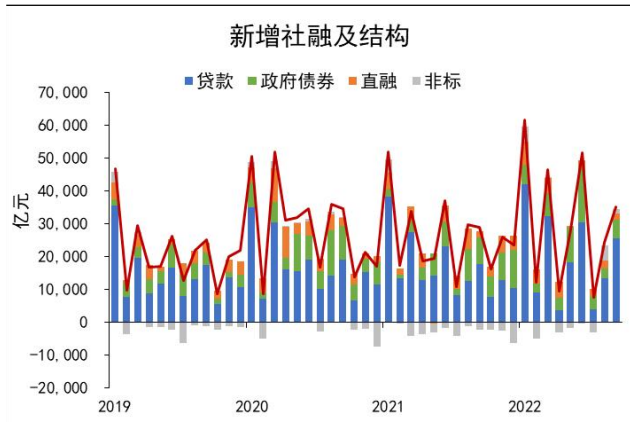


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

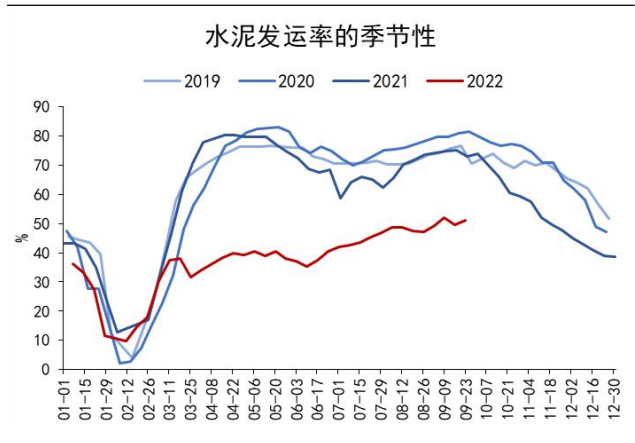
非标融资继续发力。非标当月融资增加 1449 亿，同比多增 3555 亿，环比少增 3319 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 134 亿，同比多增 120 亿；信托贷款-192 亿，同比少减 1906 亿；委托贷款增加 1507 亿，同比多增 1529 亿。信托+委托贷款在上月同比大增的基础上继续多增 967 亿，指向非标压降力度持续缓和下，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9：我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：下半年以来水泥发运率持续修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企业直接融资保持稳定。当月企业直接融资 1897 亿，环比小幅回落（-502 亿），但在基数作用下同比基本不变（-12 亿）。其中企业债券新增融资 876 亿，同比少增 261 亿，部分反映了充足信贷供给对企业发债的替代作用；企业股权融资新增 1021 亿，同比多增 249 亿。

政府融资“喘口气”。在财政部要求专项债 6 月底前基本发行完毕的要求下，三季度新增政府债融资对社融支撑力度大幅下降。尽管 9 月政府债发行较前两月有所回暖，环比增加 2480 亿至 5525 亿，但在去年“财政后置”带来的高基数作用

下同比仍少增 2541 亿。8 月 24 日国常会鼓励用好各地专项债结存限额约 5000 亿，有望提振四季度（特别是 10 月份）的政府债融资。

货币：M2-M1 剪刀差收敛

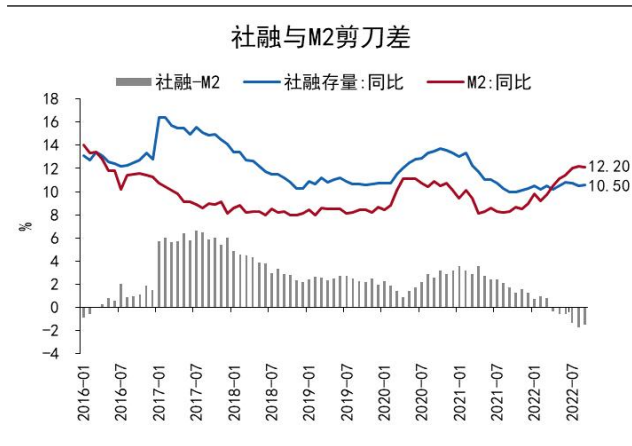
9 月 M2 同比增速较上月小幅回落 0.1pct 至 12.1%，在信贷投放明显加强的背景下，可能受财政支出拖累。财政存款在传统支出大月减少 4800 亿，同比少减 231 亿，较上月（同比多减 4296 亿）投放力度下降。企业存款增加 7649 亿，同比增加 2457 亿，一方面受到减税降费等政策支持，另一方面与银行加大信贷投放力度有关。居民存款增加 2.39 万亿，同比增加 3232 亿，增幅持续放缓，或与居民消费边际回暖有关。M1 同比增速上升 0.3pct 至 6.4%，M2-M1 增速剪刀差回落 0.4pct 至 5.7%，表明定期存款增速低于企业活期存款与现金，与 9 月 PMI 共同指向经济活力上行。同时，社融-M2 增速剪刀差缩窄 0.2pct 至-1.5%，银行“资产荒”压力延续。

