

宏观

证券研究报告

2022年10月13日

10月社融有望维持韧性

10月11日晚公布的9月金融数据依旧超预期：9月新增人民币贷款2.47万亿元（wind预期1.76万亿元），同比去年多增8108亿元，其中企业新增中长期贷款1.35万亿元，同比去年多增6540亿元，信贷结构继续好转。9月新增社融3.53万亿元（wind预期2.8万亿元），同比去年多增6245亿元。社融规模同比增速回升0.1个点至10.6%。

金融是实体的影子，金融数据的亮眼表现是国内经济继续修复带动实体融资需求好转的体现。第一，居民中长期贷款同比降幅收窄对应了地产销售弱修复。第二，企业中长期贷款和委托贷款的高增对应了基建投资增速的高增。第三，非地产基建类融资需求回升对应了制造业和批发零售业等行业的生产经营活动改善。

后续我们认为有这么几点可以关注。短期来看，我们认为9月金融数据总量和结构的好转具有可持续性，10月大概率不会出现类似于今年6月冲高后7月明显回落的现象。

中长期来看，我们则需要关注这么两点。第一，我们预计信贷增速和社融增速大概率会随着经济增速逐步下台阶。第二，我们再次强调信用周期与经济周期的领先滞后关系正在发生改变。

风险提示：关注国内疫情演变，关注后续基建的落地情况，关注海外地缘政治扰动

作者

宋雪涛

分析师

SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐

联系人

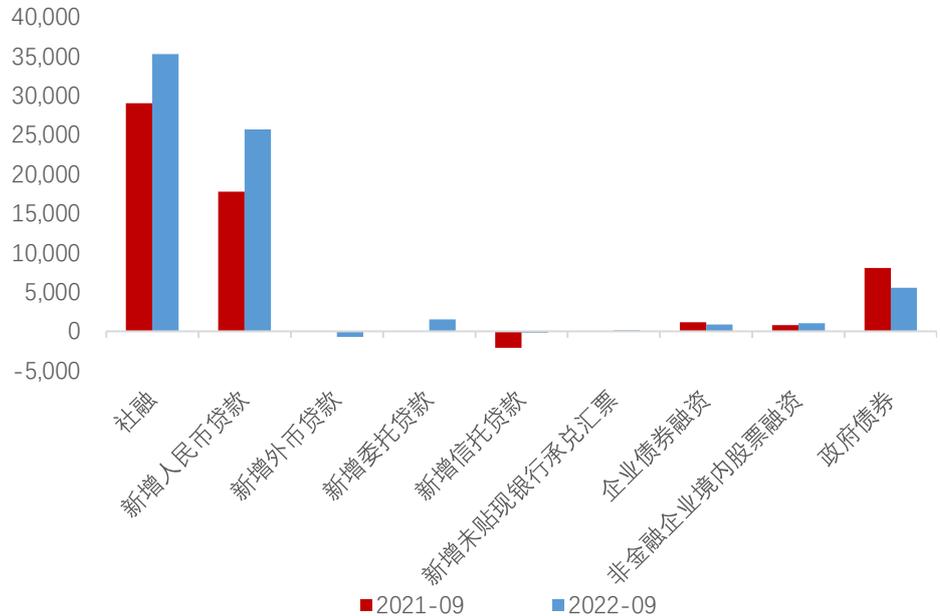
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-A股位于便宜且相对超卖的区间内-10月第2周资产配置报告》2022-10-11
- 2 《宏观报告：欧洲经济的寒冬有多冷？-欧洲经济的寒冬有多冷？》2022-10-10
- 3 《宏观报告：宏观-经济是复苏还是衰退》2022-10-03

