

宏观点评报告

基建助力“稳信用”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2022 年 8 月新增社融 2.43 万亿元，新增人民币贷款 1.25 万亿元，M2 货币供应量同比增长 12.2%。

平安观点：

- **8 月新增社融同比少增，但超出市场一致预期。**表内人民币信贷总体平稳，是 8 月新增社融的“压舱石”。新增社融的拖累因素在于：政府债净融资节奏放缓、企业债券及股票融资不畅，外币贷款遭进出口增速下滑及人民币贬值冲击缩量。不过，表外项目对社融形成较强支撑：信托贷款压降放缓、未贴现票据未受表内票据“冲量”挤压而较快增长，而委托贷款在政策性开发性工具及公积金贷款投放下大幅多增，均对社融构成一定支撑。
- **8 月新增人民币贷款同比略有多增，较 7 月边际回暖。**其中，企业的短期、中长期贷款同比均多增，居民短期贷款在低基数下企稳，但居民中长期贷款和票据融资同比缩量形成一定拖累。**1）居民“加杠杆”意愿依然偏弱。**房地产市场低迷、居民对未来收入的预期悲观，“加杠杆”方式消费、购房的意愿都显不足。5 年期 LPR 调降 15bp 的效果在 8 月尚未充分体现。**2）企业贷款同比改善，恢复的原因有二：一方面，**央行助力“稳信用”，调降政策利率并带动 LPR 报价下行，并召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会，强调主要金融机构要“充分发挥带头和支柱作用”。**另一方面，**基建领域是信贷投放的重要抓手。8 月首批 3000 亿元政策性、开发性金融工具投放完毕，与之配套的基建相关企业中长期贷款或随之放量。
- **8 月 M2 增速继续上行，M1 增速下滑。**人民币信贷企稳、财政资金持续投放，助力 M2 增速进一步上行。而 M1 同比增速下滑，或因房地产销售低迷、经济弱修复下，企业短期经营性现金流入不强，对未来预期偏弱也可能使部分企业存款由活期转为定期。从存款结构看：一方面，居民、企业存款继续同比多增：居民消费意愿不足、房地产销售偏弱；企业信贷边际回暖，且财政支出加快、减税降费政策有所支持。另一方面，财政存款同比大幅少增，除财政支出加码发力的影响外，收入端政府债净融资放缓、土地收入下滑、减税降费政策推进可能也有一定拖累。
- **8 月基建投资发力对社融形成较强支撑，既带动企业部门信贷边际回暖，又推动社融委托贷款项目上行。**不过，信贷投放的总体形势还不稳固，央行有必要继续推进“稳信用”：一方面，以基建、绿色及科技创新领域为中长期信贷投放的抓手，加大普惠小微、房地产贷款的托底力度。**另一方面，**进一步“降成本”刺激需求：一是通过完善存款利率市场化改革机制，带动 5 年期 LPR 更大幅度下行；二是可能适时降准 0.25-0.5 个百分点置换 MLF，推动 LPR 进一步下行。**此外，**在通过宏观审慎工具稳汇率的同时，央行仍可能在政策利率的调整方面相机抉择，为“稳信用”提供宽松的货币环境。**我们预计，年内剔除政府债部分后的社融增速有望继续企稳。**

一、直接融资拖累社融

8月社融同比少增。2022年8月新增社会融资规模2.43万亿，较去年同期低5571亿元，但高于市场一致预期的2万亿左右。社融存量同比增速较上月下滑0.2个百分点至10.5%。剔除政府债部分后的社融存量增速为9.06%，持平于7月。**从分项数据看**，人民币信贷同比稳中有升，新增社融的拖累因素在于直接融资和外币贷款，而表外融资对社融构成支撑。

一是，表内信贷总体平稳，是8月新增社融的“压舱石”。其中：1) 人民币贷款同比略有多增：社融口径新增人民币贷款1.33万亿，较去年同期多增587亿元，基本持平于2018至2021年均值。**2) 外币贷款继续缩量：**8月外币贷款减少826亿元，同比少增1173亿元，或受到8月进出口增速下滑及8月15日以来人民币汇率急贬的冲击。

