

前期政策见效，后续尚有空间

9 月金融数据点评

社融改善；4 季度“宽信用”方向明确、25BP 降准仍有可能；长期利率震荡的可能性要大于趋势反弹。

- 9 月社融数据总量和结构均趋于改善。9 月社融增量超出市场一致预期，其中信贷、特别是企业中长期信贷增长亮眼；居民部门贷款增长也环比改善；非标准化融资变动较小；社融结构趋于改善。
- 从三大部门的融资存量增速看，政府债券增速虽高位回落，但仍保持高速增长；企业融资在前期党中央、国务院一系列融资促进政策的引导下，增速提高至 10% 以上；居民融资增速继续下滑，仍是后续“宽信用”亟待解决的重点问题。
- 从剩余流动性角度看，M2 增速仍快于社融存量增速，二者缺口小幅收窄至 1.5 个百分点，以宽货币带动宽信用的局面没有根本改变，资金面总体上仍然比较宽松。银行存单利率有微小反弹，但还在低位。
- 从 9 月推出的设备更新贷款贴息及再贷款政策、下调公积金贷款利率、阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、重启 PSL 等工具来看，4 季度“宽信用”政策导向仍然非常明确。
- 为配合“宽信用”，货币条件仍需保持合理充裕，但内外均衡也是需要考的因素。从历史上人民币兑美元汇率接近或超过 7.1 条件下的货币政策操作来看，降准的可能性大于 MLF 降息。而 8、9 月份 MLF 持续减量续作，使长短期流动性结构有所变化，短期流动性相对净投放。这与当前鼓励中长期社融投放的导向可能不完全匹配。4 季度仍存在降准 25BP 的可能性。
- 下一阶段利率的看点。下一阶段影响利率的主要因素包括资金面、楼市、社融增长，其中楼市景气是核心的内生变量。当前在政府、企业、居民三大部门融资中，居民融资增速是拖累项。楼市景气可以影响社融增长、进而影响债市资金面。十一假期的高频数据显示，30 城商品房成交继 9 月末反弹后，又明显回落，且落后于近年同期。但不排除这是购房者在观望有关房贷利率政策调整后，各地具体落地情况（“实际优惠力度”），4 季度楼市景气仍存在一定的改善空间。但考虑到货币条件应该对“宽信用”予以配合，长期利率震荡的可能性要大于趋势反弹。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》20210617
- 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》20210809
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》20210908
- 《跨周期的长债收益率分析》20210930
- 《如何看待“宽松预期落空”》20211021
- 《货币条件率先启动》20211111
- 《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》20220117
- 《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》20220120
- 《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》20220411
- 《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》20220613
- 《货币财政配合与长债利率》20220627
- 《三分法看 CPI 走势——7 月通胀数据点评》20220811
- 《大通胀的终结？——美国衰退与国内通胀前景》20220817
- 《如何看待住房的使用性需求——高频数据扫描》20220821
- 《食品价格难改通胀大局》20220909

