

超预期的金融数据可持续吗？

——9月金融数据点评

核心观点

9月社融具有四大特征，或映射经济数据“投资项>消费项”表现特征：

1. 压实信贷导向下，信贷仍是本月社融核心支撑项。分部门来看，制造业企业活力有所修复，居民部门加杠杆意愿仍弱，对应看好9月经济增速中“投资项>消费项”表现；
2. 政策性金融工具、设备更新再贷款/专项借款落地以及PSL重启等导致基建、地产企业中长贷和非标融资（本月信托贷款同比正增超过委托贷款数据）继续位于高位，或映射本月基建、地产投资增速继续超预期；
3. 财政前置发力，直接融资项目中政府部门债务融资仍是拖累项；
4. M2-M1剪刀差收窄，背后反映的是政策发力，宽信用效果缓慢展现特征，映射到狭义流动性表现中，则是近期银行间流动性有所收敛。

展望后续，四季度金融数据表现或保持平稳，结构上出现调整：

1. 伴随着经济渐次式修复，叠加再贷款/专项债结存限额使用/可能加码的政策性金融工具等政策支持，社融总量预计保持平稳，支撑位或在10.2%左右；
2. 结构上，我们提示会出现略微调整。一是年末往往是信用风险的爆发期，政府对于防风险诉求提升，基建领域后续政策出台或不再如前期一样强势，从而与基建相关的配套非标和中长贷占比或小幅下滑；二是伴随着经济内生修复，叠加近期政策近期导向支持，需要配套的制造业相关信贷总量将进入企稳上升通道，制造业中长贷贷款和短贷占比均有望延续增加；三是10月专项债结存限额使用逐步落地，政府债融资或阶段性位于高位；四是节前政策要求部分重点银行加大对于房地产领域的信贷投放，居民部门下阶段表现或有所修复，同时地产企业中长期贷款占比或有所上升；
3. 狭义流动性层面，9月社融结构反映的仍是政策驱动逻辑强于经济修复逻辑，因此进入10月，以DR007为代表的银行间市场利率重新进入1.5%左右的波动区间。展望下阶段，经济弱修复背景下利率中枢有所上移，且波动性加大，但在政策驱动仍是主逻辑背景下，上浮空间料将有限，预计四季度平均值在1.60%附近。

映射至债券策略上，展望四季度，收益率曲线整体略微上移，阶段震荡无方向。组合适度降杠杆，以“3-5Y中高等级+1Y AA”为主，30年品种性价比弱化。以DR007作为利率的“锚”，目前2.75%左右国债利率相对合理，9月社融、经济数据强势表现的利空短期或带动债市偏空，利率有所上移，但中期来看，预计波动的空间有限，中期10年国债中枢仍在2.75%左右，博弈空间有限，10年国债无配置价值，不再对经济二次衰退预期定价，仅博弈经济底部右侧的交易机会。具体配置建议如下：1Y AA城投债：30%，3-5Y AAA&AA+信用债：80%，5-7Y AAA信用债：10%，10Y利率债：0%，30Y利率债：0%；组合总杠杆120%。

□ 超预期的9月社融：政策和经济内生动能双驱动

从总量上看，9月社融新增3.53万亿（市场预期27250亿元，我们预期27800亿元，前值24300亿元），同比多增0.63万亿，环比多增1.1万亿，对应社融存量340.65万亿元，同比增长10.6%，略高于前值。从新增社融结构上看：

分析师：高宇
执业证书号：S1230522020003
gaoyu@stocke.com.cn

研究助理：汪梦涵
wangmenghan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《政策“限时限量”，需求延迟释放 ——地产债及行业高频跟踪第40-41周（2022.09.26-2022.10.09）》 2022.10.11
- 2 《尘埃待落定，政策犹可期——四季度经济增长及政策展望》 2022.10.10
- 3 《组合曲线、配置利差的新视角——四季度纯债策略篇》 2022.10.10

● 信贷：企业部门、中长贷表现表现延续强势

1、政策和经济内生修复导向下信贷总量同比多增

总量上看，9月人民币信贷分项录得2.57万亿（市场预期18000亿元，我们预期16000亿元，前值12500亿元），同比多增0.80万亿，超预期的核心是：

其一，“第二批政策性金融工具加速落地+专项借款/再贷款投放+PSL重启配套信贷+压实信贷”导向下本月信贷数据超预期。从季节性规律来看，过去5年，9月信贷（金融机构信贷收支表口径）的中位数为1.38万亿，最大值为1.9万亿，本次的2.47万亿明显超出季节性规律。结合本月票据走势和政策导向情况，我们认为超预期背后主要有四大逻辑：

