

总量研究

政策加码稳信用，实体需求渐回暖

——2022 年 9 月金融数据点评

要点

事件：10 月 11 日，中国人民银行公布 9 月货币金融数据。人民币贷款新增 2.47 万亿元，前值 1.25 万亿元；社融新增 3.53 万亿元，前值 2.43 万亿元，存量同比增速 10.6%，前值 10.5%；M2 增速 12.1%，前值 12.2%。

核心观点：9 月新增社融再次超出市场预期，延续 8 月回暖态势。政府端，政府债券发行节奏前置，叠加专项债结存限额 9 月落地规模较小，导致政府部门净融资延续回落态势；企业端，在政策性金融工具、重启 PSL、增设专项再贷款、融资利率下行等多重政策扶持下，企业贷款需求企稳回升，推动企业部门净融资延续同比多增；居民端，汽车消费景气仍然高于往年同期，但商品房销售维持低迷，居民部门净融资延续收缩态势。

展望来看，社融增速年内大概率仍将维持窄幅震荡，10 月有望维持上行，11 月至 12 月阶段性承压，全年增速在 10.5% 左右。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场走势是最大的不确定性来源。信用扩张强度和持续性的确认，仍有待于房地产链条融资和疫情的进一步企稳。

融资：社融增速企稳，信贷结构优化

9 月新增社融再次超出市场预期，延续 8 月回暖态势。其中，企业部门新增信贷 1.83 万亿元，同比多增 9051 亿元；对公中长期贷款同比多增 6540 亿元，大幅超出往年季节性水平。归因来看，主要源于三个方面的因素：

一则，6 月国常会调增政策性银行信贷额度 8000 亿元，8 月国常会在原有 3000 亿元额度基础上，再度追加 3000 亿元以上金融工具额度，并可以根据实际需要扩大规模。其中，6000 亿元政策性金融工具额度已于 9 月基本使用完毕，在补充基建项目资本金，推动项目落地的同时，也增加了基建配套中长期贷款需求。

二则，8 月 22 日，5 年期以上 LPR 下行 15 个基点，社会综合融资成本明显下行，有利于激发实体企业的融资意愿。人民银行公布的三季度调查问卷显示，总体贷款需求指数较二季度上行 2.4 个百分点至 59%，其中，基础设施和小型企业贷款需求上行幅度较大。

三则，人民银行公布数据显示，9 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）1082 亿元，资金投向大概率为房地产和基建领域，对企业部门融资形成进一步支撑。

展望：社融增速年内有望维持窄幅震荡，全年增速或在 10.5% 左右

政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但 8 月国常会要求用好 5000 亿元专项债结存限额，政府融资对新增社融的拖累有望减弱，在较强的宽信用政策诉求下，无须过度担心政府融资的缺席。

企业层面，考虑到央行前期表态可以根据需要增加政策性开发性金融工具额度；并且 9 月相继重启 PSL 投放、设立“保交楼”专项借款和设备更新再贷款；同时，鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款、房地产等领域的信贷投放。因而，我们预计四季度企业中长期信贷有望保持强劲。

居民层面，居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动。考虑到 9 月末以来，央行等部委推出多项政策刺激商品房销售回暖。在房地产政策频吹暖风的背景下，居民购房预期有望继续改善，居民中长期贷款对新增社融的拖累作用，大概率将明显弱于三季度。

风险提示：政策落地不及预期，本土疫情大范围扩散，重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

相关研报

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1. 社融增速企稳，信贷结构优化	3
2. 资金活力小幅改善，利率有望低位震荡	6
3. 风险提示	6

图目录

图 1：表内融资推动 9 月新增社融大超预期	3
图 2：政府部门和居民部门融资拖累新增社融.....	3
图 3：新增对公中长期贷款明显好于季节性水平	4
图 4：三季度贷款需求小幅回升.....	4
图 5：乘用车零售维持较高景气度对居民消费信贷形成支撑.....	5
图 6：30 大中城市商品房成交面积依然维持负缺口.....	5
图 7：货币增速剪刀差小幅收敛.....	6
图 8：货币供需差小幅收敛	6