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

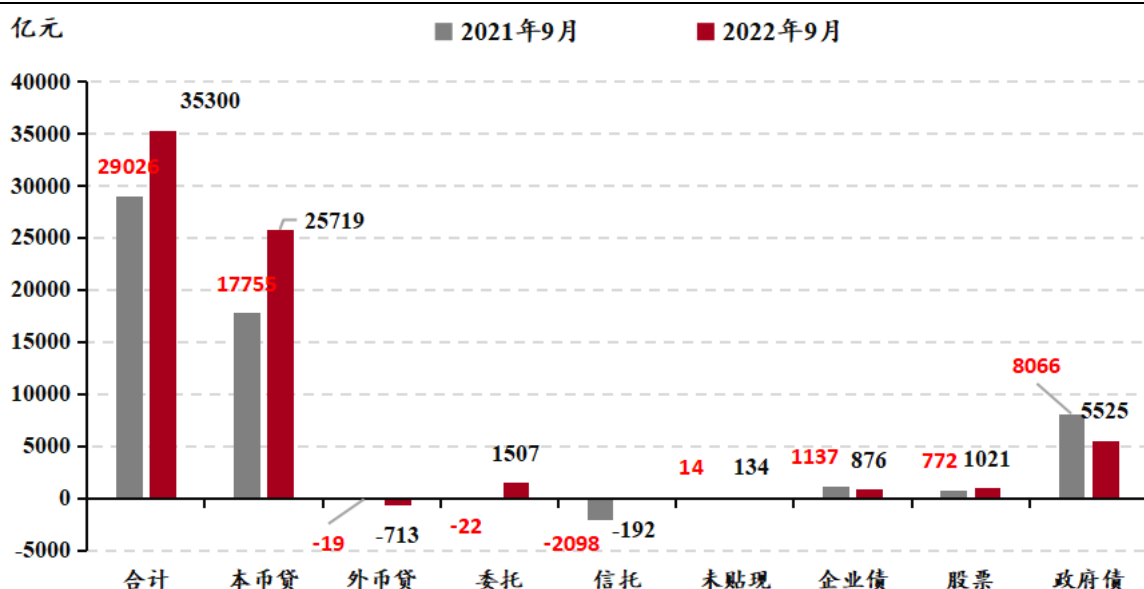
peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：

10月11日晚，人民银行发布9月金融数据：广义货币(M2)余额 262.66 万亿元，同比增长 12.1%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 3.8 个百分点。初步统计，9 月末社会融资规模存量 340.65 万亿元，同比增长 10.6%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 209.4 万亿元，同比增长 11.1%；人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.5%，同比高 0.3 个百分点。

图表 1.9 月社融显著同比多增，贡献主要来自信贷

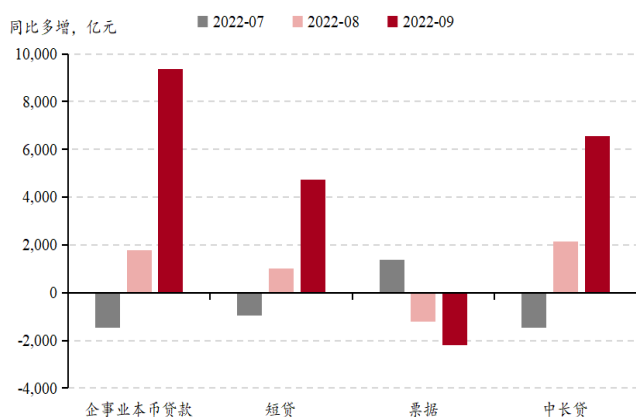


资料来源：万得，中银证券。

点评：

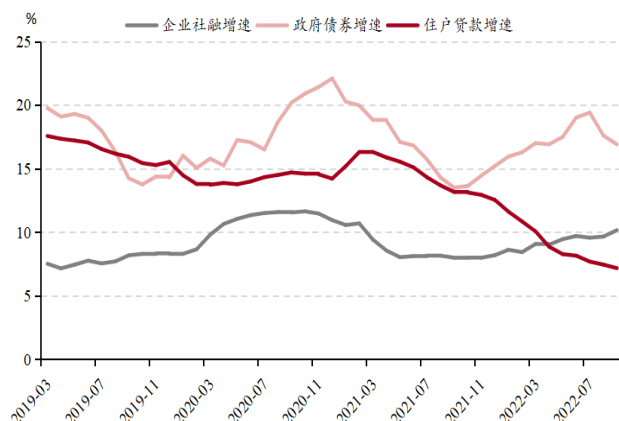
9 月社融数据总量和结构均趋于改善。9 月社融增量超出市场一致预期，本币信贷增长亮眼。企事业单位本币贷款同比多增约 9370 亿元。其中，票据融资连续第二个月同比少增，而中长期贷款连续第二个月同比多增，且多增幅度明显放大。新增居民本币贷款虽然同比少增约 1380 亿元，但较前月有明显环比改善，非标准化融资变动较小。尽管企业中长期贷款改善有政策引导因素，但毕竟中长期信贷与投资直接关联，仍然反映出社融结构趋于改善。

