

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

四季度，我们看股债双牛

2022年10月12日

- **新增信贷超预期多增，企业贷款贡献最大。**9月新增信贷同比大幅多增8100亿元，创下2020年3月后最大增幅。分项上企业贷款贡献最大，究其原因，一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。二是随着政策工具落地，基建投资需求持续上升。三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。其他的，居民贷款同比少增，消费与购房需求仍为拖累。票据融资回落，自2021年3月以来首次出现同比减少。
- **社融增速回升，委托贷款大幅增加。**9月新增社融3.53万亿元、同比多增6274亿元，存量增速升至10.6%。分项上，受新增专项债发行放缓的影响，政府债融资持续同比少增。直接融资变化不大，企业债融资与股票融资合计同比少增12亿元。值得关注的是，9月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款大幅增加。实践中，开发性金融工具多以股东借款模式落地，资金投放过程中产生委托贷款。
- **M2-M1增速剪刀差收窄，实体经济预期好转。**5-7月M1增速也曾出现一波回升，但当时更多是由于留抵退税力度大，直接增加了企业银行账户的活期存款。9月留抵退税规模进一步下滑，不再是M1回升的主要原因，当月M1增速上升0.3个百分点至6.4%，M2-M1增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。存款上，财政存款持续放量，居民企业存款增多。
- **四季度股债双牛的逻辑。**1) 企业中长贷回升期，价值股和金融板块表现通常较好。我们预计企业中长贷未来将继续上升，一是留抵退税对企业贷款的抑制趋于结束；二是设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策共同推动企业中长贷回升。2) 流动性宽松对于债市的利好不容忽视。四季度，利空债市的因素有宽信用回归、经济好于预期修复。利好因素则在于流动性有望继续保持宽松。原因在于，政策工具在支持信贷增长的同时，还能够有效补充流动性。考虑到10月存在较明显资金缺口，央行进一步货币宽松可期。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。



目 录

一、新增信贷超预期多增，企业贷款贡献最大	3
二、社融增速回升，委托贷款大幅增加	4
三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期好转	5
四、四季度股债双牛的逻辑	6
风险因素	8

图 目 录

图 1：9 月人民币信贷大幅多增，企业贷款贡献最大	3
图 2：沥青开工率持续改善	4
图 3：水泥发运率持续改善	4
图 4：9 月新增社融同比多增 6274 亿元	5
图 5：委托贷款一反常态地大幅增加	5
图 6：9 月 M2-M1 增速剪刀差收窄	6
图 7：9 月财政存款持续放量，居民企业存款增多	6
图 8：企业中长贷回升期，价值股表现通常较好	7
图 9：企业中长贷与金融板块	7
图 10：各项结构性货币政策工具及实施细则	8
图 11：9 月末 PSL 余额明显增加	8

事件：

10月12日，央行公布9月金融数据：新增人民币贷款2.47万亿元，预期1.76万亿元，前值1.25亿元。新增社会融资规模3.53万亿元，前值2.43万亿元。M2同比增长12.10%，预期11.95%，前值12.20%。

一、新增信贷超预期多增，企业贷款贡献最大

新增信贷大幅多增，超市场预期。9月新增人民币贷款2.47万亿元，同比大幅多增8100亿元，创下2020年3月份以来最高单月增幅。从分项上看：

1) 企业贷款增幅扩张，为最大贡献项。9月企业贷款同比多增9370亿元，其中短期贷款同比多增4741亿元，中长期贷款同比多增6540亿元。究其原因：

一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。截至9月27日，第二批3000亿基础设施投资基金已投放完毕（首批3000亿已于8月26日全部投放完毕），用于补充包括新基建在内的重大项目资本金。新增专项债的支出进度也在9、10月份迎来提速，按照最新要求，今年新增专项债要求在10月底前使用完毕，对10月底前仍无法开工的项目将收回专项债资金。叠加“尽快形成实物工作量”的政策导向，专项债资金拨付与配套融资都在加快，以确保项目尽快满足落地投产条件。此外，政策行新增的8000亿信贷额度也在持续给予实体部门信贷支持。

