

货币政策与流动性观察

关注“宽信用”持续性

核心观点

关注“宽信用”持续性

9月我国新增社融3.53万亿,新增人民币贷款2.47万亿,M2同比增长12.1%,均显著高于市场预期和去年同期水平。

新增社融创下同期历史新高,结束了社融同比增速7月以来持续下降的趋势。从四大项的贡献度看,社融同比增长主要来自于信贷和非标,企业直融基本稳定,而政府债券融资构成主要拖累。

信贷的亮眼表现是社融超预期的主要原因。新增人民币贷款同比多增8100亿,信贷结构稳步改善,中长贷发挥主导作用,企业表现好于居民部门。一方面,政策助力企业信贷显著改善,9月非金融企业贷款同比多增9370亿,其中中长贷大幅多增6450亿,指向“稳增长”政策落地发力推动了基建地产相关领域的融资需求。另一方面,居民信贷有所修复,但持续性有待观察。

非标融资继续发力。非标当月融资同比多增3555亿,信托+委托贷款在上月同比大增的基础上继续多增967亿,指向非标压降力度持续缓和下,基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

政府融资“喘口气”。在专项债初始额度发行完毕和去年高基数作用下,政府融资对社融贡献下降,但约5000亿各地专项债结存限额有望对10月社融形成支撑。

货币方面,9月M2同比增速较上月小幅回落0.1pct至12.1%,在信贷投放明显加强的背景下,可能受财政支出拖累。M1同比增速上升0.3pct至6.4%,M2-M1增速剪刀差缩窄0.4pct至5.7%,与9月PMI共同指向经济活力上行。

总体而言,9月数据总量结构显著改善,但判断“宽信用”落地为时尚早。从规模看,今年以来社融和信贷宽幅波动,季末均显著超出预期,但其余月份表现不佳。从动因看,9月社融和信贷更多仍由政策面驱动,未来能否由私人部门内生性、自发性的接力仍需观察。

前瞻的看,四季度金融数据仍有较强的政策支撑。一是5000亿元各地专项债结存限额,二是共计4000亿元的两项新增结构性政策工具,三是政策性开发性金融工具可能提额。

流动性观察

外部环境方面,9月超预期CPI数据增加美联储11月继续加息75bp概率。

国内利率方面,上周(10月10-14日)超短端利率小幅上行,商业银行同业存单发行利率走势分化,国股行微幅上升,城商行下降。

国内流动性方面,上周(10月10-16日)央行回收跨季跨节流动性,净投放-3660亿元。

债券发行方面,上周(10月10-14日)政府债净融资3324.1亿元;同业存单净融资-82.3亿元;企业债券净融资1388.2亿元。

风险提示: 政策调整滞后,疫情再度扩散,经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师:董德志

021-60933158

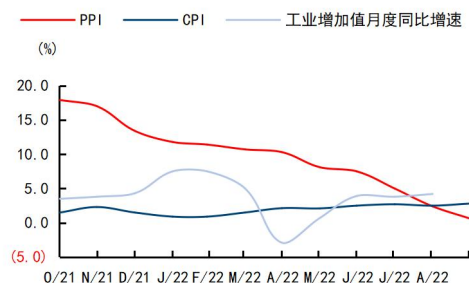
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	5.40
出口当月同比	7.10
M2	12.10

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-政策支持下国内经济仍有继续向上修复的空间》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-本周国内消费和投资景气均有所回升》——2022-09-26
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数在持续6周上升后开始遭遇阻力》——2022-09-20
- 《宏观经济宏观周报-8月出口增速下降并不意味着趋势性回落的开始》——2022-09-13

内容目录

周观点：关注“宽信用”持续性	4
社融：信贷主导	4
货币：M2-M1 剪刀差收敛	7
小结：总量结构双改善	7
流动性观察	8
外部环境：美联储 11 月加息 75bp 概率上升	8
国内利率：超短端利率小幅上行	9
国内流动性：央行回收跨季跨节流动性	11
债券融资：专项债发行提速	13
汇率：美元指数继续走强	14
免责声明	15