1、第二批政策性金融工具加速落地。①6月29日召开的国务院常务会议首次提出“确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措”表述，8月下旬国开行和农发行宣布政策性开发性金融工具资金已完成3000亿元投放，可见第一批政策性金融工具整体用时近2个月左右；②8月24日召开的国务院常务会议提出调增3000亿第二批政策性金融工具。9月28日，进银基础设施基金宣布完成500亿元资金投放任务。至此，由三家政策性银行参与的第二批3000亿基础设施基金已全部投放完毕，整体用时约1个月左右。

2、“保交楼”专项借款和设备更新再贷款完成首批投放。①8月19日住建部、财政部、央行等有关部门表示，将通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付”。9月22日，国家开发银行宣布，已向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款，支持辽宁“保交楼”项目；②9月7日召开的国常会决定，“对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持，促进消费发挥主拉动作用”。9月30日，央行发布公告称，上海已完成首批设备更新再贷款投放。

3.PSL重启促使配套信贷融资高增。10月8日，央行官网公布“2022年9月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款1082亿元。期末抵押补充贷款余额为26481亿元”，意味PSL工具已于9月重启。PSL属于政策行负债端科目，需要配套对应资产端科目信贷予以平衡，某种程度上推动本月信贷数据继续超预期。

4.压实信贷导向。822金融机构货币信贷形势分析座谈会中强调“主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。要增加对实体经济贷款投放”以明确大行贷款责任和压实实体信贷，9月信贷持续高增符合政策导向。

其二，经济弱复苏支持信贷表现修复。9月PMI录得50.1%，位于荣枯线之上，显示经济处于渐次式弱复苏进程中。结合分项来看，生产表现强于需求表现，企业内生动能处于修复过程中，促使配套信贷修复。

2、结构上居民部门融资表现弱于企业，居民预期尚未企稳

①居民短期、中长期信贷均环比负增，结合存款位于历史高位现实，居民部门预期仍尚未企稳。居民部门信贷新增0.65万亿，同比少增0.14万亿，其中9月疫情反复逻辑下居民短贷新增0.30万亿，同比少增0.02万亿；9月新增居民中长贷录得0.35万亿，同比少增0.12万亿，整体符合地产高频数据表现。结合9月居民存款录得2.38万亿，环比高增1.57万亿，居民“存款强、贷款弱”展现出目前居民预期尚未企稳特征；

②企业信贷结构特征——“经济内生修复下企业短贷表现亮眼，政策性金融工具加速落地、专项借款、PSL重启需要配套中长期贷款逻辑下，企业中长贷表现优于短贷”，同时结合制造业PMI本月超过荣枯线、股票融资同比转正，企业债同比负增降幅收窄，企业短贷在连续2个月负增后录得0.67万亿，非标大幅延续前期强势表现等数据特征，本次企业信贷或核心由基建融资托举，同时制造业亦贡

献部分增量。9月企业部门信贷新增1.92万亿，同比多增0.91万亿，其中企业新增（短贷+票据）录得0.57万亿，同比多增0.26万亿，企业中长贷新增1.35万亿，同比多增0.65万亿。

● 直接融资：专项债前置背景下政府债仍是拖累项

9月直接融资项新增0.74万亿，同比少增0.26万亿。细分来看：①企业债融资新增0.09万亿，同比少增0.03万亿，相较于上月0.35万亿的数值降幅有所收窄。非金融企业境内股票融资分项新增0.10万亿，同比多增0.03万亿。两大数据背后反映的是经济内生修复下企业融资有所改善特征；②今年前期财政前置发力，7月专项债基本发行完毕，叠加5000亿地方政府专项债结存限额9月尚未开始大量使用，因此9月政府债融资仍延续弱势表现，9月政府债融资录得0.55万亿，同比少增0.25万亿。

● 表外：委托贷支撑非标表现，本月信托贷款成新亮点

9月表外三项合计录得数值0.15万亿，同比增加0.36万亿。具体来看：

①委托贷款和信托贷款数额本月大幅走高，9月新增数值分别录得0.15万亿和0.02万亿，同比新增0.15万亿和0.19万亿，其中“政策性金融工具作为项目资本金，落地有望撬动其他社会资本落地”背景下，委托贷款延续前期表现，符合预期。值得注意的是本月信托贷款同比增长表现超过委托贷款，结合上月社融特征及9月“保交楼”专项借款落地，我们推测，即使9月地产销售高频数据并未展现出旺季特征，9月地产投资增速或并不差。