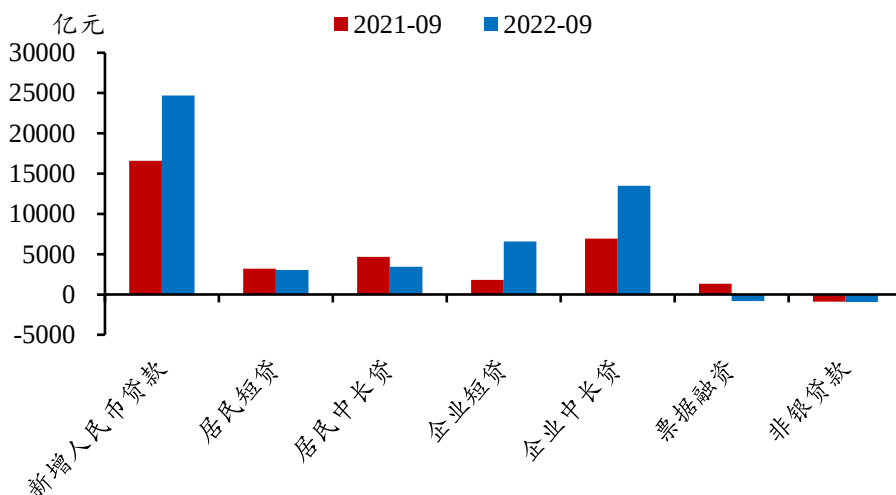
二是基建投资需求持续上升。随着一系列政策工具的落地，基建高频数据持续改善，包括9月建筑业PMI升至60.2%的高景气水平，9月末石油沥青装置开工率升至46.2%（去年同期39.7%），水泥发运率回升至51.3%。反映出基建开工、投产势头正旺，资金需求也随之提升。

三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。根据国税总局数据，截至9月20日，今年已累计有22113亿元留抵退税款退付到纳税人账户，年内剩余约650亿，对于企业现金流的补充将进一步减弱（详见报告《汇率与地产变局下的货币政策展望》）。

2) 居民贷款同比少增，消费与购房需求仍为拖累。9月居民贷款同比少增1383亿元，其中短期贷款同比少增181亿元，中长期贷款同比少增1211亿元，反映出居民消费与购房意愿依然受到压制。从央行最新问卷调查来看，居民购房意愿呈现触底回升迹象，Q3更多投资占比升至19.1%，较Q2上行1.2个百分点。国庆节前一系列重磅政策落地，包括阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、减免换房个税等，静待政策催化效果。

3) 票据融资自2021年3月以来首次出现同比减少。在企业贷款的超预期表现下，银行不再需要做多票据以填充信贷规模，9月票据融资同比减少827亿元。其他分项上，9月非银贷款减少930亿元，同比多减50亿元。

图1：9月人民币信贷大幅多增，企业贷款贡献最大



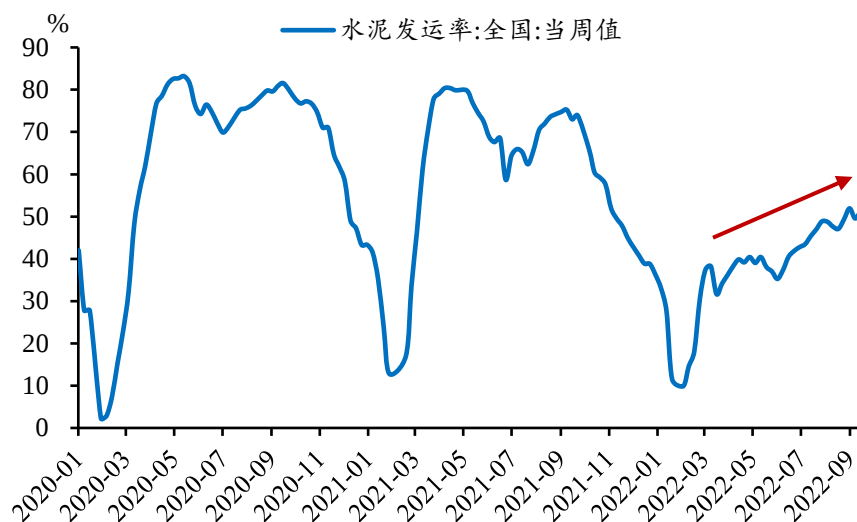
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：沥青开工率持续改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：水泥发运率持续改善



