



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

市场逻辑或重回政策积极

2022年11月11日

- **房贷增幅明显下降, 企业中长贷延续良好表现。**今年以来, 新增信贷季末冲高、季初回落的特征尤为明显。10月新增信贷同比少增2110亿元, 再度低于预期。但从修复斜率上看, 10月少增幅度已较4、7月明显收窄。分项上, 居民房贷是最大拖累, 房价预期以及购房意愿仍然低迷。9月一线城市房价拐点可能已经出现, 销售进一步承压。企业中长贷延续多增, 较充分反映了政策刺激效果。其他分项上, 居民与企业短贷均出现减少, 疫情影响下消费与生产经营活动受到压制。票据融资再度同比多增。
- **社融增速下滑, 政府债和信贷拖累最大。**10月社融增速降至10.3%, 增幅显著回落。分项上政府债融资拖累最大, 主要与当月政府债到期量较大有关。5000亿新增专项债结存限额基本在10月发行完毕, 未来政府债对社融的拖累或仍将继续。其次是信贷, 其中外币贷款持续下降, 与企业付汇需求和汇率预期均有关联。表外融资中委托贷款延续多增, 未贴现银票下降较多, 反映出企业支付需求下行。企业债与股票融资变化不大。
- **存款回落的主要原因, 融资需求低迷与非银存款少增。**10月M2、M1增速双双下滑, 分别降至11.80%、5.80%。究其原因, 一是与留抵退税等财政补贴退坡有关, 企业存款当月同比降幅扩大。二是非银存款明显拖累, 少增幅度超万亿, 与去年基数较高、出口增速回落等因素存在关联。三是10月信贷社融表现低迷, 派生存款减少。
- **市场主逻辑或重回政策积极。**经济基本面中, 地产和出口下行的扰动在加大。近期2500亿“第二支箭”等纾困举措频出, 政策加码支持房企融资, 未来有望进一步发力以强化逆周期调节。从空间上看, 10月国内通胀压力缓解, 对于货币政策的掣肘弱化。10月美国CPI同比超预期回落, 12月美联储加息节奏有望放缓, 外部压力同样趋于减轻, 国内政策空间进一步打开。关注后续降准降息、下调LPR等的可能性。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 增量政策推出不及预期, 美欧经济衰退。



目录

一、房贷增幅明显下降，企业中长贷延续良好表现	3
二、社融增速下滑，政府债和信贷拖累最大	5
三、存款回落的主要原因，融资需求低迷与非银存款少增	7
四、市场主逻辑或重回政策积极	8
风险因素	9

图目录

图 1：10 月新增人民币贷款低于市场预期	3
图 2：2022 年以来季初新增信贷降幅趋于收窄	3
图 3：全国新房房价仍然延续下跌趋势	4
图 4：一线城市房价拐点可能已经出现	4
图 5：10 月初以来房地产销售再度明显降温	5
图 6：10 月社融增幅明显下滑，政府债和信贷的拖累最大	6
图 7：外币贷款需求与人民币汇率呈现较好相关性	6
图 8：10 月委托贷款延续增长，PSL 余额上升	7
图 9：10 月 M2、M1 增速双双下滑	7
图 10：10 月新增人民币存款分项表现	8
图 11：房企融资仍在磨底	8



