



宏观点评

专项债或接力金融债支撑融资需求惯性改善 ——9月份货币信贷数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4月份货币信贷数据点评》

《社融增速或现高点、三季度末或开始下行——6月货币信贷数据点评》

《流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力——7月央行公开市场操作点评》

《总量货币政策宽松或已有限——二季度货币政策执行报告点评》

《融资需求虽疲弱、货币政策或保持观望——9月份货币信贷数据点评》

投资要点：

● 2022年9月份及前三季度金融统计数据概览：

2022年10月11日，央行公布2022年9月份及前三季度金融统计数据，新增贷款和社会融资规模超出市场预期，体现出6月份以来铺排的各项政策工具落地见效的政策效应良好：

(1) 社会融资规模：9月份新增社会融资规模3.53万亿元，同比多增6,274亿元；前三个季度新增社融27.77万亿，同比多增3.01万亿，截至三季度末社融存量规模340.70万亿，社会融资规模存量同比增长10.60%。

(2) 信贷增长：9月份金融机构口径新增人民币贷款2.47万亿，同比多增8108亿元。前三个季度累计增加18.08万亿，同比多增1.36万亿。

(3) 货币供应：截止9月末，M2同比增长12.1%，环比回落0.1个百分点、同比上升3.8个百分点；M1同比增长6.40%，环比回升0.3个百分点、同比上升2.7个百分点。

(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差回落0.4个百分点至5.70%；社融-M2剪刀差在负值区域收缩，较8月份环比回升0.2个百分点，收缩至-1.50个百分点；信贷-M2剪刀差环比回升0.4个百分点，收缩至-0.9个百分点。

● **总量增长：政策性刺激效应或惯性延续。**每逢季末月，均是贷款投放的旺季。加上6月份以来，货币政策和财政政策铺排的多项政策，渐渐在9月份显现政策效应，政策合力在社融和贷款的总量增长中发挥很大的作用，并且前期铺排的各项政策尚未完全显现对融资需求的刺激效应，这一改善或在10月份惯性延续，但是与8月至9月开发性政策性金融工具撬动中长期信贷新增不同，10月份及以后或回到政府债券融资和地产政策性融资上来。三季度金融机构口径新增贷款同比多增4390亿元，其中多增的主要贡献出现在9月，当7月份新增信贷同比少增4010亿元而8月份新增信贷同比仅多增300亿元的情况下，9月份贷款同比增量达到8108亿元，体现出前面2批次合计6000亿元开发性政策性金融债的刺激作用，如果在接下来的四季度没有第三批金融债额度，那么前2批次金融债的效应或已经体现在对三季度中长期贷款增量的撬动上，10月份开始政策性金融债的政策效应或开始减弱。然而10月份有8月底国常会下发的5000多亿元专项债结存限额，这一部分专项债结存限额的融资和拨付，或在10月份接力政策性金融债，成为支撑经济融资需求走高的政策性因素，因此与6月份贷款投放和社融高增一定

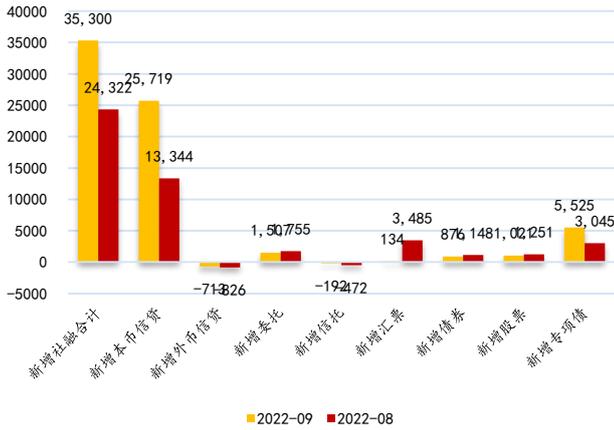
程度上“透支”了7月份信贷项目需求不同，9月份贷款高增是多项政策合力的效果，10月份融资需求改善的状态或延续，但是政策性支撑因素或切换至专项债。