②央行压实信贷导向下，本月未贴现银行承兑汇票本月录得0.01万亿，环比下降0.34万亿。

□ M1 环比正增，M2-M1 剪刀差收窄

9月M1增速录得6.4%，环比增加0.3%，对应企业内生动能修复，配套对应活期存款高增特征。9月M2同比增速录得12.1%，环比下行0.1%，或有两点原因：一是去年的高基数，二是8月份底大部分留底退税政策已进入尾声，税收因素对M2支撑力度压降。M2-M1剪刀差收窄，9月录得5.7%，环比下降0.4%，叠加非银部门存款负增和市场利率进行有所上行等现实，资金空转现象有所收窄。

□ 下阶段社融增速及特征展望

综上，本月社融具有如下几个特征：

1. 压实信贷导向下，信贷仍是本月社融核心支撑项。分部门来看，制造业企业活力有所修复，居民部门加杠杆意愿仍弱；
2. 政策性金融工具、再贷款/专项债落地以及PSL重启等导致基建、地产企业中长贷和非标融资继续位于高位；
3. 财政前置发力，直接融资项目中政府部门债务融资仍是拖累项；
4. M2-M1剪刀差收窄，背后反映的是政策发力，宽信用效果缓慢展现特征，映射到狭义流动性表现中，则是近期银行间流动性有所收敛。

展望后续，下阶段金融数据表现或保持平稳，结构上出现调整：

1. 伴随着经济渐次式修复，叠加再贷款/专项债结存限额使用/可能加码的政策性金融工具等政策支持，社融总量预计保持平稳，支撑位或在10.2%左右；
2. 结构上，我们提示会出现略微调整。一是年末往往是信用风险的爆发期，政府对于防风险诉求提升，基建领域后续政策出台或不再如前期一样强势，从而配套的非标和中长贷占比或小幅下滑；二是伴随着经济内生修复，叠加近期政策近期导向支持，需要配套的制造业相关信贷总量将进入企稳上升通道；三是10月专

项债结存限额使用逐步落地，政府债融资或阶段性位于高位；四是节前政策要求部分重点银行加大对于房地产领域的信贷投放，居民部门下阶段表现或有所修复；

3.狭义流动性层面，9月社融结构反映的仍是政策驱动逻辑强于经济修复逻辑，因此进入10月，以DR007为代表的银行间市场利率重新进入1.5%左右的波动区间。展望下阶段，经济弱修复背景下利率中枢有所上移，且波动性加大，但在政策驱动仍是主逻辑背景下，上浮空间料将有限，预计四季度平均值在1.60%附近。

□ 风险提示

1、货币政策大幅转向；2、银行息差压力增大；3、经济超预期修复等。

正文目录

1 9月金融数据全览	7
2 超预期的9月社融：政策和经济内生动能双驱动	7
2.1 信贷：企业部门、中长贷表现表现延续强势	7
2.1.1 政策和经济弱修复导向下信贷总量同比多增	7
2.1.2 居民部门融资表现弱于企业，居民预期尚企稳	8
2.2 直接融资：专项债前置背景下政府债成主要拖累项	9
2.3 表外：委托贷支撑非标表现，本月信托贷款成新亮点	9
3 M1环比正增，M2-M1剪刀差收窄	9
4 下阶段社融增速和特征展望	10
5 风险提示	11

图表目录

图 1: 9 月金融数据全览.....	7
图 2: 企业中长期贷款持续向上回升.....	7
图 3: 新增社融结构图.....	7
图 4: 9 月 PMI 表现.....	8
图 5: 居民存贷差持续攀升.....	9
图 6: 政府债融资不及往期.....	9
图 7: M2-社融趋向于收敛.....	10
图 8: M2-M1 剪刀差有所收敛.....	10
图 9: 银行间流动性有所收敛.....	11