1. 社融增速企稳，信贷结构优化

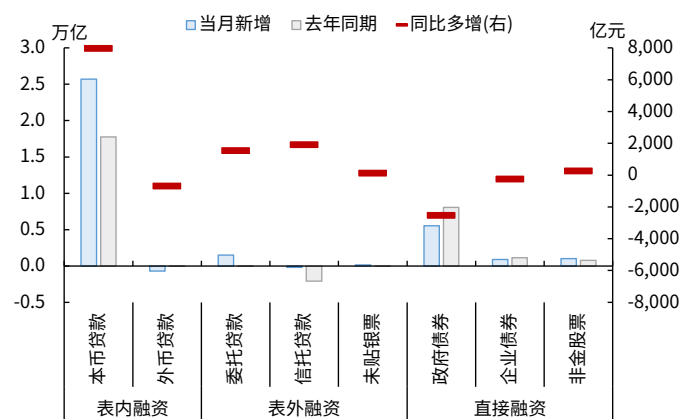
9月新增社融再次超出市场预期，延续8月回暖态势，表内融资多增是主要的助推因素。9月新增社融3.53万亿元，明显高于市场预期(Wind一致预期为2.80万亿元)，同比多增6245亿元；9月新增信贷2.47万亿元，大幅超出市场预期(Wind一致预期为1.76万亿元)，同比多增8108亿元。

从融资方式来看，社融口径下的人民币贷款同比多增7964亿元，外币贷款同比少增694亿元，表内融资合计同比多增7270亿元，是9月新增社融大幅超出市场预期的主要推动因素。其中，9月人民币贷款大幅同比多增，主要源于政策加码发力稳定信贷增长，叠加实体需求有所改善。

另外，政府债券融资同比少增2541亿元，企业债券融资同比少增261亿元，持续拖累新增社融。政府债券同比少增，主要源于今年政府债券发行节奏整体前置，1月至6月已基本完成全年专项债新增额度的发行工作；企业债券同比少增，则主要源于7月房企信用风险再度发酵等风险事件的因素。

从融资主体来看，政府部门净融资同比少增2541亿元，居民部门净融资同比少增1392亿元，是9月新增社融的主要拖累项；而企业部门净融资则延续同比多增态势，9月同比多增1.02万亿元，对新增社融形成强劲拉动作用。

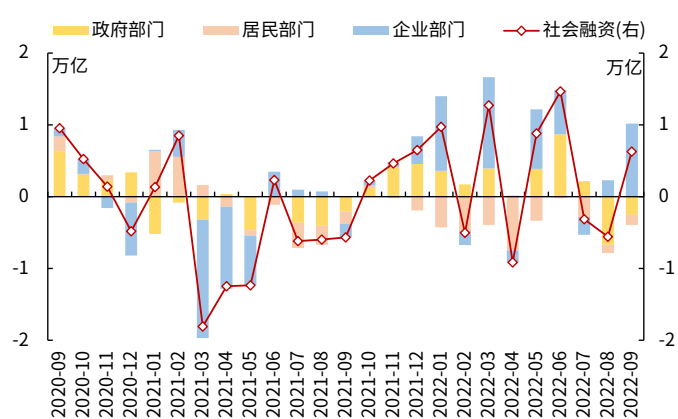
图1：表内融资推动9月新增社融大超预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年9月

图2：政府部门和居民部门融资拖累新增社融



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年9月

结构层面，政府债券发行节奏前置，叠加5000亿元专项债结存限额9月落地规模较小，导致政府部门净融资延续回落，对新增社融形成显著拖累；在政策持续加码稳信用以及实体需求改善的背景下，企业部门净融资延续同比多增态势；汽车消费补贴等政策刺激下，汽车消费景气度仍然高于往年同期，但商品房销售维持低迷，居民部门净融资仍然维持收缩态势。

政府端来看，政府部门的年度净融资额由于受到预算约束，相对来说是较为透明的，为3.37万亿元的赤字额度，3.65万亿元的专项债新增额度，以及5000亿元地方专项债结存限额，也就是说，今年政府部门融资净额大约在7.52万亿元左右。