- **结构分化：政策性扶持和内生性增长。**从9月份新增信贷的结构来看，人民币贷款增量同比多增8108亿元，其中：（1）居民短期贷款同比少增181亿元，消费疲弱、储蓄意愿较高和加杠杆情绪低迷继续是居民部门的主要拖累项，表征按揭贷款增量的居民中长期贷款同比少增1211亿元，但是9月份陆续落地的各项针对房地产领域的刺激政策还未显现其效应，从2021年三季度开始，地产领域就处在因城施策边际宽松不断加码的政策呵护下，但是各种政策呵护从“量”上累积起来的局部改善，还没有转化为地产行业“质”上的风险出清，居民部门加杠杆意愿低迷、储蓄意愿高涨或并不仅仅是从贷款的供给端“多量低价”所能缓解的，如何稳定居民部门收入增长并形成稳定的预期和信心，或是当前居民部门的主要问题；（2）非金融企业部门贷款同比多增9370亿元，结构上，8月份“票据监管”事件之后，票据和短贷冲量的特点减弱，票据融资同比少增2180亿元、短贷+票据项目同比多增2380亿元，表征投资意愿的中长期信贷同比多增6540亿元，凸显6000亿元开发性政策性金融工具落地对中长期贷款的撬动作用。如我们在前一段所分析的，在三季度进入四季度，如果没有第3批次政策性金融债额度，那么中长期信贷的撬动支点就从政策性金融债切换至地方政府专项债结存限额的使用。居民部门和企业部门融资结构的分化，显示经济内生需求和政策性扶持两者之间的分化。在经济内生融资需求依旧偏弱的状态下，货币政策或需继续保持宽松的基调，并应适时加码政策使用。
- **宏观流动性：“资产荒”效应开始减弱。**我们倾向于认为四季度存款增长或减缓。前3个季度，人民币本币存款增加22.77万亿，同比多增6.16万亿，而2021年全年才增长19.67万亿，2022年前9个月已经超过了过去一年存款的增量。单9月份，人民币存款增加2.63万亿元，同比多增3030亿元。从新增存款结构来看，居民部门同比多增3232万亿元，企业部门同比多增2457亿元，财政存款同比少减231亿元，非银存款同比少增2136亿元。居民部门继续是贡献最多的存量增量，对应到M2构成来看，9月份M2同比多增969.71万亿，M1同比多增1908.16亿元。在构成M1的部分中，单位活期存款同比多增2247.09亿元，流通中货币（M0）同比少增338.92亿元。如果将M2和M1之间的差异看做企业和居民定期存款的增量，9月份居民和企业定期存款同比少增938.45亿元。9月份M2同比增速回落0.1个百分点，从结构来看，指向企业部门现金流好转的M1继续向上，且9月底还没看到减缓的迹象，企业现金流改善或继续支撑M1增速上行；然而由于9月15日主要商业银行普遍下调定期存款利率挂牌价，定期存款增幅收窄导致M2增速回落。M2增速小幅回落的同时，社融和信贷增速反弹，两者之间的增速剪刀差没有继续在负值领域扩张，当负债增速和资产增速之间差距收窄时，“结构性资产荒”的压力边际放缓。从源头来看，我们曾经在专题报告《从M2结构看货币政策宽松空间》中分析到前8个月M2高增长主要源自新增贷款的派生和商业银行有价证券投资比例提高，在存款类金融机构资产负债表和信贷收支表发布之前，还不能判断9月份M2派生创造机制的哪条渠道在减弱，但是随着财政留抵退税等因素消退、政府债券融资下半年弱化，四季度贷款在全年的季节性投放比例下降，M2增速或在四季度继续回落。

- **货币政策：内外部均衡压力下，“降准”的必要性或高于“降息”。**9月份以来人民币汇率贬值，跨境资金流出和外汇储备下降的压力凸显，相比于二季度在人民币汇率存在安全边际的环境下资金供需还能保持宽松，三季度以来人民币汇率凸显了外部均衡对货币政策价格工具的约束。我们倾向于认为，从商业银行资金运用角度来看，四季度货币政策还存在实施“置换式降准”的可能，由于11月份存在高达1万亿MLF到期，且9月份以来商业银行同业存单发行量扩张，“置换型降准”是用更低机会成本的基础货币置换成本偏高的MLF基础货币，以此降低商业银行的负债端成本。在人民银行以利率走廊为主要机制的“价格型货币政策框架”下，利率外生由央行设定，基础货币内生由需求决定，“置换型降准”的价值并非在于释放了多少流动性，而是在于以更低成本的基础货币置换掉比市场化利率更高的基础货币，以此降低商业银行负债成本，达到更快调降贷款加权平均利率的目的。
- **市场：相似的跨季、雷同的担忧**