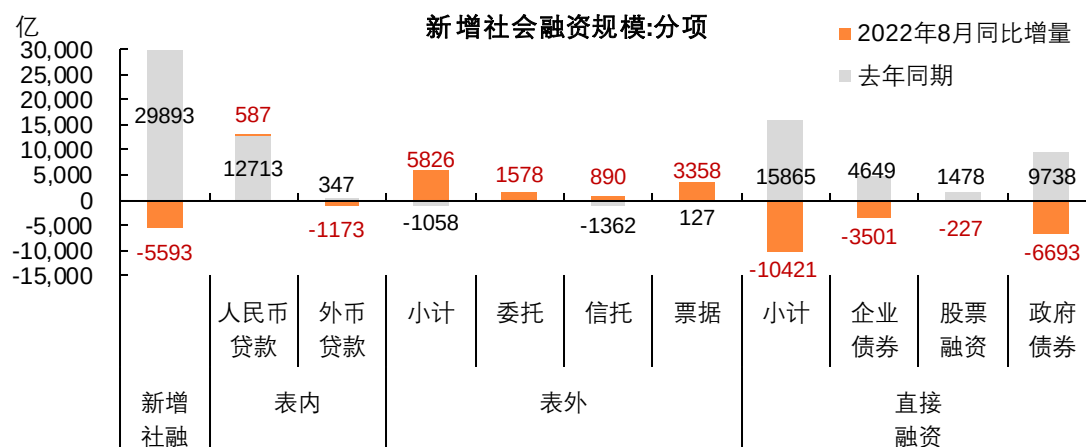
二是，直接融资偏弱，是8月新增社融的核心拖累因素。8月政府债、企业债券和股票融资三个项目均同比少增。

- **1) 政府债券净融资3045亿元，同比少增6693亿元。**受政府债发行节奏错位的影响，8月政府债净融资规模明显放缓，对新增社融由支撑转为拖累。尽管8月下旬国常会出台稳经济一揽子政策的接续政策，部署用好5000亿元地方政府专项债限额结存，但以此预计，9-12月的政府债融资总量为2.1万亿，仍较去年同期低1.3万亿，对年内新增社融的拖累还将持续。
- **2) 企业债净融资规模1148亿元，同比少增3501亿元，较18年-20年同期少增2380亿元。**拆分来看：**一则**，地方政府隐性债务严监管持续，8月Wind口径城投债净融资规模同比减少超过1000亿元；**二则**，电力、热力及水的生产与供应行业净偿还近450亿元，较去年同期收缩逾800亿元。动力煤价格高位下，发电企业现金流压力偏大。**三则**，受疫情影响严重的交通运输仓储和邮政业，8月信用债合计净偿还278亿元，净融资规模同比减少超700亿元。
- **3) 非金融企业境内股票融资1251亿元，同比少增227亿元，但相比2018-2021年均值多增462亿元。**不过，随着全面注册制稳步推行，后续非金融企业股票融资规模仍有望维持在相对高位。