由于今年政府债券发行节奏整体前置，1-6月地方政府通过专项债净融资 34114 亿元，基本将全年专项债新增额度发行完毕。因而，从 7 月份开始政府债券融资开始放缓，并由同比多增转为同比少增，对新增社融形成拖累作用。但随着 8 月国常会要求将 5000 亿元专项债结存限额在 10 月底前发行完毕，9 月政府债券融资对新增社融的拖累作用明显减弱，10 月有望进一步减弱甚至转为同比多增。

企业端来看，9 月企业部门新增信贷 1.83 万亿元，同比多增 9051 亿元，其中，对公中长期贷款同比多增 6540 亿元，大幅超出往年季节性水平。归因来看，对公贷款(尤其是对公中长期贷款)的同比多增，主要源于三个方面的因素：

一，6 月 1 日国常会调增政策性银行信贷额度 8000 亿元，6 月 29 日国常会进一步提出设立 3000 亿元政策性开发性金融工具支持重大项目建设，随后，8 月国常会再度追加 3000 亿元以上金融工具额度，并可以根据实际需要扩大规模。其中，6000 亿元政策性开发性政策工具额度已于 9 月基本使用完毕，相关金融工具在补充基建项目资本金，推动基建项目落地的同时，也增加了基建配套中长期贷款需求。

二，8 月 15 日，人民银行超预期地将 OMO、MLF 中标利率等政策利率调降了 10 个基点；随后，8 月 22 日，1 年期和 5 年期以上 LPR 报价利率分别下行 5 个和 15 个基点，社会综合融资成本再度明显下行，融资成本下行也有利于激发实体企业的融资意愿。人民银行公布的三季度调查问卷显示，总体贷款需求指数较二季度上行 2.4 个百分点至 59%，其中，基础设施和小型企业贷款需求上行幅度较大。

三，10 月 8 日，人民银行公布数据显示，9 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 1082 亿元，资金投向大概率为房地产和基建领域，对企业部门融资形成进一步支撑。

图 3：新增对公中长期贷款明显好于季节性水平

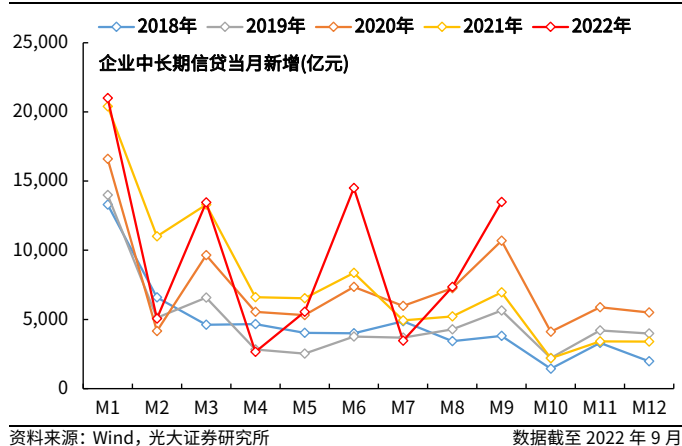
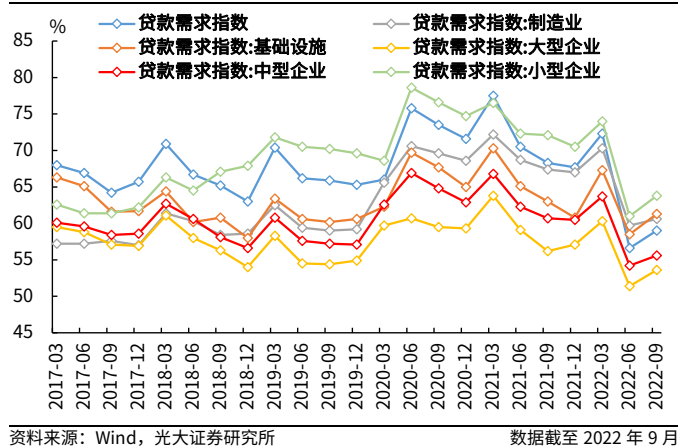


图 4：三季度贷款需求小幅回升



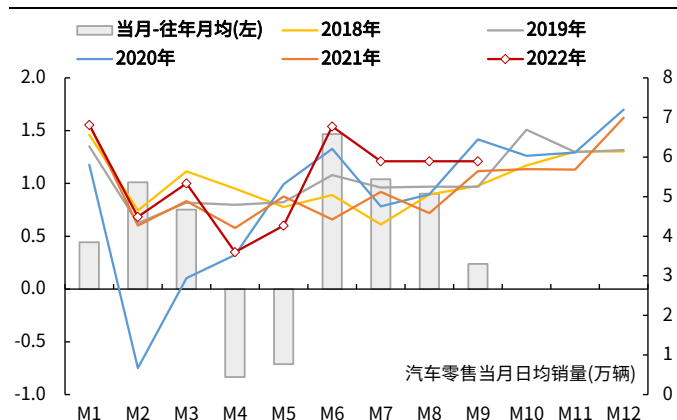
居民端来看，居民部门净融资同比少增 1392 亿元，其中，短期信贷同比少增 181 亿元，中长期信贷同比少增 1211 亿元。

一方面，4 月以来各地陆续推出汽车下乡和购车补贴措施，6 月疫情防控放开后，线下消费场景的恢复叠加购车补贴政策，明显提振了居民购车情绪，虽然 7 月后汽车消费景气有所回落，但相较往年同期仍处于较高水平。根据中国汽车工业协会

会的数据，9月日均汽车销量相较往年（2018年-2021年）同期均值多增2377辆，从而推动汽车分期等贷款需求相对旺盛。

另一方面，从30个大中城市的商品房销售数据来看，今年以来的商品房销售数据相较往年同期较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。随着年后多地放松限购限贷监管，30大中城市商品房成交面积季节性缺口在6月大幅收缩，进而带动居民中长期贷款需求有所修复，但7月后在“停工停贷潮”等风险事件扰动下，商品房销售出现明显回落。8月以来，央行等部门先后推出按揭贷款利率下行、设立“保交楼”专项借款、房屋置换退税等措施，重新激活商品房销售市场，30大中城市商品房成交面积季节性缺口开始呈现收敛态势。

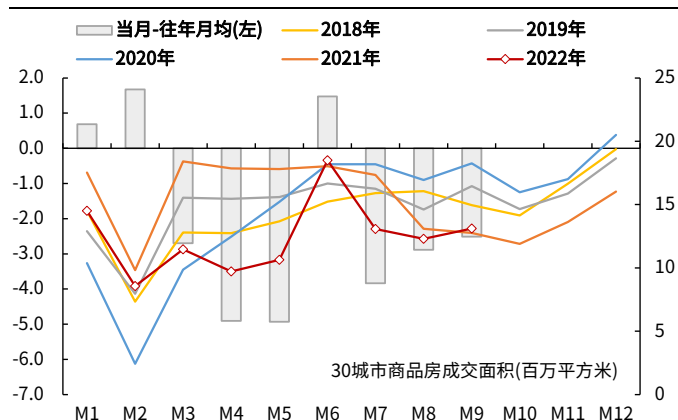
图5：乘用车零售维持较高景气度对居民消费信贷形成支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2018年-2021年当月的均值，数据截至2022年9月

图6：30大中城市商品房成交面积依然维持负缺口



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2018年-2021年当月的均值，数据截至2022年9月

展望来看，社融增速年内大概率仍将延续窄幅震荡，10月有望维持上行，11月至12月阶段性承压，全年增速在10.5%左右。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场走势是最大的不确定性来源。信用扩张强度和持续性的确认，仍有待于房地产链条融资和疫情的进一步企稳。

政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但8月国常会要求用好5000亿元专项债结存限额，政府融资对新增社融的拖累有望减弱，在较强的宽信用政策诉求下，无须过度担心政府融资的缺席。

企业层面，考虑到央行前期表态可以根据需要增加政策性开发性金融工具额度，

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_47112