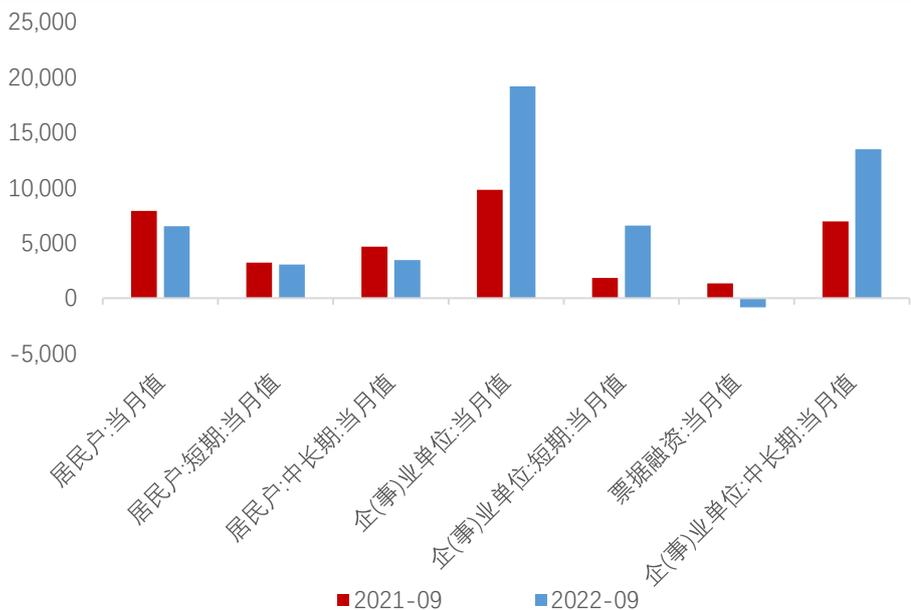
9月维持高位的票据利率以及准财政资金的快速下发（如第二笔资本金工具在9月发放规模就达到了3000亿¹）已经让市场对金融数据好转有了预期。但10月11日晚公布的9月金融数据依旧超预期：9月新增人民币贷款2.47万亿元（wind预期1.76万亿元），同比去年多增8108亿元，其中企业新增中长期贷款1.35万亿元，同比去年多增6540亿元，信贷结构继续好转。9月新增社融3.53万亿元（wind预期2.8万亿元），同比去年多增6245亿元。社融规模同比增速回升0.1个点至10.6%。

图1：社融分项一览（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：信贷分项一览（单位：亿元）

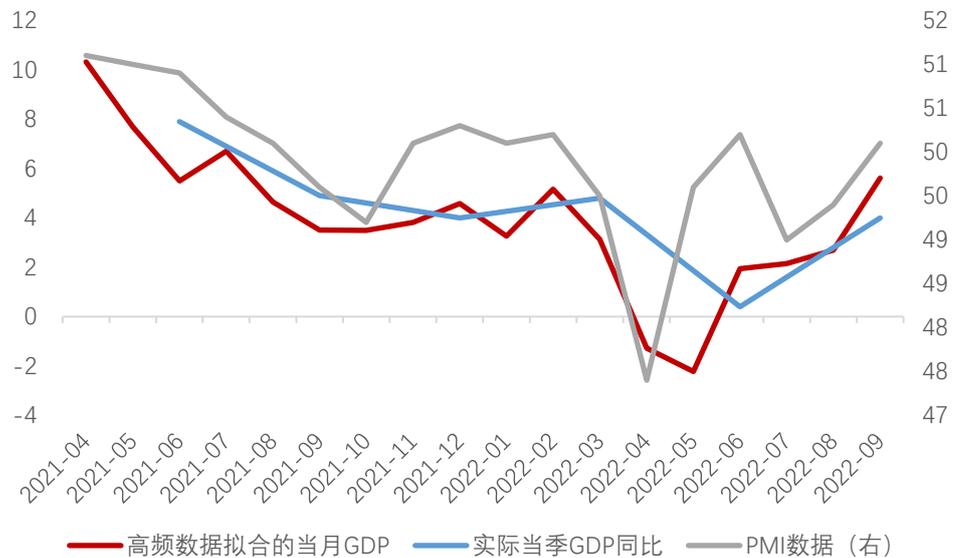


资料来源：wind，天风证券研究所

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/odzMn1MMZwUyLOC9pDLavw>

金融是实体的影子，实体融资需求改善对应了经济真实需求的恢复。基建进入新一轮投资和施工共振走强阶段，制造业和出口份额转移带来的正向循环，房地产（供给端）风险最大的时候过去等在 9 月金融数据中均有所体现（详见《经济是复苏还是衰退》）。