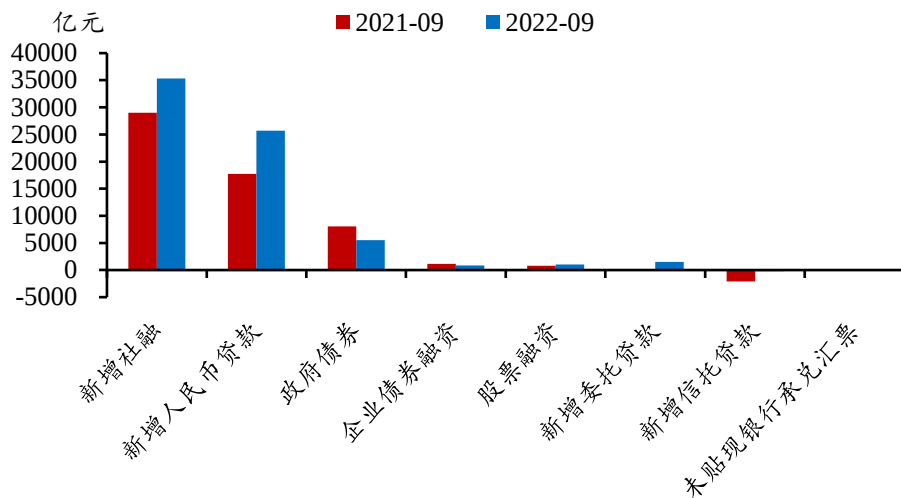
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速回升，委托贷款大幅增加

社融增速回升，委托贷款大幅增加。9月新增社融规模3.53万亿元、同比多增6274亿元，社融存量增速10.6%，较上月回升0.1个百分点。分项上看，社融口径下人民币贷款的拉动作用明显，同比多增7964亿元。政府债融资是最大拖累项，9月新增专项债发行规模降至240.6亿元，拖累当月政府债同比少增2541亿元。直接融资变化不大，企业债融资与股票融资合计同比少增12亿元。**值得关注的是，9月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款同比多增1529亿元。**此外，信托贷款同比少减1906亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增120亿元。

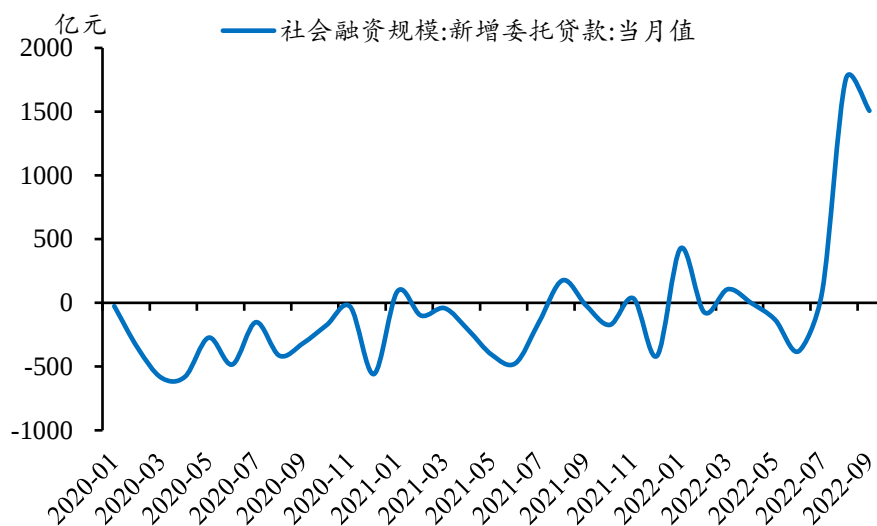
我们在报告《表外融资崛起》中曾指出，**委托贷款表现强势，或与开发性金融工具有关。**从实践上看，开发性金融工具多以股东借款模式落地，涉及国开行（或其他政策行）、基础设施投资基金公司（国开行100%控股）、项目公司股东共三方，基金公司委托国开行对项目公司发放贷款，项目公司股东再以贷款形式对项目注资。