三是，表外融资规模多增，是8月新增社融的重要支撑因素。委托贷款、信托贷款和表外票据规模均高于去年同期。

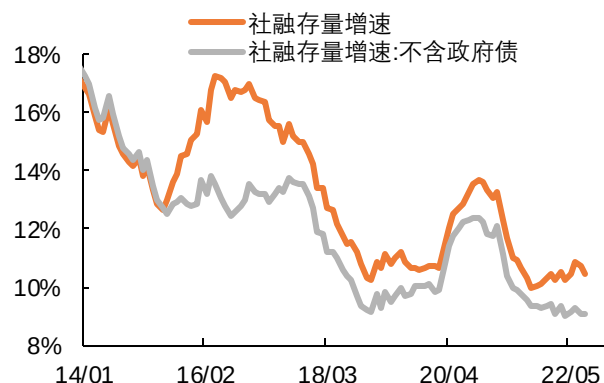
- **1) 信托贷款减少472亿元，同比少减890亿元，相比18年-20年同期少减81亿元。**今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度可能有阶段性的边际松动。
- **2) 未贴现银行承兑汇票新增3485亿元，同比多增3358亿元，较18年-20年同期也多增3212亿元。**总体看，今年以来经济下行压力加大，企业较多以票据融资补充短期现金流，表内外票据持续同比多增。不过，8月表外票据的同比多增或还叠加了监管“票贷比”窗口指导的影响：表内票据新增规模较去年同期减少1222亿元，银行以票据贴现“冲量”信贷规模的现象缓解，未对表外未贴现票据规模形成“挤压”。
- **3) 委托贷款新增1755亿元，同比多增1578亿元，相比18年-20年同期更多增2467亿元。****除金融监管政策边际松动外，委托贷款的强劲表现或还受到两方面因素的影响：**一方面，多地“因城施策”放松公积金贷款相关限制，一定程度上对委托贷款的投放规模构成支撑。以2021年年末数据看，住房公积金作为委托贷款的重要组成部分，存量为6.89万亿，约占当时10.9万亿委托贷款存量的63.2%。**另一方面**，截止8月26日，国开行、农发行的首批3000亿元政策性开发性金融工具已投放完毕，其中部分资金以股东借款方式投放，或被计入委托贷款统计口径。据财新周刊报道：3000亿元政策性开发性金融工具将作为国家基础设施投资基金，采取股权投资、股东借款、专项债券资本金搭桥借款等方式，用于补充项目资本金缺口；其中，股东借款是指基金委托政策性开发性银行以贷款形式向目标公司股东提供资金贷款资金作为项目资本金投入到指定项目。

图表1 2022年8月新增社融的同比增量



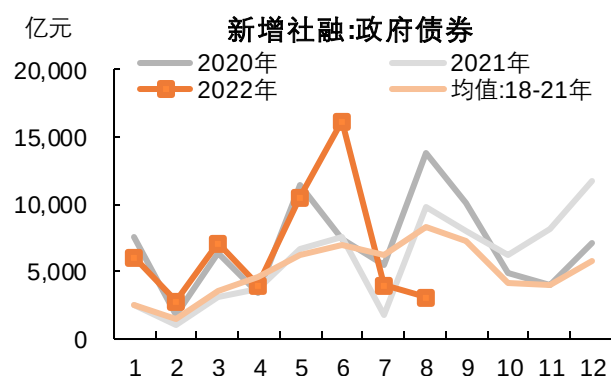
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 8月社融存量同比增速 10.5%



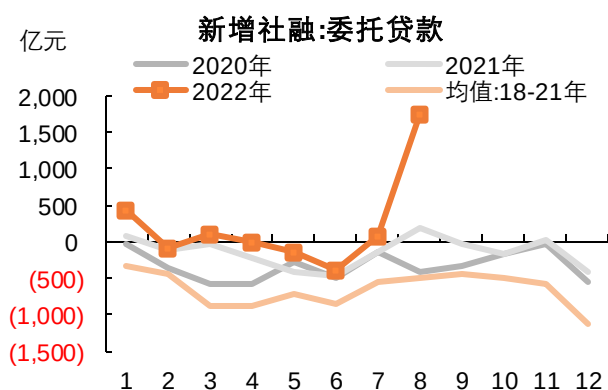
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 8月政府债净融资规模同比大降



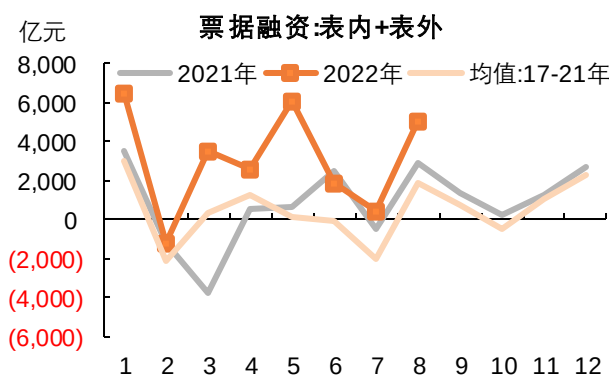
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 8月表外委托贷款规模大增