图 3：9 月经济明显好转（单位：%）

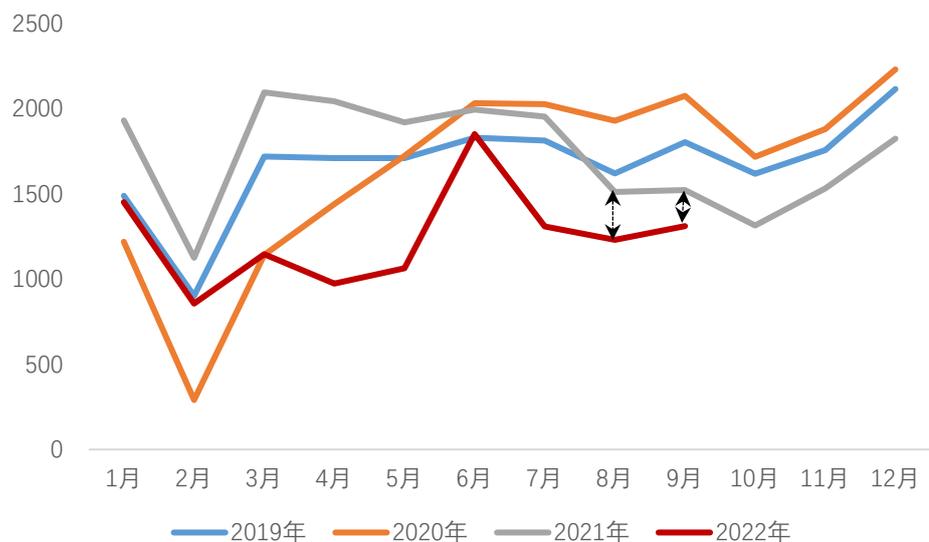


资料来源：wind，天风证券研究所（3 季度当季 GDP 为预测值）

第一，居民中长期贷款同比降幅收窄对应了地产销售弱修复。

9 月国内房地产销售市场延续了此前的弱修复行情，30 大中城市商品房成交面积先下后上，全月同比-13.9%，8 月同比-18.7%，同比降幅收窄。受此影响，虽然居民中长期贷款同比大增，但同比降幅收窄。9 月居民部门中长期贷款为 3456 亿元，同比减少 1211 亿元，8 月同比降幅为 1601 亿元。

图 4：30 大中城市商品房销售面积环比修复（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

往后来看，年内地产销售大概率会延续此前的弱修复节奏。核心支撑点是地产政策对销售的支撑力度会进一步增强。9 月末，从阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限到下调首套住房公积金贷款利率再到换购住房个人所得税退税，国内政策稳地产、稳预期的态度明确。随着政策落地、购房成本下滑以及去年基数回落，我们认为后续房地产销售能延续弱企稳态势，对信贷的拖累也会减弱。

图 5：居民预计购房支出占比企稳（单位：%）



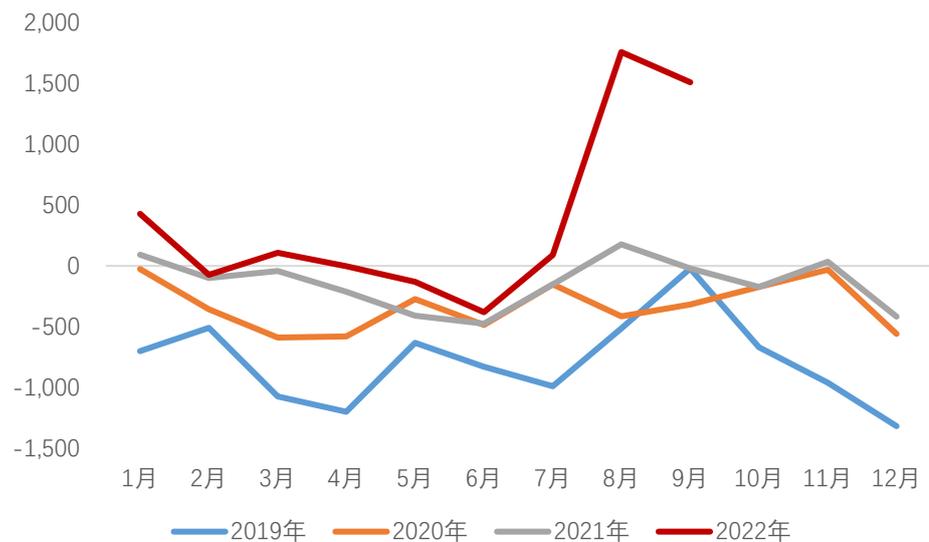
资料来源：wind，天风证券研究所

另外，房地产开发贷款也有望弱企稳。1-8 月房地产开发资金来源中，国内贷款累计同比下滑 27.4%，降幅相比于上个月收窄了 1 个百分点。9 月受地产政策频出，2000 亿的“保交楼”专项贷款等稳步下发等因素影响²，预计房地产融资环境有所改善。中指研究院数据显示 9 月房地产企业非银融资总额为 777.9 亿元，环比上升 13.3%³。