图 11: 存款资金进一步“活化”



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12: 社融-M2 剪刀差缩窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：总量结构双改善

总体而言，9 月金融数据总量结构显著改善，但判断“宽信用”落地为时尚早。从规模看，今年以来社融和信贷宽幅波动，季末均显著超出预期，但其余月份表现不佳。从动因看，9 月社融和信贷更多仍由政策面驱动，未来能否由私人部门内生性、自发性的接力仍需观察。

前瞻的看，四季度金融数据仍有较强的政策支持。一是 5000 亿元各地专项债结存限额（9 月 27 日辽宁省率先发行 67 亿，其余 10 月底前发行完毕），二是共计 4000 亿元的两项新增结构性政策工具（2000 亿元设备更新再贷款+2000 亿元保交楼专项借款），三是政策性开发性金融工具可能提额（第二批 3000 亿元 9 月底已发放完毕，8 月 31 日国常会提出在原有基础上“对符合条件项目满足资金需求”，10 月 12 日农发行发放第三批计划外资金 559 亿元）。

流动性观察

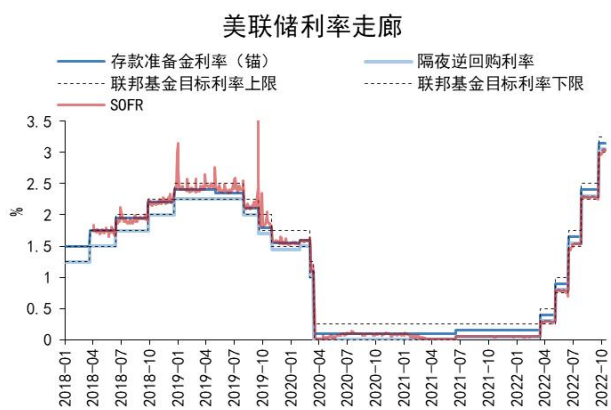
外部环境：美联储 11 月加息 75bp 概率上升

美联储

9 月加息后，美国政策利率目标区间提升至 3-3.25%，两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.15%和 3.05%。受 9 月美国 CPI 通胀小幅超预期（实际 8.2% vs 预期 8.1%）影响，联邦基金期货价格显示 11 月 FOMC 继续加息 75bp 的概率上升至 96.2%。上周四（10 月 13 日）SOFR 利率较前一周（10 月 7 日）基本保持稳定，下降 1bp 至 3.04%。

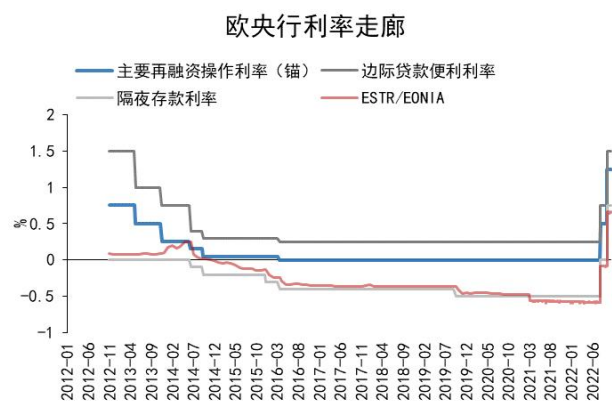
截至 10 月 10 日，美联储资产负债表规模为 8.76 万亿美元，仅较前一周减少 0.84 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 97.7%。