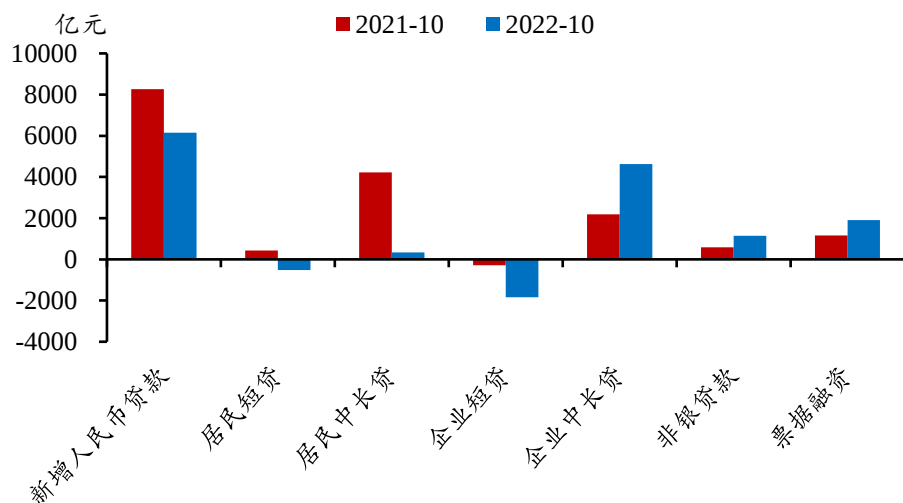
事件：

11月10日，央行公布10月金融数据：新增人民币贷款6152亿元，预期8511亿元，前值2.47万亿元。新增社会融资规模9079亿元，前值3.53万亿元。M2同比增长11.80%，预期11.99%，前值12.10%。

一、房贷增幅明显下降，企业中长贷延续良好表现

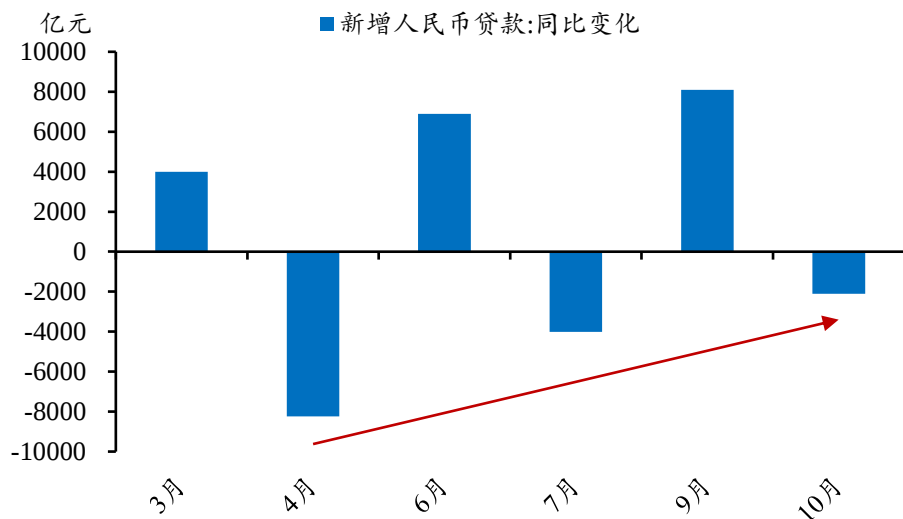
新增信贷同比少增，低于市场预期。10月新增人民币贷款6152亿元，同比少增2110亿元。由于银行业绩考核（今年还有监管对于信贷投放的考核）的原因，新增人民币贷款具有季末冲高、季初回落的显著季节性特征。这一特征在今年表现得尤为明显，3、6、9月新增人民币贷款大幅同比多增，4、7、10月随即转为同比少增。究其原因，依然与疫情频发背景下，实体融资需求修复偏慢有关。但从修复斜率上看，10月少增幅度已较4、7月明显收窄。

图 1：10月新增人民币贷款低于市场预期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2022 年以来季初新增信贷降幅趋于收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

