

金融数据老故事：政府加杠杆，居民降杠杆

2022 年 10 月 12 日

10 月 11 日，央行公布 9 月金融数据，9 月社融新增 3.53 万亿，同比多增 0.63 万亿；新增信贷 2.47 万亿，同比多增 0.81 万亿；社融存量同比增速 10.6%，较上月增速上升 0.1 个 pct。

9 月信用端弱企稳，背后还是老故事——政府加杠杆

结束两个月同比回落之后，9 月社融数据终于迎来企稳，兑现我们之前提示，7 月是信用收缩时期，往后看信用有企稳的可能性。

社融企稳动能来自哪里？数据结构清晰显示，企业中长贷是本月信用企稳回升的最大驱动分项。9 月新增企业中长贷 1.35 万亿，几乎是去年同期的两倍之多，同比多增 6540 亿元。

2015 年以来的历史经验数据表明，企业中长贷约半数与基建相关。一般制造业投资驱动的中长期贷款，不太容易在短短 2-3 个月时间出现信贷额度的重大变化。而 9 月企业中长贷较之前月份有明显放量，基建支撑 9 月中长贷扩容的概率非常高。毕竟，基建投融资带有较强的政策主导意愿，能在短期内出现快速变化。

再者 8 月新一轮稳增长工具落地，尤其是政策性金融工具对基建项目支持，有效撬动基建项目相关的信贷需求，推动企业中长贷走高。

沥青开工率等高频指标均指向基建相关需求回暖，这也与 9 月高温缓解，建筑业 PMI 回暖相印证。

综合考虑，9 月企业中长贷明显放量，描绘的依然是政府加杠杆投资基建的故事。稍有不同的是，上半年基建主要依靠专项债，9 月以后政府杠杆更多借助表内信贷途径。

9 月居民信贷仍偏弱，叠加 M2 高涨，背后也是老故事——居民降杠杆

9 月居民信贷环比略有改善，总量仍然偏低，居民中长贷新增 3456 亿元，同比少增 1211 亿元；居民短贷 3038 亿元，同比少增 181 亿元。

考虑到去年下半年地产销售下滑较快，今年 9 月以后居民信贷面临相对较低的基数，再者 8 月底以来的新一轮地产政策不断出台，地产尚未出现进一步下滑。在这种情况下，8 月以来地产进入阶段性磨底状态。

再结合偏高的 M2 增速，今年居民部门的状态异常清晰，同时也是历史罕见：居民部门去杠杆。历史上唯一可以相较本轮居民部门状态的就是 2008 年前后，居民部门杠杆率也几乎持平。

目前经济是一个阶段性磨底状态

其一，中长贷回升只是政府加杠杆换了一种形式：由政府债券切换为表内信贷。今年专项债集中在上半年发行完毕，社融增速在 7-8 月边际回落，但随着政策性金融工具落地，拉动基建相关信贷，实质对应的是基建年内保持平稳的主线。

其二，企业中长贷在今年表现出明显的季末冲量的特征。在 3 月、6 月均有大幅回升后再次回落的现象，反映了实体融资需求并没有像 9 月数据显示的如此大幅度的回暖，其持续性仍然有待观察。

其三，居民信贷环比有所好转，但并未系统性修复，反映地产处于磨底期。预计未来社融增速有望继续企稳，主要是依靠基建相关信贷拉动。社融能否大幅扩张的核心变量仍落在内需，尤其是地产这一关键变量的演绎。

➤ **风险提示：**地产政策超预期；出口增速下滑超预期；疫情超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