第二，企业中长期贷款和委托贷款的高增对应了基建投资增速的高增。

政策性金融工具加快落地推动委托贷款高增。8、9 月国内委托贷款分别为 1755 亿元和 1500 亿元，大幅超过此前几年均值。委托贷款高增是因为政策性开发性金融工具在投放时有部分资金会通过股东借款⁴（纳入委托贷款口径）的方式投向项目，这带动了近两个月委托贷款高增。往后来看，因为地方政府对资本金的需要依旧较高，第二笔政策性开发性金融工具的规模后续还有上行空间，预计 10 月委托贷款有望继续维持高位。

图 6：连续两个月高增的委托贷款（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

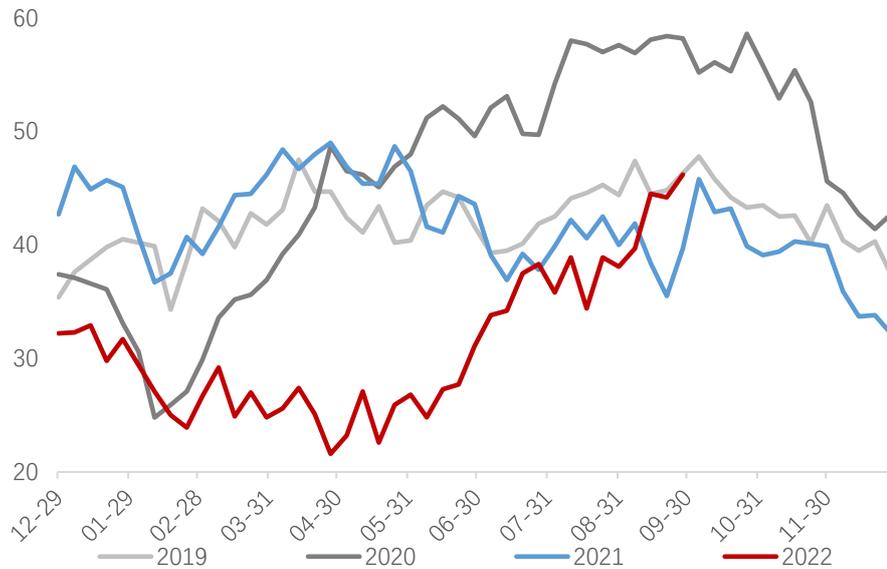
² <https://mp.weixin.qq.com/s/uKQnO2mab97AqtlmtBUTw>

³

<https://m.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?share=wechat&show=wft&code=2E30CFC049F4&newsopenstyle=wind&lan=en&device=ios&fontsize=normal&related=true&version=22.8.1#/8F784E874438EB37376E6DB2BBF17E76>

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/gO04bqTTG0NrOtf7xfq0mg>

图 7：石油沥青开工率持续回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

同时，基建也成为近期银行投放信贷资金的重要抓手。9月第二笔资本金工具加速落地，并撬动了更大规模的信贷资金。一般基建项目中资本金占比在20%左右⁵，考虑到政策性工具占资本金总额的比重不超过50%，结合农发行公布的数据⁶，预计政策性开发性金融工具资金占整个项目的比重在10%左右。这意味着已经投放6000亿资金能够撬动约6万亿左右的总项目资金，这在之后几个月里都会支撑银行信贷的投放。

央行三季度问卷调查也显示基础设施行业贷款需求指数从二季度的58.5%上行至三季度的61.3%。同时，基建贷款更偏向中长期贷款，基建融资需求回升也是企业信贷结构改善的重要原因之一。2022年上半年基建中长期贷款新增2.15万亿，占上半年企事业单位中长期贷款新增总量的35.2%，伴随着配套资金落地，预计9月银行投向基建的中长期贷款占比会明显高于35%，并对中长期贷款形成支撑。