图 13: 美联储关键短端利率



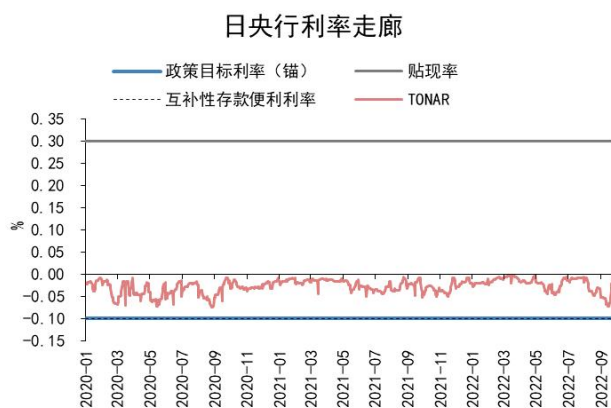
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14: 欧央行关键短端利率



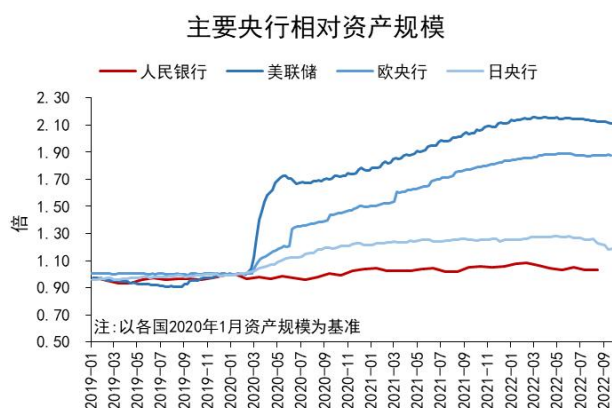
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

9月加息后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于1.25%、1.5%和0.75%。欧元短期利率（ESTR）上周五（10月14日）较前一周（10月7日）保持不变，位于0.66%。

日央行

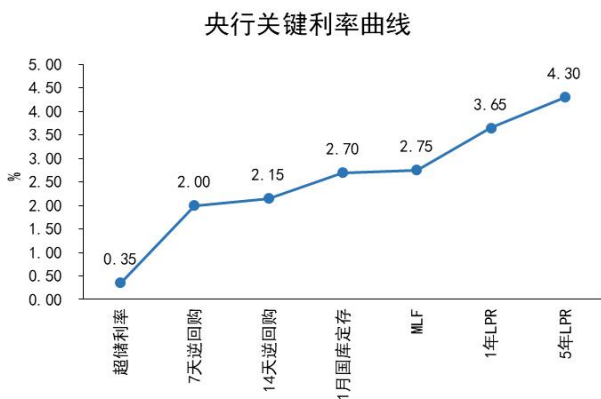
日本央行三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持在-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（10月14日）较前一周（10月7日）下降2bp至-0.04%。

国内利率：超短端利率小幅上行

央行关键利率

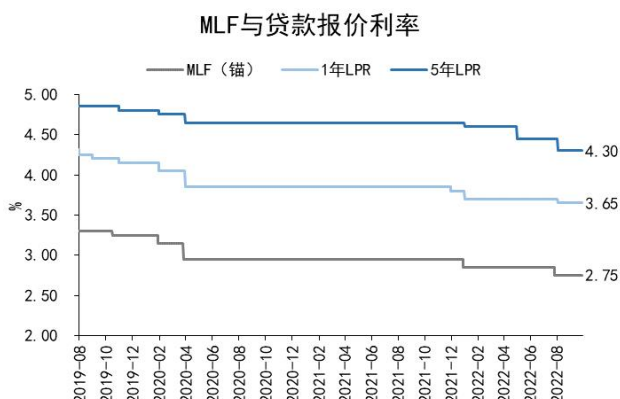
10月16日，中期借贷便利利率（MLF）公布，1年期利率无变化，维持在2.75%。央行其它关键利率无变化。

图17：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：LPR利率



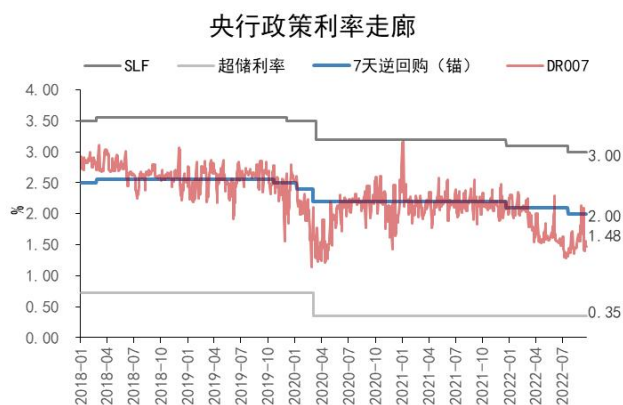
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，上周出现小幅上行。上周五（10月14日）R001、DR001与GC001较前一周（10月9日）分别上升11bp、6bp和11bp；而R007、DR007、GC007分别上升15bp、7bp、15bp。

中长端利率方面，本周一（10月17日）商业银行1年期同业存单发行利率较前一周走势分化。国有行、股份行发行利率较前一周首个发行日（10月10-11日）分别上行2bp和3bp至2.01%、2.03%，而城商行小幅下行6bp至2.25%。

图19: 短端市场利率与政策锚



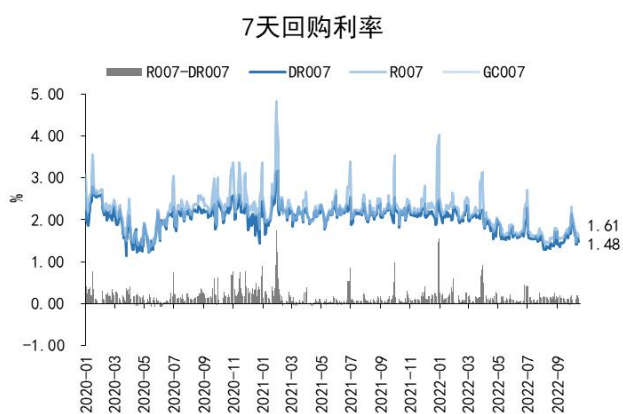
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 短端流动性分层观察



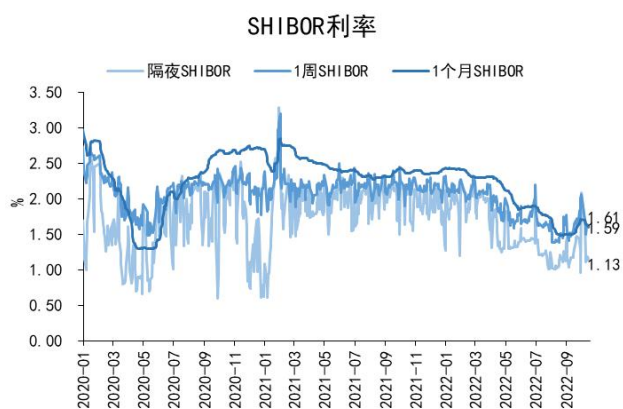
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 中长端流动性分层观察



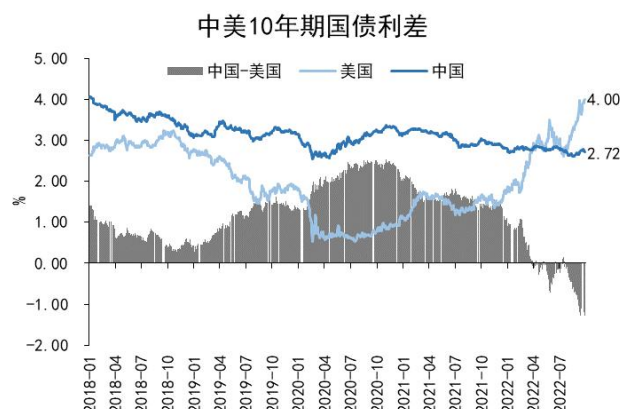
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

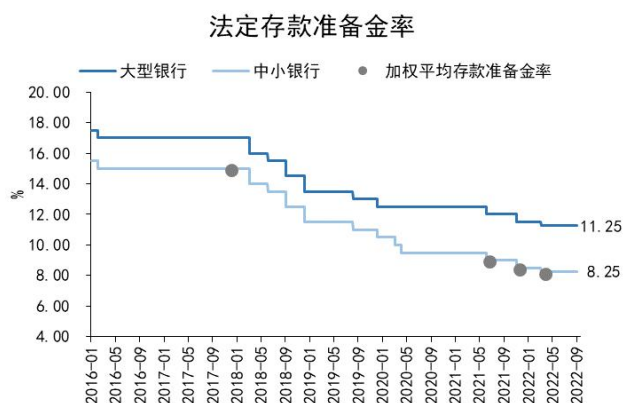
国内流动性：央行回收跨季跨节流动性

上周（10月10-16日），央行回收跨季跨节资金3660亿元。其中：7天逆回购净投放-90亿元（到期190亿元，投放100亿元）；14天逆回购净投放-3570亿元（到期3570亿元，投放0亿元）。

本周（10月17-23日），央行逆回购将到期100亿元，其中7天逆回购到期100亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（10月17日）央行7天逆回购投放20亿元，14天逆回购投放0亿元。10月17日，MLF到期5000亿元，投放5000亿元，净投放0亿元。

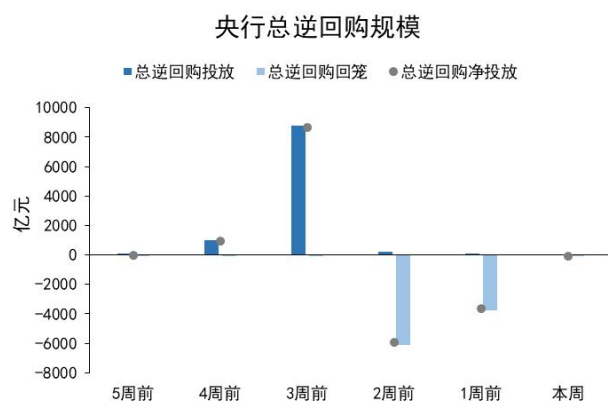
上周（10月10-14日），银行间市场质押回购平均日均成交6.42万亿，较国庆前（9月26-30日，4.97万亿）增加1.45万亿。隔夜回购占比为89.9%，较前一周（71.9%）上升18pct。

图25：“三档两优”准备金体系



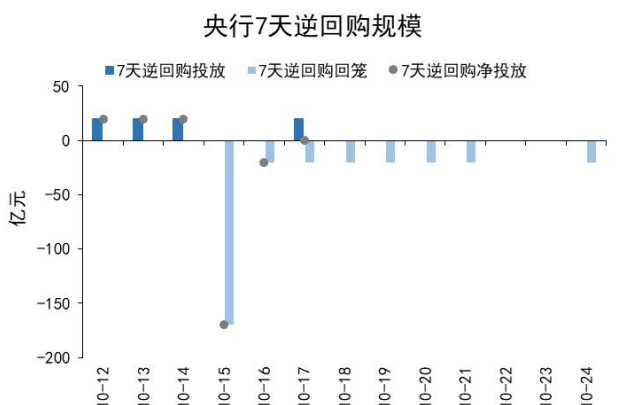
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



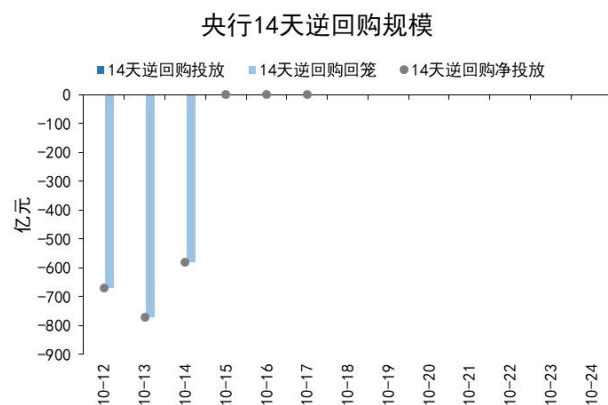
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：7天逆回购到期与投放