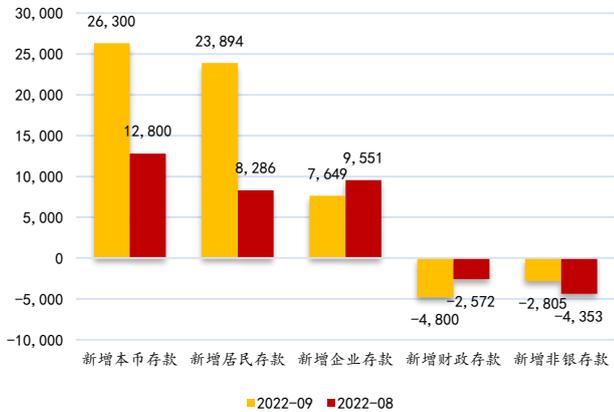
9月份和6月份在基本面的两个方面较为类似：一是6月和9月地产销售好转；二是资金供需因跨季而收紧。基本面又在两个方面存在差异：一是人民币贬值在6月份时暂告一段落，而9月份人民币贬值压力继续释放；二是6月份正在铺排还未落地地产和信贷政策，9月份则是6月份以来铺排的各项政策陆续落地见效的窗口期。在进入四季度之后，债券市场对地产销售好转的关注减弱，人民币贬值经过9月份的释放期之后也转入震荡行情，此时此刻金融统计数据的结构、资金供需的问题或成为债券市场较为关注的焦点。从金融统计数据的结构看，9月份社融和信贷增速的改善或能够延续至10月份，只是政策性支撑因素从开发性金融债切换至地方政府专项债结存；从资金供需来看，M2增速回落和4月至8月留抵退税等流动性补充渠道减弱，跨季之后的资金供需或难以回归4月份和7月份的极度宽松状态，四季度资金供需或回归“中性宽松”，资金供需回归中性宽松难以为债券市场和成长题材权益资产带来增量利多。
- **风险提示：四季度内外部均衡的风险增大。**(1) 人民币贬值压力掣肘货币政策；(2) 财政政策效应减弱；(3) 政策性金融工具效应不及预期。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：非金融企业部门内生融资需求低迷

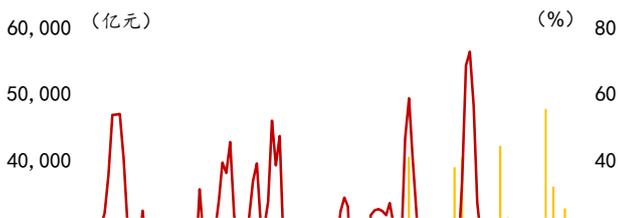
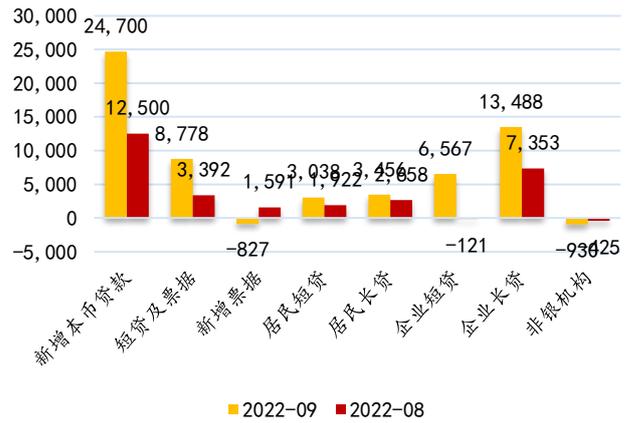
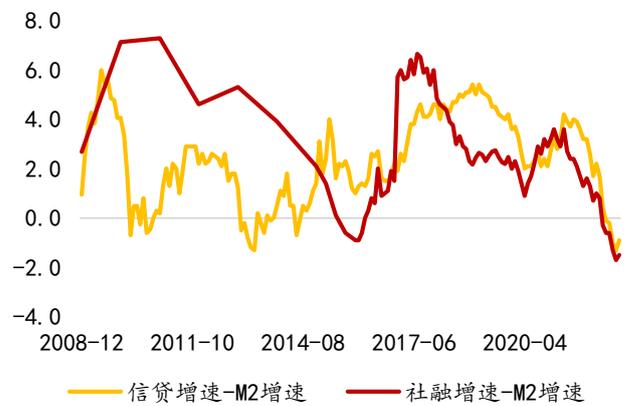


图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



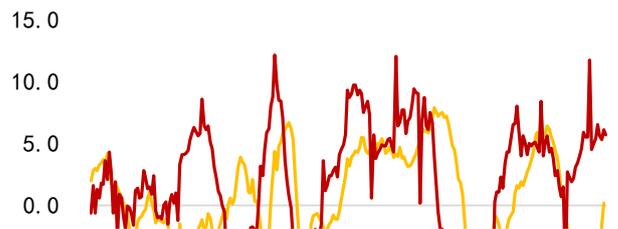
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：CPI-PPI 剪刀差与 M2-M1 剪刀差继续收敛（单位：%）



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_47285



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn