

宏观点评报告

信贷再续力

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060522090001
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 9 月新增社融 3.53 万亿元，新增人民币贷款 2.47 万亿元，M2 货币供应量同比增长 12.1%。

平安观点：

- **9 月社融显著改善，超出市场预期。具体看：一是，人民币信贷创历史同期新高，表内宽信用特征鲜明。二是，表外融资规模多增，是社融的重要支撑因素。这得益于金融监管边际松动（信托业务分类座谈会吹风融资类信托或部分保留）和基建的发力（第二批 3000 亿元政策性开发性金融工具投放完毕）。三是，政府债发行前置、企业债融资偏弱、外币贷款继续缩量对新增社融构成拖累。**
- **9 月新增人民币贷款同比大幅多增。**人民币信贷的支撑因素在于企业的短期、中长期贷款表现强劲；拖累因素则是居民的短期、中长期贷款依然低迷，票据融资规模缩减。9 月企业贷款表现偏强的原因：一是，银行与企业同步“降成本”，叠加银行季末规模考核效应，企业信贷呈供需双旺态势；二是，经济边际修复的内生力量、基建发力“稳增长”的政策支持，带来信贷需求的边际回升。
- **M1 增速上行，M2 增速下滑。**9 月 M1 同比增速提升，得益于经济的弱修复和房地产销售的环比回升，企业短期经营性现金流有所改善。M2 同比增速下行，拖累因素在于基数抬升（本轮 M2 增速自 2021 年 9 月起逐步回升）、财政资金投放力度趋缓（9 月财政存款同比少减 231 亿元）；不过，人民币信贷表现较强对 M2 构成一定支撑。
- **我们认为，今年四季度人民币贷款，尤其是中长期贷款的改善具备持续性，叠加金融监管政策优化对表外项目的提振作用，年内“剔除政府债”的社融增速有望持续回升。一是基建领域，政策性开发性金融工具、专项债对应的基建配套贷款将进一步落地。二是房地产领域信贷有望边际回暖，得益于政策“松绑”助力购房刚需释放、“保交楼”专项借款稳定购房者信心、监管部门对六大行房地产领域贷款投放的窗口指导。三是制造业领域，央行新设的 2000 亿元设备更新改造专项再贷款有望较快落地，且监管鼓励全国性银行 8-12 月再新增 1 万亿-1.5 万亿元制造业中长期贷款。**
- **本轮中长期贷款回暖的背后，政策定向支持的效用较经济基本面内生回暖更强，这是社融数据公布后股弱、债强的主要原因所在。**不过，政策的持续支持，对于以消费为代表的经济内生动能恢复也有间接和滞后的影响，后续经济基本面回暖的斜率未必持续悲观，中长期信贷续力对资产价格的指示作用有望滞后体现出来。
- **风险提示：**政策力度不及预期；地缘政治冲突升级；美联储紧缩超预期。

一、新增社融显著改善

9月社融显著改善，超出市场预期。2022年9月新增社会融资规模3.53万亿，较去年同期高6274亿元，高于市场一致预期的2.8万亿。社融存量同比增速较上月上升0.1个百分点至10.6%。剔除政府债部分后的社融存量增速较上月提升0.2个百分点至9.35%。从分项数据看，新增社融的支撑因素是人民币信贷和表外融资，债券融资和外币贷款则构成一定拖累。