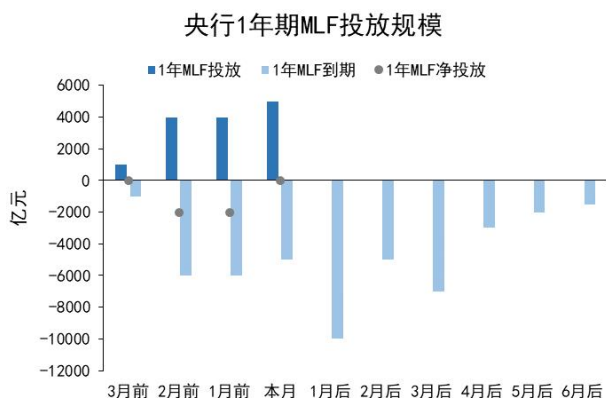
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：14天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29: MLF 投放跟踪



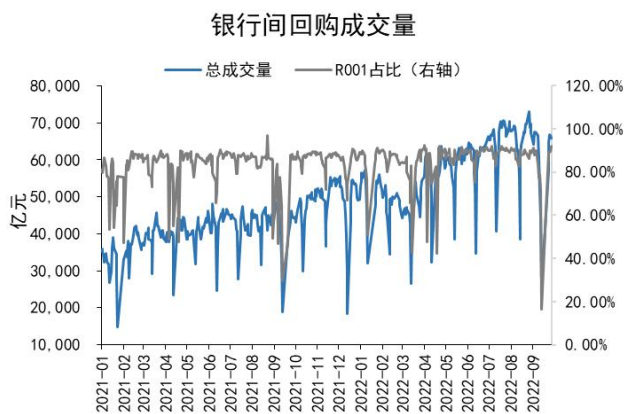
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: MLF 投放季节性



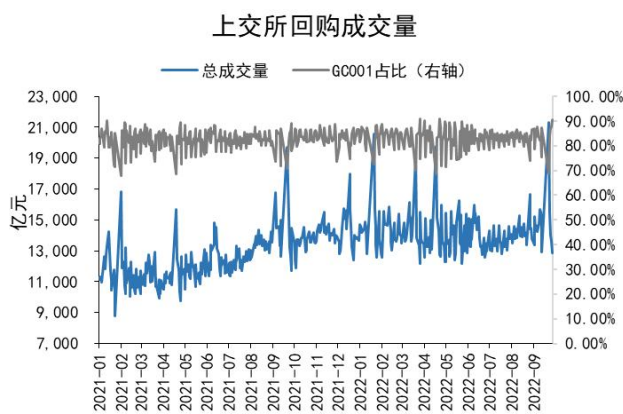
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 银行间回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 上交所回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

债券融资：专项债发行提速

政府债上周（10月10-14日）共计发行5317.8亿元，净融资3324.1亿元，较国庆前一周（9月26-30日）的270.5亿元大幅多增。本周计划发行3823亿元，净融资额预计为485.7亿元。

同业存单上周（10月10-14日）共计发行3170.1亿元，净融资-82.3亿元，较国庆前一周（9月26-30日）的-687.8亿元显著少减。本周计划发行1630.5亿元，净融资额预计为-3374亿元。

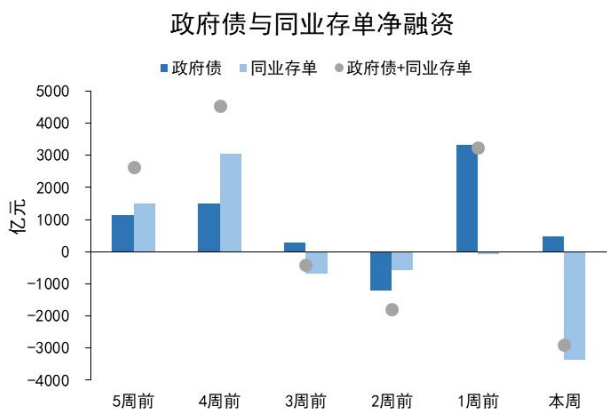
企业债券上周（10月10-14日）共计发行3409.2亿元，净融资1388.2亿元，较国庆前一周（9月26-30日）的-1099.1亿元大幅多增。其中城投债融资贡献约36.6%。本周计划发行970.1亿元，净融资额预计为-2526.7亿元。

图33：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位：亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	613.7	-69.1	492.5	442.5	1468.4	516.3	506.0	247.6	742.5	448.0	3823.0	485.7	5317.8	3324.1
国债	0.0	-557.8	0.0	0.0	1330.0	377.9	0.0	0.0	650.0	650.0	1980.0	-570.0	4115.7	2781.7
地方政府一般债	53.3	53.3	299.7	299.7	100.0	100.0	35.0	-176.4	3.1	-258.2	491.1	11.3	457.6	109.0
地方政府专项债	560.3	435.3	192.8	142.8	38.4	38.4	471.0	424.0	89.4	56.1	1351.9	1044.4	744.6	433.4
同业存单	1630.5	1617.9	0.0	-1422.5	0.0	-1028.1	0.0	-842.1	0.0	-1429.5	1630.5	-3374.0	3170.1	-82.3
企业债	548.3	-205.5	352.7	-192.7	69.2	-497.6	0.0	-324.9	0.0	-664.4	970.1	-2526.7	3409.2	1388.2
城投债	204.7	0.9	133.1	-68.6	26.5	-27.6	0.0	-66.8	0.0	-162.4	364.3	-534.4	1083.3	508.0
产业债	343.7	-205.3	219.6	-144.2	42.7	-504.9	0.0	-299.6	10.0	-551.8	615.9	-2137.5	2429.0	845.4

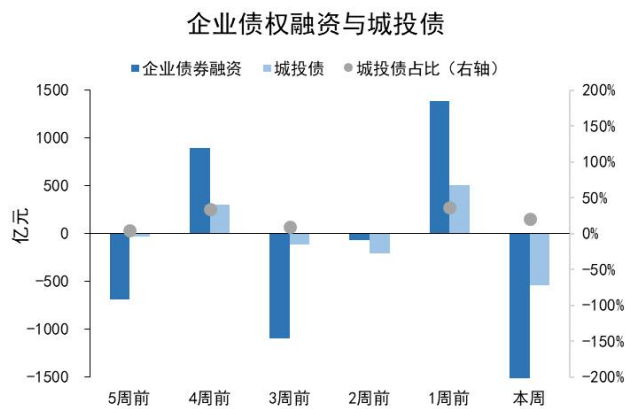
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：政府债券与同业存单净融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：企业债券净融资与结构

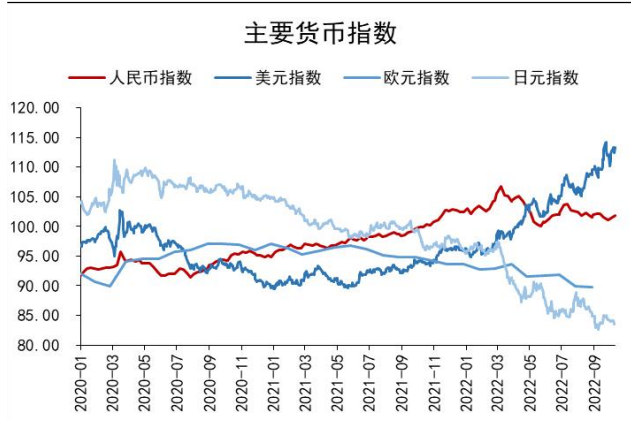


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

汇率：美元指数继续走强

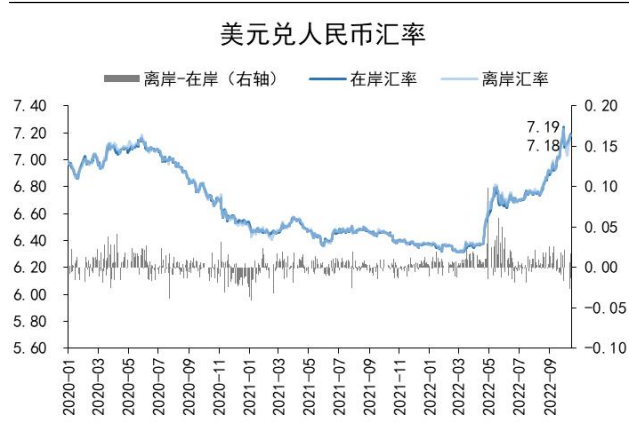
上周五（10月14日）人民币CFETS一篮子汇率指数较国庆前（9月30日）上升0.8至101.83，同期美元指数上升1.16至113.31。10月14日，美元兑人民币在岸汇率较9月30日的7.09上升约1000基点至7.19，离岸汇率从7.11上升约700基点至7.18。

图36：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032