图 4：9 月新增社融同比多增 6274 亿元



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：委托贷款一反常态地大幅增加



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

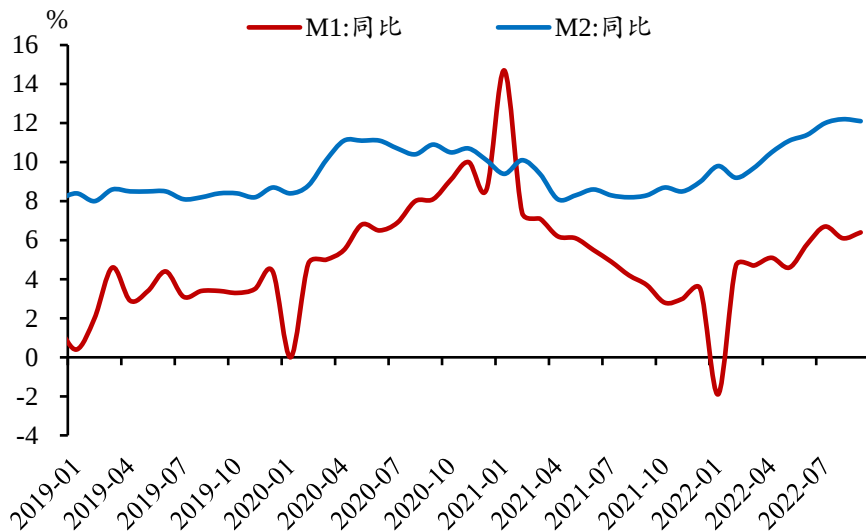
三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期好转

9 月 M2 增速小幅回落 0.1 个百分点至 12.1%，M1 增速上升 0.3 个百分点至 6.4%，M2-M1 增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。5-7 月份 M1 增速也曾出现一波回升，但当时更多是由于留抵退税力度大，直接增加了企业银行账户的活期存款。如前文所述，9 月留抵退税规模进一步下滑，不再是 M1 回升的主要原因。因此当月 M1 增速上行，能够更加真实地反映出实体经济预期好转。

财政存款持续放量，居民企业存款增多。存款端来看，9 月是财政支出大月，财政存款减少 4800 亿元。居民存款同比多增 3232 亿元，与当前居民储蓄意愿依然较高相对应。企业存款同比多增 2457 亿元，与当月企业贷款需求旺盛、派生存款较多有关。

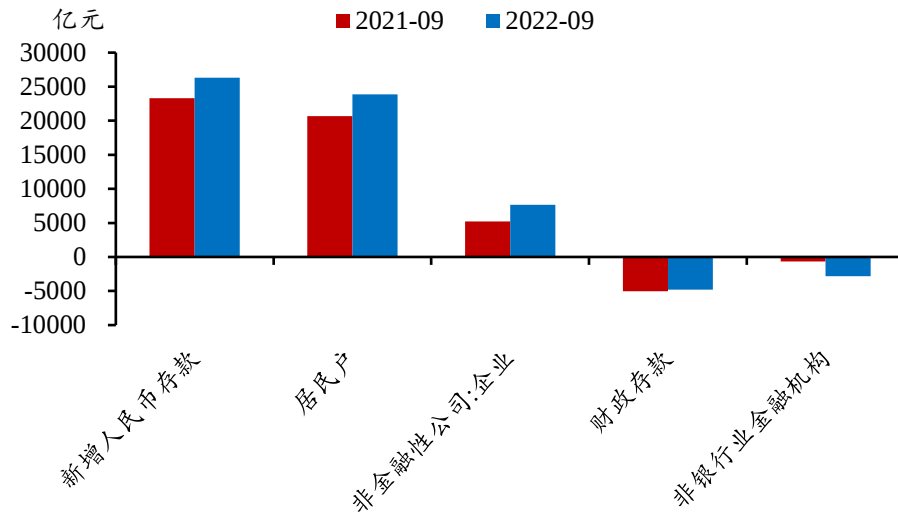


图 6：9 月 M2-M1 增速剪刀差收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：9 月财政存款持续放量，居民企业存款增多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、四季度股债双牛的逻辑

人民币升值预期 估值修复逻辑 流动性宽松预期 政策利好预期 市场情绪修复

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_47110