一是，人民币信贷表现偏强，同比多增7964亿，创历史同期新高，表内宽信用特征鲜明。

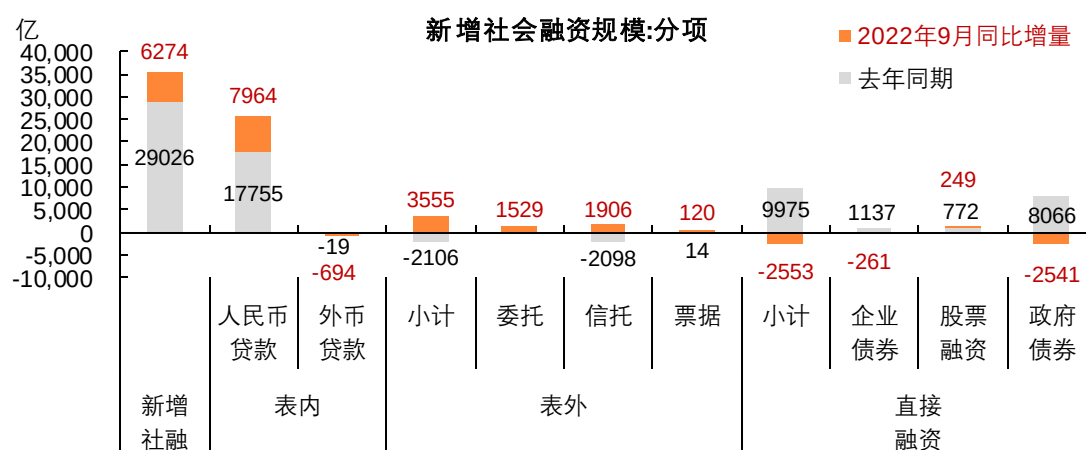
二是，表外融资规模多增，是社融的重要支撑因素。委托贷款、信托贷款和表外票据规模均高于去年同期。

- 1) 信托贷款同比少减1906亿元，相比18年-20年同期少减715亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度存在阶段性的边际松动。据上海证券报9月16日报道¹，监管部门近日召集部分信托公司召开了信托业务分类座谈会，与会人士透露，未来融资类信托业务有望继续保留一定比例，而不是彻底退出。
- 2) 委托贷款同比多增120亿元，相比18年-20年同期更多增2097亿元。委托贷款改善的核心原因在于：国开行、农发行和进出口行的第二批3000亿元政策性开发性金融工具截至9月28日投放完毕，其中以股东借款方式投放的部分资金被计入委托贷款统计口径。
- 3) 未贴现银行承兑汇票同比多增120亿元，较18年-20年同期少增41亿元，基本持平于季节性特征。

三是，债券融资表现偏弱、外币贷款继续缩量对新增社融构成拖累。

- 1) 政府债净融资5525亿元，同比少增2541亿元，主因政府债发行节奏错位。预计四季度的政府债融资总量为1.6万亿，仍较去年同期低1万亿，对年内新增社融的拖累还将持续。
- 2) 企业债净融资同比少增261亿元，较18年-20年同期少增378亿元。一是，9月Wind口径城投债净融资同比减少超过1500亿元，地方政府隐性债务严监管持续。另一方面，受监管支持增信发债影响，房地产行业净融资边际改善，同比少减169亿元。继8月龙湖成功发行首单中债全额担保增信支持的中期票据之后，美的置业、新城、碧桂园、旭辉等多家民企在9月成功发行了中债增全额担保的中期票据。
- 3) 外币贷款同比多减694亿元，或受到8月以来出口增速下滑及人民币汇率贬值的冲击。

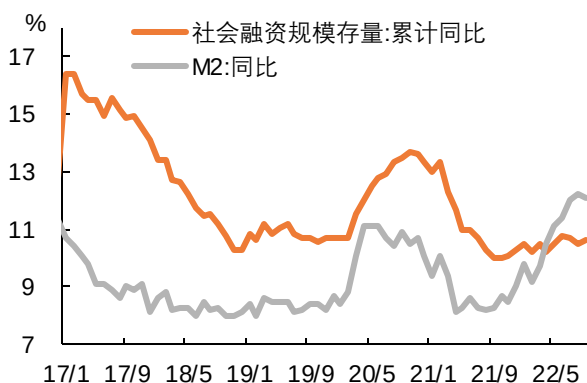
图表1 2022年9月新增社融的同比增量



资料来源: wind, 平安证券研究所

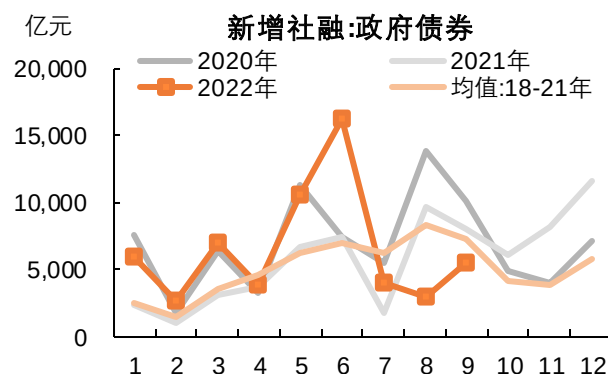
¹ https://www.cs.com.cn/yh/06/202209/t20220916_6298238.html