图表 2. 企业中长期信贷明显多增



资料来源：万得，中银证券。

图表 3. 居民融资增速仍在下滑

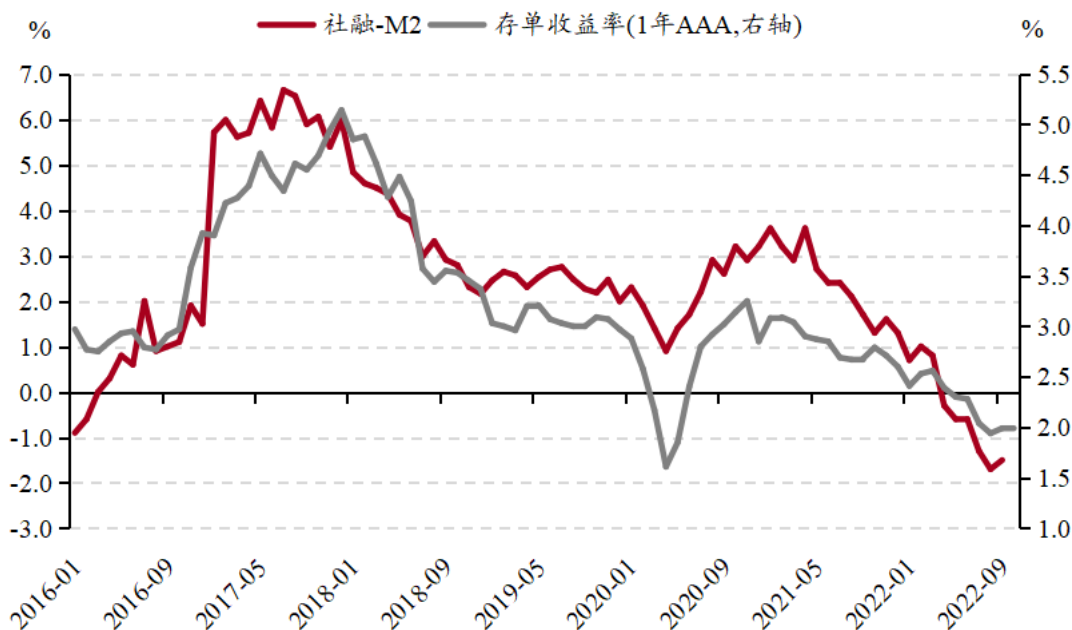


资料来源：万得，中银证券。

从政府、企业、居民三大部门的融资存量增速看：政府债券增速虽高位回落，但仍保持高增长。9月政府债券余额增长5525亿元，主要由国债净融资推动，而地方专项债结存限额还基本未被使用。我们预计，4季度政府债券融资在额度上仍有一定保障。如果企业和居民融资增长情况较好，政府融资增速可能继续趋于回落，但若以上两者总的融资增速下滑，政府融资增速也有条件保持韧性。企业融资在前期党中央、国务院一系列融资促进政策的引导下，增速继续提升至10%以上；但居民融资增速继续下滑，仍是后续“宽信用”亟待解决的重点问题。

从剩余流动性角度看，M2增速仍快于社融存量增速，二者缺口小幅收窄至1.5个百分点。以宽货币带动宽信用的局面没有根本改变，资金面总体上仍然比较宽松。银行存单利率有微小反弹，但还在近年来的低位。

图表 4.M2 增速继续高于社融、资金面微小收敛



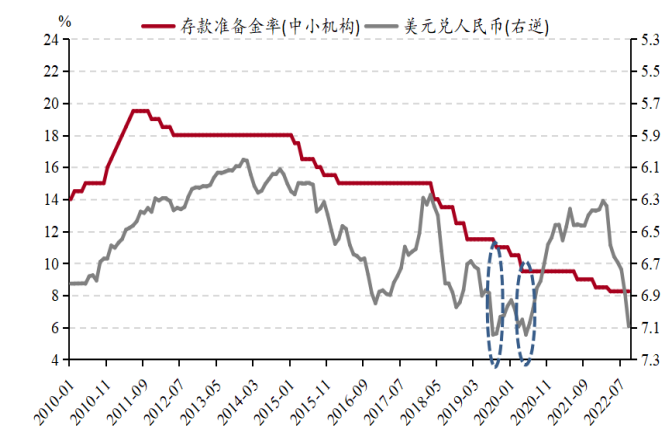
资料来源：万得，中银证券。

从9月份推出的设备更新贷款贴息及再贷款政策、下调公积金贷款利率、阶段性放宽部分城市首套房贷利率下限、重启PSL等工具来看，4季度“宽信用”政策导向仍然非常明确。9月7日国常会部署对薄弱领域设备更新改造给予2.5个百分点的中央财政贴息，申请截止年底，央行相应设立2000亿元以上额度专项再贷款。同时，阶段性放宽部分城市的首套房贷利率下限也将时间限定在今年4季度，可见政策面对4季度社融增长有比较明确的要求。

为配合“宽信用”政策，货币条件仍需保持合理充裕，但内外均衡也是需要考虑的因素。历史上，从人民币兑美元汇率接近或超过7.1条件下的货币政策操作来看，降准的可能性大于MLF降息。如下图所示，在人民币兑美元汇率接近或超过7.1的条件下，我国只在2020年疫情冲击最严重的阶段进行过MLF降息操作；但相似的汇率条件下，2019年9月我国在汇率突破7.1关口情况下也进行过降准。

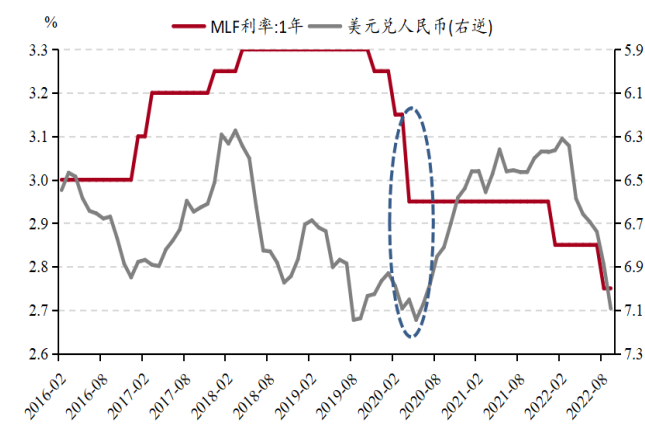
另外，央行在8、9月份都进行了MLF减量续作，累计缩量4000亿元，但其他公开市场操作则累计净投放5180亿元。这使长短期流动性结构有所变化，短期流动性相对净投放更多。但这与当前鼓励中长期社融投放的导向可能不完全匹配。因此，4季度仍存在降准25BP的可能性。

图表 5. 降准受汇率影响较小



资料来源：万得，中银证券。

图表 6. 降息受汇率影响较大



资料来源：万得，中银证券。

下一阶段利率的看点。下一阶段影响利率的主要因素包括资金面、楼市、社融增长，其中楼市景气是核心的内生变量。当前在政府、企业、居民三大部门融资中，居民融资增速是拖累项。楼市景气可以影响社融增长、进而影响债市资金面。十一假期高频数据显示，30城商品房成交继9月末反弹后，又明显回落，且落后于近年同期。但不排除这是购房者在观望有关房贷利率政策调整后，各地具体落地情况（“实际优惠力度”），4季度楼市景气仍存在一定的改善空间。但**考虑到货币条件应该对“宽信用”予以配合，长限利率震荡的可能性要大于趋势反弹。**

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

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_47279