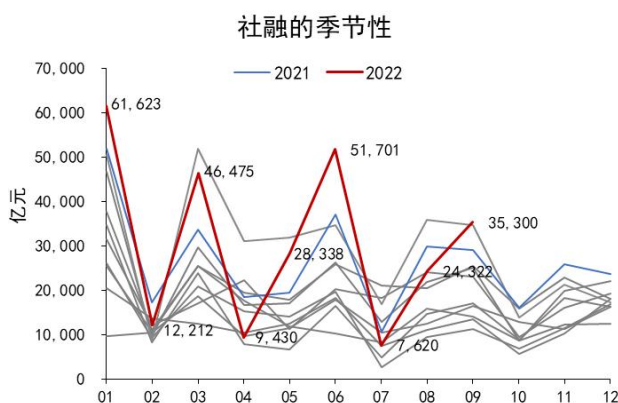
图表目录

图1：9月新增社融创下历史同期新高	4
图2：9月新增信贷创下历史同期新高	4
图3：9月社融同比增长主要由信贷贡献	4
图4：9月社融同比增长主要由信贷贡献	5
图5：9月新增社融创下历史同期新高	5
图6：9月新增信贷创下历史同期新高	5
图7：9月居民信贷结构保持稳定	6
图8：9月一线城市成交面积显著回暖	6
图9：我国实体经济仍以间接融资为主	6
图10：下半年以来水泥发运率持续修复	6
图11：存款资金进一步“活化”	7
图12：社融-M2剪刀差缩窄	7
图13：美联储关键短端利率	8
图14：欧央行关键短端利率	8
图15：日央行关键短端利率	8
图16：主要央行资产负债表相对变化	8
图17：央行关键利率	9
图18：LPR利率	9
图19：短端市场利率与政策锚	10
图20：中期利率与政策锚	10
图21：短端流动性分层观察	10
图22：中长端流动性分层观察	10
图23：SHIBOR报价利率	10
图24：中美利差	10
图25：“三档两优”准备金体系	11
图26：央行逆回购规模（本周投放截至周一）	11
图27：7天逆回购到期与投放	11
图28：14天逆回购到期与投放	11
图29：MLF投放跟踪	12
图30：MLF投放季节性	12
图31：银行间回购成交量	12
图32：上交所回购成交量	12
图33：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	13
图34：政府债券与同业存单净融资	13
图35：企业债券净融资与结构	13
图36：主要货币指数走势	14
图37：人民币汇率	14

周观点：关注“宽信用”持续性

9月我国新增社融3.53万亿（预期2.80万亿），新增人民币贷款2.47万亿（预期1.76万亿），M2同比增长12.1%（预期11.95%），均显著高于市场预期和去年同期水平。

图1：9月新增社融创下历史同期新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：9月新增信贷创下历史同期新高