图表2 9月社融存量同比增速 10.6%



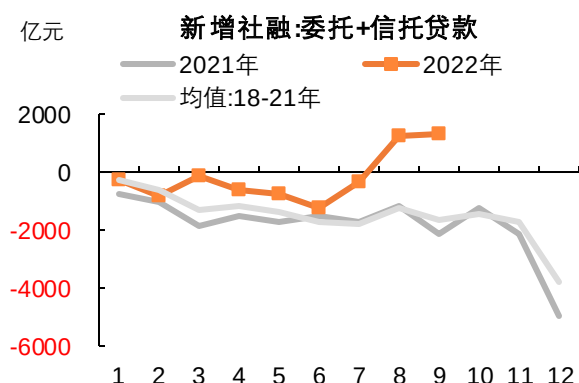
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 9月政府债净融资规模同比少增



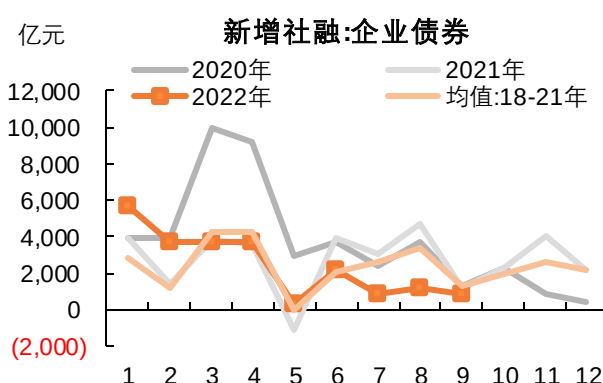
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 9月表外委托和信托贷款继续改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 9月企业债净融资依然偏弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、企业贷款表现强劲

9月新增人民币贷款同比大幅多增。9月新增人民币贷款 2.47 万亿，同比多增 8100 亿元，相比 17-21 年同期均值多增 8900 亿元；贷款存量同比增长 11.2%，相比上月提升 0.3 个百分点。人民币信贷的支撑因素在于企业的短期、中长期贷款表现强劲；拖累因素则是居民的短期、中长期贷款依然低迷，票据融资规模缩减。具体地：

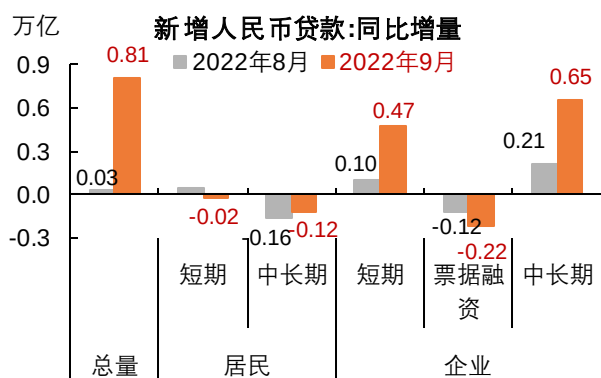
居民贷款同比继续缩量，边际略有改善。1) 居民短期贷款新增 1922 亿元，同比少增 181 亿元，略高于较 17-21 年同期均值。2) 居民中长期贷款增加 3456 亿元，同比少增 1211 亿元。在“保交楼”提振信心和“金九”促销刺激需求的影响下，9 月百强房企销售跌幅收窄，居民中长期贷款同比虽继续缩量，但已恢复至去年同期的 74.1%（高于 8 月的 62.4%）。

企业贷款表现强劲，短期贷款、中长期贷款均同比多增，仅票据融资有所缩量。1) 企业短期贷款新增 6567 亿元，同比多增超 4700 亿元，较 17-21 年同期均值多增超 5300 亿元。2) 企业中长期贷款新增 13488 亿元，同比多增超 6500 亿元，较 17-21 年同期均值多增近 7100 亿元。3) 票据融资同比少增近 2200 亿元，相比 17-21 年同期均值也减少近 1300 亿元。

9月企业贷款表现偏强的原因：一是，“降成本”助力季末信贷投放：贷款利率方面，8月22日1年期和5年期LPR报价分别下调5bp、15bp，有助于企业贷款“降成本”，刺激贷款需求。存款利率方面，9月中旬，六大行依据存款利率市场化

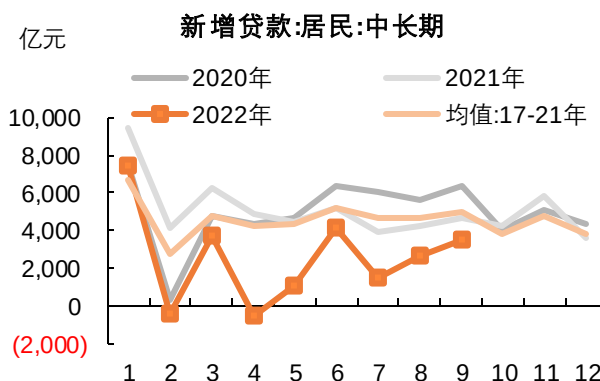
机制下调挂牌存款利率,带动多家银行跟随下调,其中部分银行为 2015 年以来首次下调挂牌存款利率,银行得以“降成本”,提升贷款投放的积极性。银行与企业同步“降成本”,叠加银行季末规模考核效应,企业信贷或呈供需双旺态势。其中的逻辑类似于 4 月下旬部分银行下调存款利率、5 月下旬 5 年期 LPR 调降 15bp 后,到 6 月正值半年度银行规模考核、信贷出现显著回暖。二是,经济边际修复的内生力量、基建发力“稳增长”的政策支持,带来信贷需求的边际回升。一方面,从统计局公布的 9 月 PMI 数据看,制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至荣枯线以上,企业生产经营活动预期指数环比回升 1.1 个百分点,经济与预期边际同步改善是信贷修复的内生力量。另一方面,基建积极发力“稳增长”是信贷投放的重要抓手,如前所述,9 月第二批 3000 亿元政策性、开发性金融工具已投放完毕,与之配套的基建领域企业中长期贷款或随之放量。

图表6 9月人民币贷款分项同比多增0.81万亿



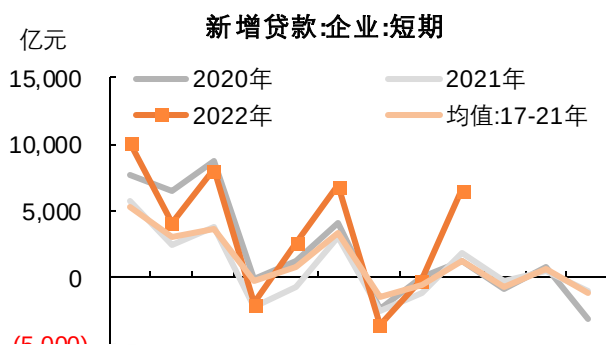
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 9月新增居民中长期贷款约为去年同期的74%

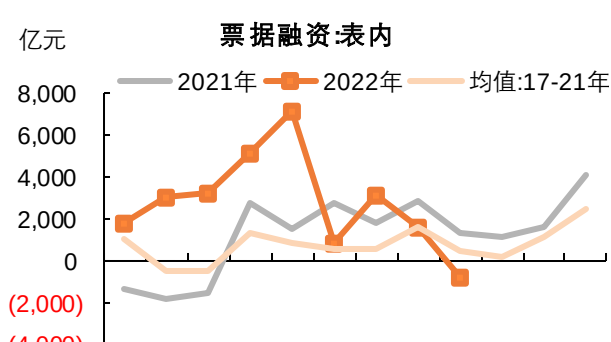


资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 9月企业中长期贷款同比多增,达历年同期高位



图表9 9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_47113