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 8月表内外票据融资新增 5076 亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、企业贷款边际改善

8月新增人民币贷款同比略有多增，较7月边际回暖。8月新增人民币贷款1.25万亿，同比多增300亿元，相比17-21年同期均值多增340亿元；贷款存量同比增长10.9%，相比上月下滑了0.1个百分点。人民币信贷的支撑因素在于企业的短期、中长期贷款同比均多增，居民短期贷款在低基数下企稳；拖累因素则是居民中长期贷款和票据融资同比缩量。具体地：

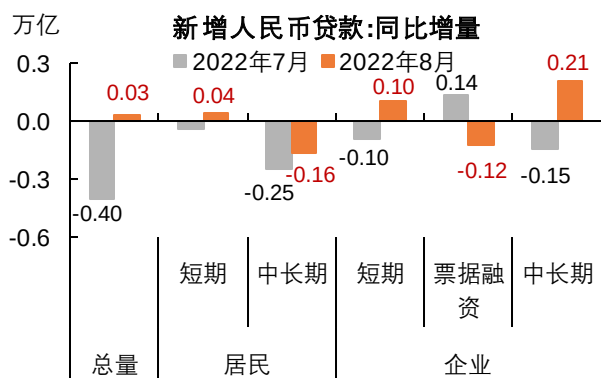
居民“加杠杆”意愿依然偏弱。房地产市场低迷、居民对未来收入的预期悲观，“加杠杆”方式消费、购房的意愿都显不足。

具体地：1) 居民短期贷款新增1922亿元，因去年同期低基数，同比多增426亿元，但较17-21年同期均值少增近300亿元。2) 居民中长期贷款增加2658亿元，同比少增1601亿元，较17-21年同期均值少增近2000亿元。

企业贷款同比改善，短期贷款、中长期贷款均同比多增，仅票据融资有所缩量。1) 企业短期贷款减少121亿元，同比少减超1000亿元，较17-21年同期均值少减近400亿元。2) 企业中长期贷款新增7353亿元，同比多增超2100亿元，较17-21年同期均值多增近2600亿元。3) 票据融资新增1591亿元，同比少增1222亿元，与17-21年同期均值基本持平。

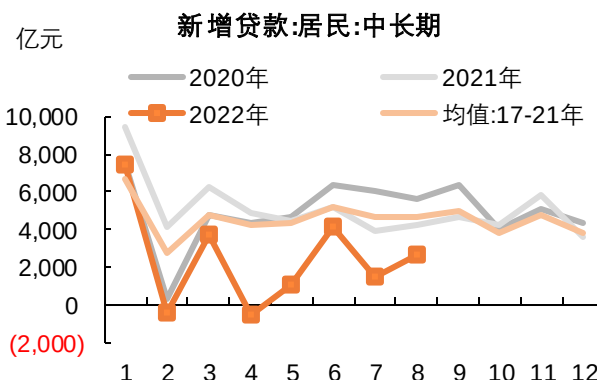
8月企业贷款恢复的原因有二：一方面，央行以降息、窗口指导等方式助力“稳信用”。8月15日，央行调降MLF利率10bp，而后1年期和5年期LPR报价分别下调5bp、15bp，贷款利率的下行一定程度上提振了企业贷款的需求。8月22日，央行、银保监会召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会，强调“主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性”。另一方面，基建领域是信贷投放的重要抓手。如前所述，8月首批3000亿元政策性、开发性金融工具投放完毕，与之配套的基建相关企业中长期贷款或随之放量。

图表6 8月人民币贷款分项同比略有增量



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 8月新增居民中长期贷款约为去年同期的62%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 8月企业中长期贷款同比多增，达历年同期高位

图表9 8月表内票据同比缩量

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45966