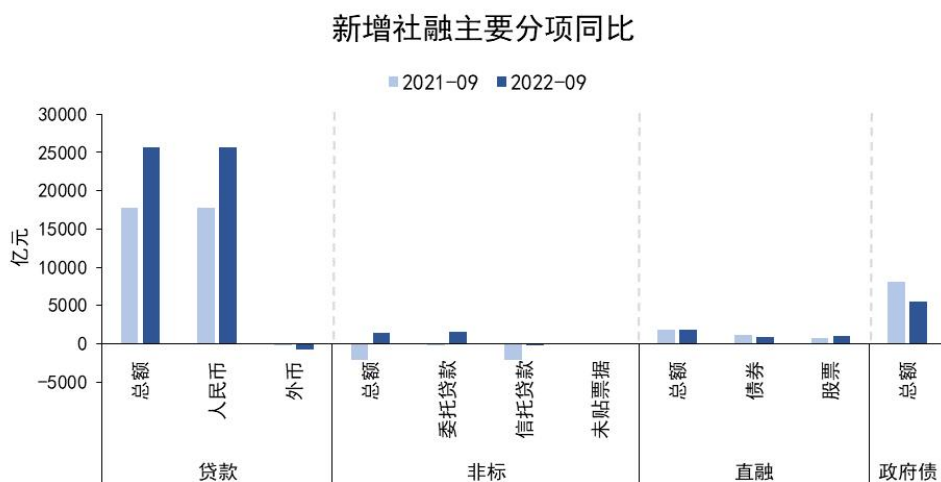


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：信贷主导

9月新增社融创下同期历史新高，结束了社融同比增速7月以来持续下降的趋势，增速上升0.1pct至10.6%。新增社融同比多增6274亿，环比多增1.1万亿。从四大项的贡献度看，社融同比增长主要来自于信贷（贡献126.9%）和非标（贡献56.7），企业直融基本稳定（贡献-0.2%），而政府债券融资构成主要拖累（贡献-40.5%）。

图3：9月社融同比增长主要由信贷贡献

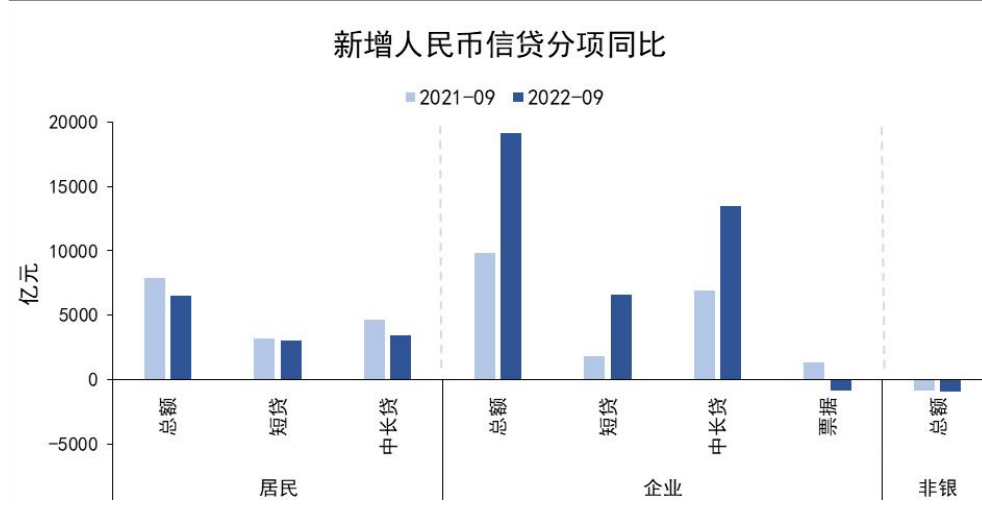


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

9月信贷的亮眼表现是社融超预期的主要原因。以信贷口径计，新增人民币贷款同比多增8100亿，其中中长期贷款同比多增5329亿，占比65.8%。信贷结构稳步改善，中长贷再次取代短贷发挥主导作用，企业部门表现明显好于居民部门。