1 9月金融数据全览

图1: 9月金融数据全览

项目	缩略图	累计同比	环比多增	同比多增	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09
社融当月新增		10.6	10978	6274	35300	24322	7620	51701	28338	9430	46475	12212	61623	23682	25983	16176	29026
人民币贷款		11.1	12375	7964	25719	13344	4088	30540	18230	3616	32291	9084	41988	10350	13021	7752	17755
居民部门		7.7	1914	-1392	6494	4580	1217	8449	2887	-2170	7583	-3370	8430	3715	7338	4647	7886
居民中长期贷		7.9	798	-1211	3456	2658	1486	4167	1047	-314	3735	-459	7424	3558	5821	4221	4667
居民短贷		7.2	1116	-181	3038	1922	-269	4282	1840	-1856	3848	-2911	1006	157	1517	426	3219
企业部门		16.4	10405	9101	19228	8823	3049	22199	15322	5852	24724	12215	32888	6426	5432	3062	10127
企业中长期贷		14.8	6135	6540	13488	7353	3459	14497	5551	2652	13448	5052	21000	3393	3417	2190	6948
企业短贷		12.8	6688	4741	6567	-121	-3546	6906	2642	-1948	8089	4111	10100	-1054	410	-288	1826
中长期贷		11.9	6933	5329	16944	10011	4945	18664	6598	2338	17183	4593	28424	6951	9238	6411	11615
短贷		10.5	7804	4560	9605	1801	-3815	11188	4482	-3804	11937	1200	11106	-897	1927	138	5045
票据融资		43.3	-2418	-2180	-827	1591	3136	796	7129	5148	3187	3052	1788	4087	1605	1160	1353
表外/非标		-6.9	-3319	3555	1449	4768	-3053	-142	-1819	-3174	135	-5053	4481	-6388	-2538	-2120	-2106
委托贷款		2.6	-248	1529	1507	1755	89	-380	-132	-2	107	-74	428	-416	35	-173	-22
信托贷款		-24.8	280	1906	-192	-472	-398	-828	-619	-615	-259	-751	-680	-4553	-2190	-1061	-2098
贴现银行承兑汇票		-11.2	-3351	120	134	3485	-2744	1066	-1068	-2557	287	-4228	4733	-1419	-383	-886	14
直接融资		27.9	1978	-2553	7422	5444	6230	18926	11163	8833	11693	6959	13168	15916	13458	9274	9975
企业债		7.7	-272	-261	876	1148	795	2121	289	3755	3661	3652	5703	2167	4006	2261	1137
政府债		16.9	2480	-2541	5525	3045	3998	16216	10582	3912	7074	2722	6026	11674	8158	6167	8066
企业股票融资		14.0	-230	249	1021	1251	1437	589	292	1166	958	585	1439	2075	1294	846	772
M2同比增速		-	-0.1	3.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3
M1同比增速		-	0.3	2.7	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7
M2-M1同比增速		-	-0.4	1.1	5.7	6.1	5.3	5.6	6.5	5.4	5.0	4.5	11.7	5.5	5.5	5.9	4.6
财政存款		-9.6	-2228	231	-4800	-2572	4863	-4367	5592	410	-8425	6002	5849	-10302	-7281	11100	-5031
居民存款		16.9	15608	3232	23894	8286	-3380	24739	7393	-7032	27023	-2923	54100	18892	7308	-12100	20662
企业存款		14.5	-1902	2457	7649	9551	-10400	29310	11000	-1210	26511	1389	-14000	13670	9451	-5721	5192
非银金融存款		14.9	1548	-2136	-2805	-4353	8045	-5515	2568	6716	-6320	13900	-1836	-3843	-257	12400	-669

资料来源: 央行、WIND、浙商证券研究所

2 超预期的9月社融: 政策和经济内生动能双驱动

从总量上看, 9月社融新增 3.53 万亿 (市场预期 27250 亿元, 我们预期 27800 亿, 前值 24300 亿元), 同比多增 0.63 万亿, 环比多增 1.1 万亿, 对应社融存量 340.65 万亿元, 同比增长 10.6%, 略高于前值。从新增社融结构上看:

图2: 企业中长期贷款持续向上回升

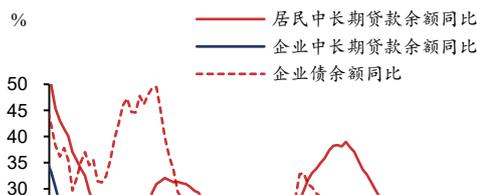
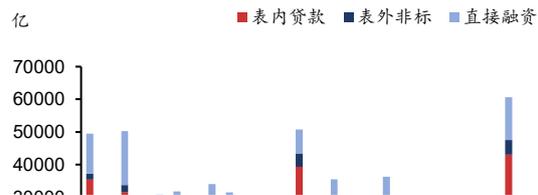


图3: 新增社融结构图



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_47287