第三，非地产基建类融资需求回升对应了制造业和批发零售业等行业的生产经营活动改善。

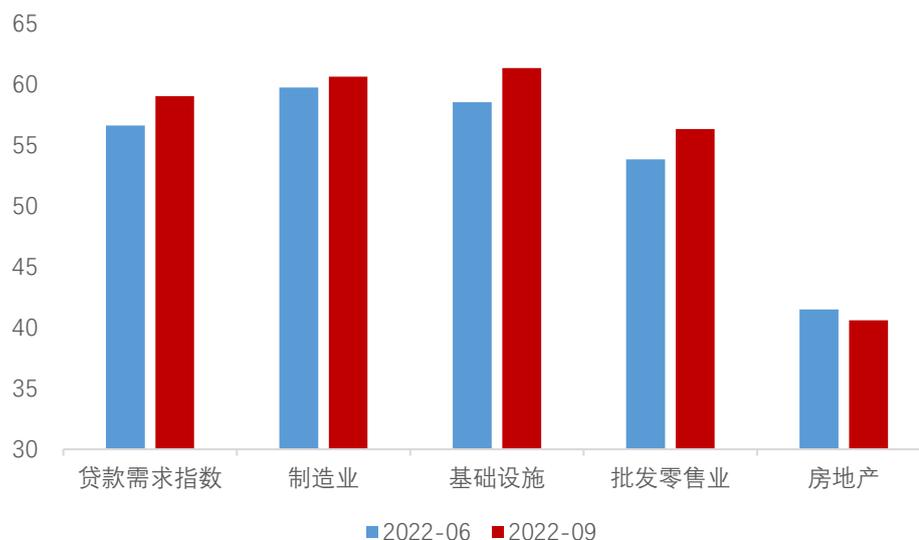
9月国内经济加速修复、上游成本下行对中下游企业提供了更大的利润空间（详见《经济是复苏还是衰退》），叠加信贷利率下滑（8月末企业贷款平均利率4.05%，为有统计以来最低值⁷），制造业等行业的融资需求在9月均有所回升。央行调查问卷显示，三季度制造业和批发零售业的贷款需求指数分别相比于二季度分别上涨0.9个和2.5个百分点。这些行业也对信贷总量和结构的好转形成支撑（上半年制造业中长期贷款同比增速为29.7%，预计三季度同比增速也在延续）。

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/8-G8A2RweDwdmYeisda_bA

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/-3T7o2CYFYPIMYxSoirgPQ>

⁷ https://mp.weixin.qq.com/s/OlrS7YO7KIK_1fH-XLRD2Q

图 8：除地产外，其他行业的贷款需求指数均有所好转（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

在理解 9 月金融数据后，后续我们认为有这么几点可以关注。

短期来看，我们认为 9 月金融数据总量和结构的好转具有可持续性，10 月大概率不会出现类似于今年 6 月冲高后 7 月明显回落的现象。

第一，人民币贷款同比增速回升有基建和制造业的持续支撑，且地产的拖累在减弱。

原因一，资本金工具继续投放、新增 5000 亿专项债资金下发以及前期配套资金继续落地能够继续支撑基建投资。另外，今年经济发力的重点集中在东南沿海地区，政策也强调“各地要在 10 月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量”⁸，因此我们预计冬季对基建的影响较弱。信贷后续依旧能够以基建为抓手，实现顺利投放。

原因二，制造业融资需求有望维持韧性。9 月央行推出了 2000 亿设备更新再贷款，在财政贴息后，企业的实际贷款成本仅有 0.7%⁹。另外，每经网也表示“近期监管在鼓励银行加大对制造业贷款的投放，要求 21 家全国性银行在 1-7 月新增 1.7 万亿元左右的制造业中长期贷款的基础上，8-12 月鼓励再新增 1 万亿-1.5 万亿元，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于 30%。”¹⁰在政策的推动下，叠加部分制造业正处于被动去库存阶段，自身投资需求也较旺盛，预计制造业对信贷的支撑会维持韧性。

原因三，地产对信贷的拖累放缓。近期政策继续发力，9 月媒体报导央行和银保监会要求银行后续加大对房地产的融资支持力度¹¹，仅六大行的新增规模就在 6000 亿。而去年四季度金融机构新增的房地产贷款仅 7800 亿元，这意味着房地产贷款对信贷的拖累在今年四季度会出现大幅扭转（上半年新增房地产贷款为 6685 亿元，去年同期为 2.42 万亿）。

按照我们估算，今年金融机构各项贷款余额同比增速有望继续向上回升至 11.4%左右，乐观估计能够到 11.5%以上。同时信贷结构改善，年内中长期贷款同比增速也有望进一步回升至 10.5%，乐观估计能回升至 10.7%。

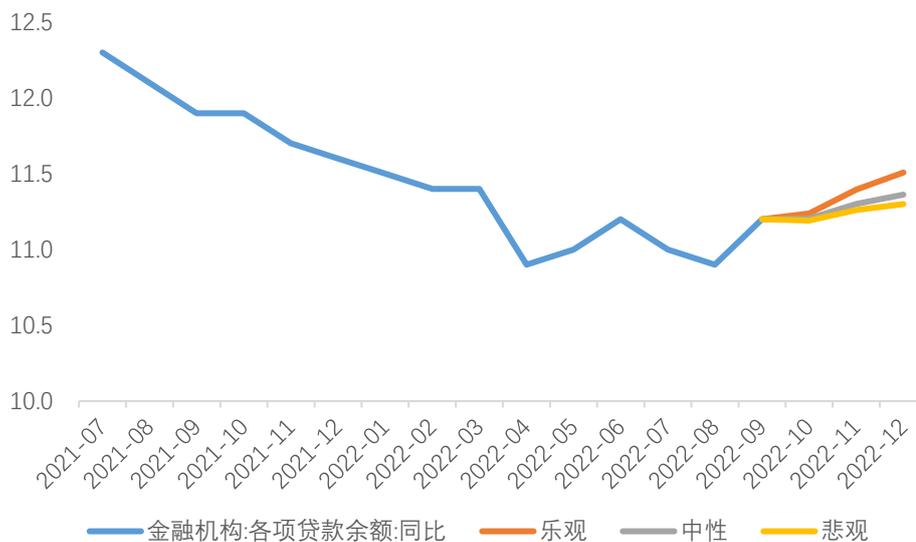
⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/bdLBUHwEdrdF7PFyiRAWg>

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/acyeSlhKYgdQsidsDRsOnQ>

¹⁰ [监管鼓励银行进一步加大制造业中长期贷款投放力度，21 家全国性银行 8-12 月预计新增 1 万亿-1.5 万亿 | 每经网 \(nbd.com.cn\)](https://www.nbd.com.cn)

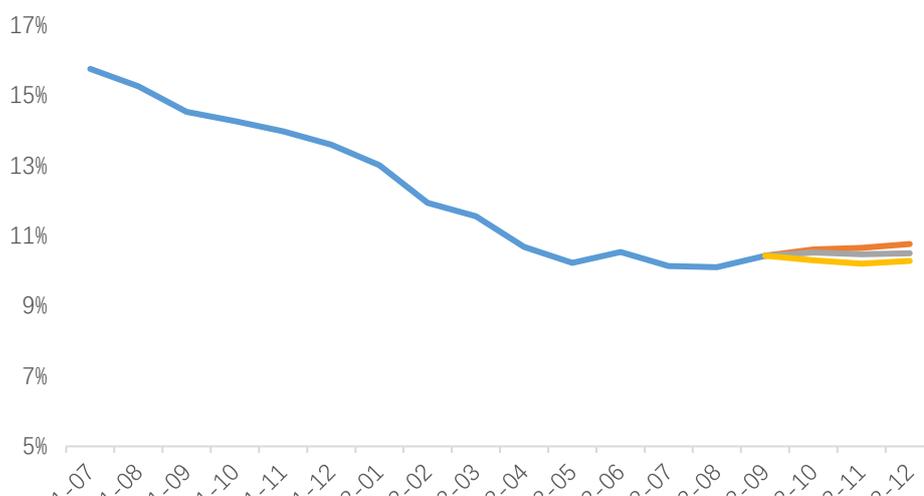
¹¹ [央行银保监会要求六大行每家年内至少提供 1000 亿元房地产融资支持 \(10jqka.com.cn\)](https://www.10jqka.com.cn)

图 9：信贷后续增速有望继续回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：中长期贷款增速有望企稳回升



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_47277