图4：9月社融同比增长主要由信贷贡献



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

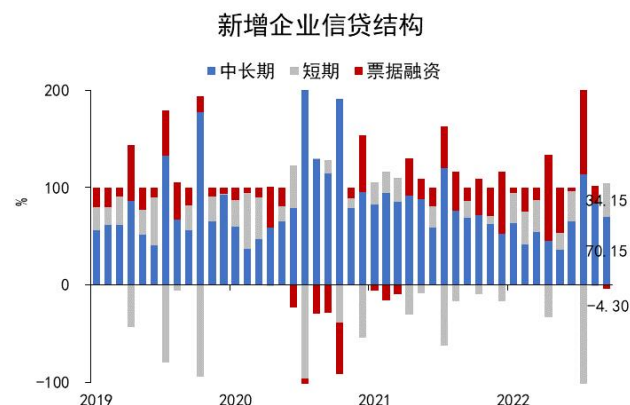
一方面，政策助力企业信贷显著改善。9月非金融企业贷款新增1.92万亿，同比多增9370亿，环比多增1.04万亿。其中中长贷新增1.35万亿，占比70.2%，同比也扭转了前两月低迷的表现，大幅多增6450亿。企业中长贷往往与固定资产投资（基建、房地产、制造业）有较强关联，指向“稳增长”政策持续落地发力推动了实体经济，特别是基建地产相关领域的融资需求。短期信用方面，企业短贷在连续两个月负增后出现逆转，增加6567亿，同比多增4741亿；表内票据则由正转负，减少827亿，同比多减2180亿，票据冲量的现象明显减少。短贷和票据的走势分化，除政策引导外，也指向经济动能出现内生性改善。

图5：9月新增社融创下历史同期新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：9月新增信贷创下历史同期新高

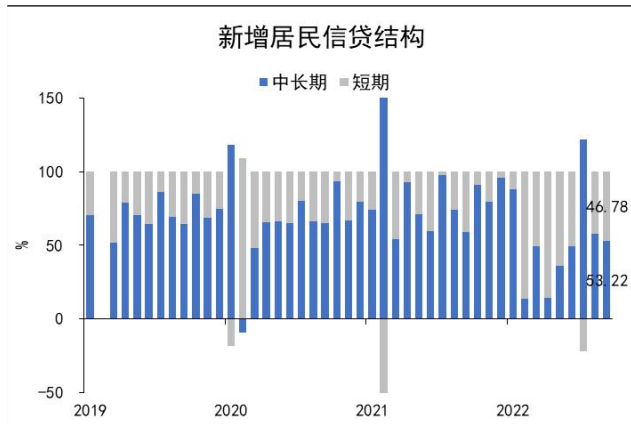


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民信贷有所修复，但持续性有待观察。9月新增居民贷款6503亿，同比少增1383亿，已连续11个月同比负增长。结构上，居民短贷增加3038亿，

同比少增 181 亿。中长贷增加 3456 亿，同比仍然少增 1211 亿，但收缩幅度较前两月逐步改善，与 9 月地产销售面积增速改善的走势基本吻合。值得注意的是，30 城地产销售面积增速改善主要来自一线城市数据和基数效应，未来尚需观察。

图7：9月居民信贷结构保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：9月一线城市成交面积显著回暖

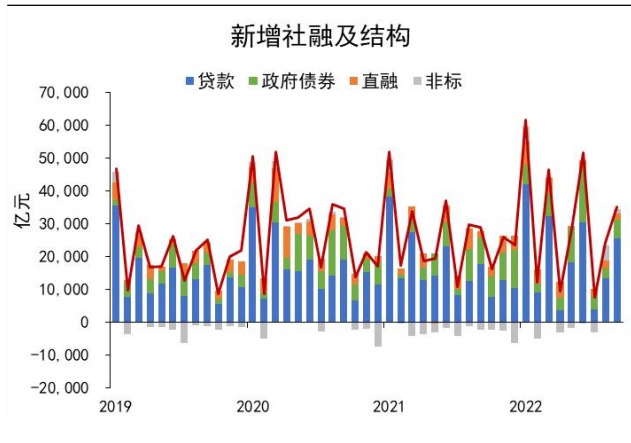


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

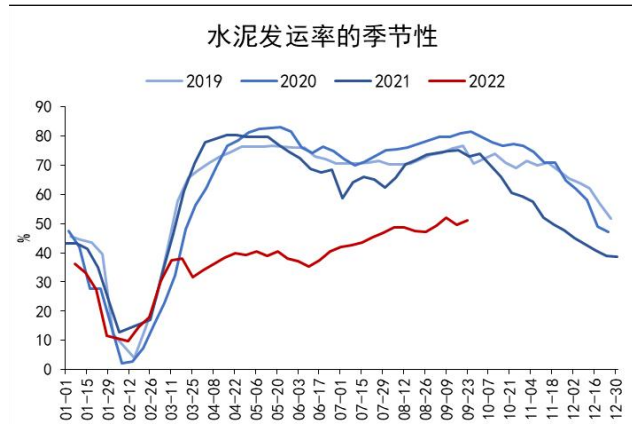
非标融资继续发力。非标当月融资增加 1449 亿，同比多增 3555 亿，环比少增 3319 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 134 亿，同比多增 120 亿；信托贷款-192 亿，同比少减 1906 亿；委托贷款增加 1507 亿，同比多增 1529 亿。信托+委托贷款在上月同比大增的基础上继续多增 967 亿，指向非标压降力度持续缓和下，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9：我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：下半年以来水泥发运率持续修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企业直接融资保持稳定。当月企业直接融资 1897 亿，环比小幅回落（-502 亿），但在基数作用下同比基本不变（-12 亿）。其中企业债券新增融资 876 亿，同比少增 261 亿，部分反映了充足信贷供给对企业发债的替代作用；企业股权融资新增 1021 亿，同比多增 249 亿。

政府融资“喘口气”。在财政部要求专项债 6 月底前基本发行完毕的要求下，三季度新增政府债融资对社融支撑力度大幅下降。尽管 9 月政府债发行较前两月有所回暖，环比增加 2480 亿至 5525 亿，但在去年“财政后置”带来的高基数作用

下同比仍少增 2541 亿。8 月 24 日国常会鼓励用好各地专项债结存限额约 5000 亿，有望提振四季度（特别是 10 月份）的政府债融资。

货币：M2-M1 剪刀差收敛

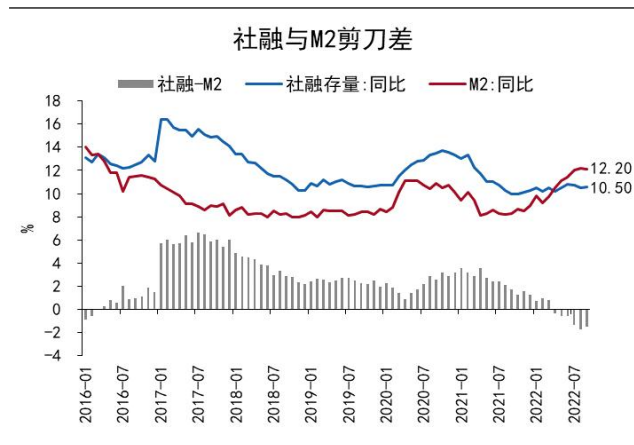
9 月 M2 同比增速较上月小幅回落 0.1pct 至 12.1%，在信贷投放明显加强的背景下，可能受财政支出拖累。财政存款在传统支出大月减少 4800 亿，同比少减 231 亿，较上月（同比多减 4296 亿）投放力度下降。企业存款增加 7649 亿，同比增加 2457 亿，一方面受到减税降费等政策支持，另一方面与银行加大信贷投放力度有关。居民存款增加 2.39 万亿，同比增加 3232 亿，增幅持续放缓，或与居民消费边际回暖有关。M1 同比增速上升 0.3pct 至 6.4%，M2-M1 增速剪刀差回落 0.4pct 至 5.7%，表明定期存款增速低于企业活期存款与现金，与 9 月 PMI 共同指向经济活力上行。同时，社融-M2 增速剪刀差缩窄 0.2pct 至 -1.5%，银行“资产荒”压力延续。

图 11：存款资金进一步“活化”



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：社融-M2 剪刀差缩窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：总量结构双改善

总体而言，9 月金融数据总量结构显著改善，但判断“宽信用”落地为时尚早。从规模看，今年以来社融和信贷宽幅波动，季末均显著超出预期，但其余月份表现不佳。从动因看，9 月社融和信贷更多仍由政策面驱动，未来能否由私人部门内生性、自发性的接力仍需观察。

前瞻的看，四季度金融数据仍有较强的政策支持。一是 5000 亿元各地专项债结存限额（9 月 27 日辽宁省率先发行 67 亿，其余 10 月底前发行完毕），二是共计 4000 亿元的两项新增结构性政策工具（2000 亿元设备更新再贷款+2000 亿元保交楼专项借款），三是政策性开发性金融工具可能提额（第二批 3000 亿元 9 月底已发放完毕，8 月 31 日国常会提出在原有基础上“对符合条件项目满足资金需求”，10 月 12 日农发行发放第三批计划外资金 559 亿元）。

流动性观察

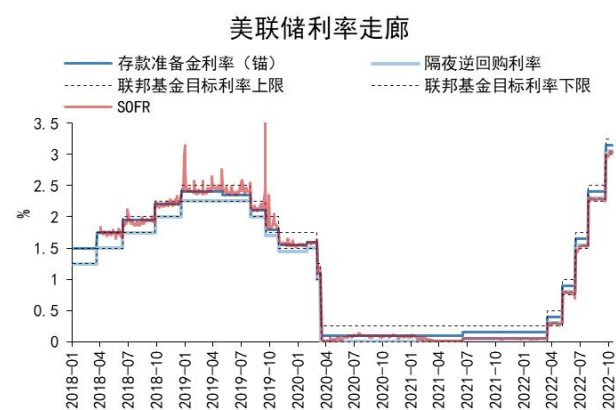
外部环境：美联储 11 月加息 75bp 概率上升

美联储

9 月加息后，美国政策利率目标区间提升至 3-3.25%，两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.15% 和 3.05%。受 9 月美国 CPI 通胀小幅超预期（实际 8.2% vs 预期 8.1%）影响，联邦基金期货价格显示 11 月 FOMC 继续加息 75bp 的概率上升至 96.2%。上周四（10 月 13 日）SOFR 利率较前一周（10 月 7 日）基本保持稳定，下降 1bp 至 3.04%。

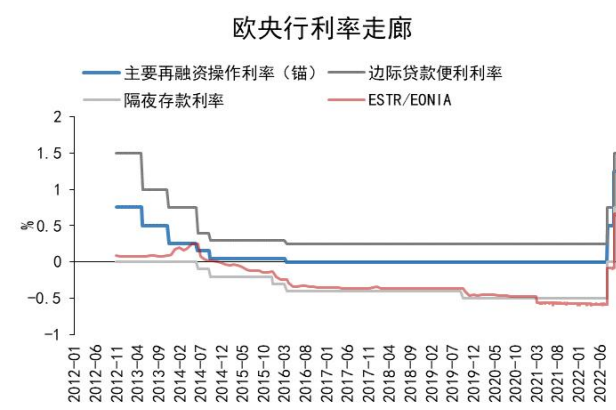
截至 10 月 10 日，美联储资产负债表规模为 8.76 万亿美元，仅较前一周减少 0.84 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 97.7%。

图 13：美联储关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：欧央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：日央行关键短端利率

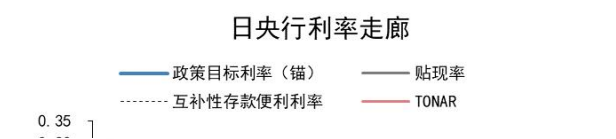
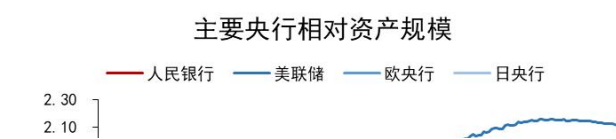


图 16：主要央行资产负债表相对变化



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_47360