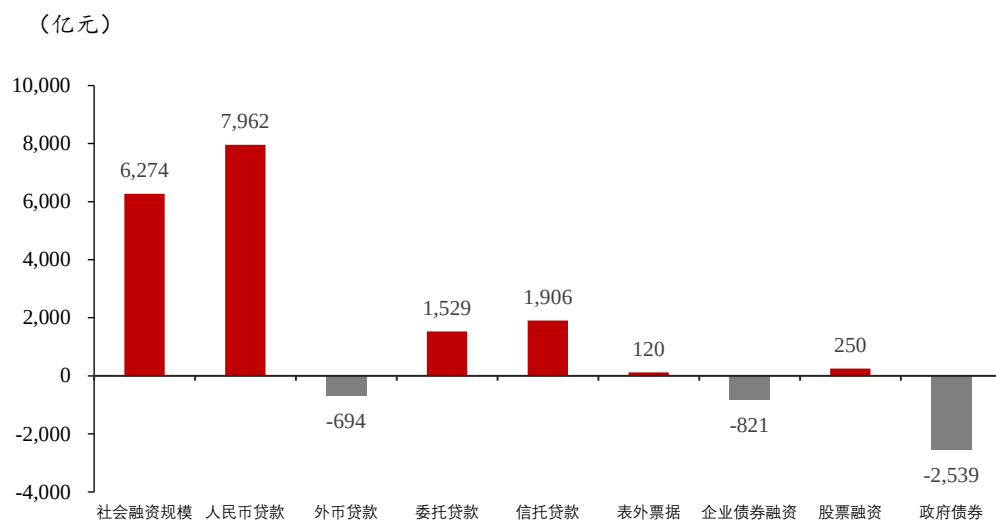
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：人民币汇率的下一个“路标”-2022/10/11
- 2.全球大类资产跟踪周报：全球市场再度动荡-2022/10/10
- 3.四季度宏观经济及大类资产展望：关键变化或将到来-2022/10/09
- 4.2022 年 9 月 PMI 数据点评：经济的基本逻辑没有变化-2022/09/30
- 5.宏观专题研究：汇率逼近 7.2 之际，打开外汇管理工具箱-2022/09/27

图1：9月社融同比多增



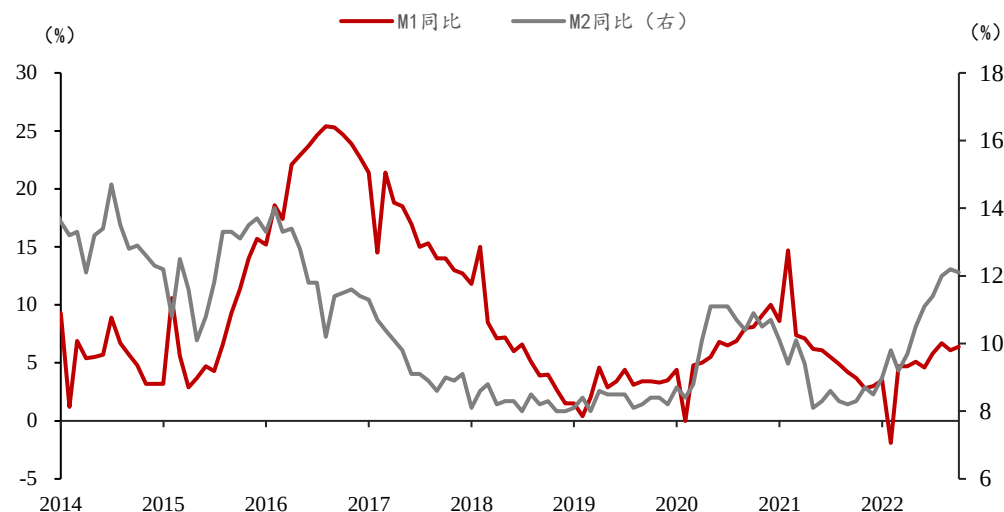
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：社融增速小幅回升



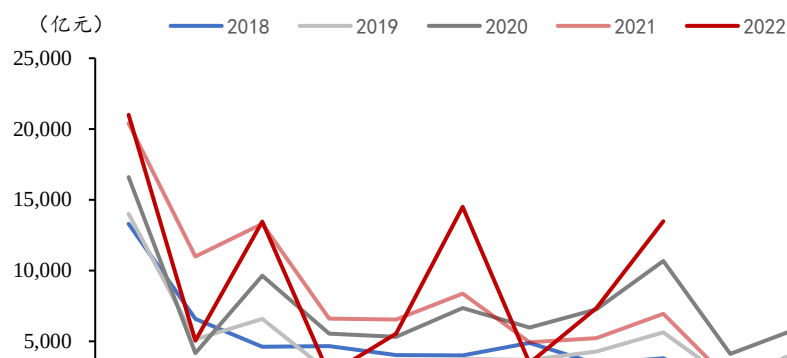
资料来源：wind，民生证券研究院

图3: M2-M1 增速差收窄



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 历年企业中长贷情况



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_47289