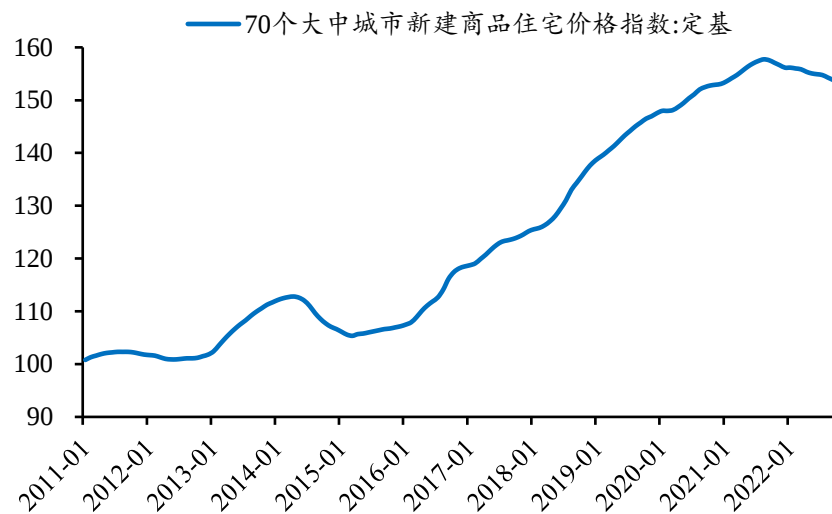
从分项上看：

1) 居民房贷是最大拖累项。10月居民中长贷同比少增3889亿元，居民对房价预期以及购房意愿仍然低迷。9月

全国新房房价延续下行趋势，已较高点下跌 2.5%。其中一线城市房价拐点可能已经出现，9 月由涨转跌。二三线城市房价自 2021 年 8 月以来持续转跌。反映到销售层面，房地产销售在 9 月末迎来一波复苏后，再度明显降温。

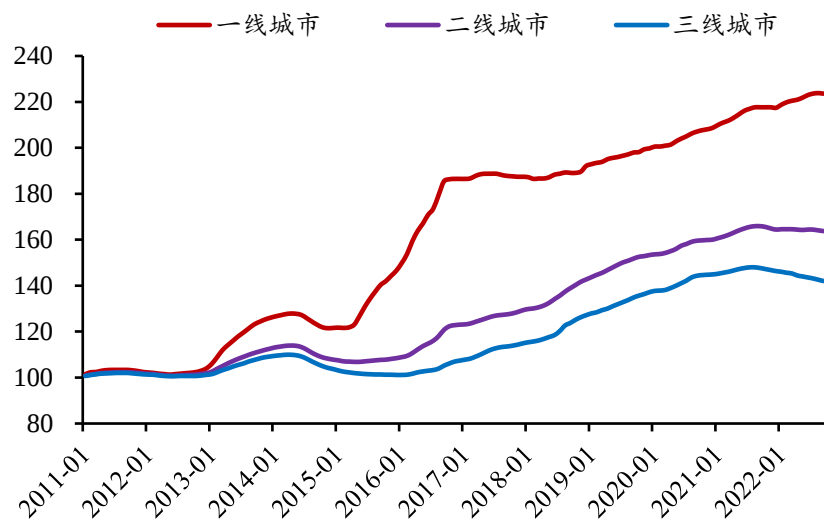
居民短贷出现减少。10 月居民短贷减少 512 亿元，同比多减 938 亿元，疫情影响下居民消费需求受到压制。

图 3：全国新房房价仍然延续下跌趋势

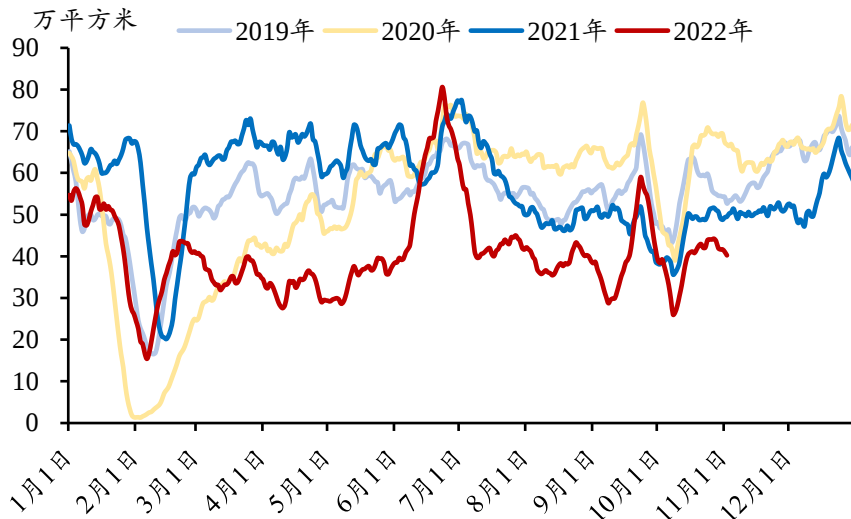


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：一线城市房价拐点可能已经出现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：10 月初以来房地产销售再度明显降温


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 企业中长贷延续积极变化。10 月企业中长贷同比多增 2433 亿元，在当月新增人民币贷款中的占比升至 75%。这样的积极变化较为充分地反映了数月以来的政策刺激效果，具体措施包括设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债、监管部门强化引导金融机构信贷投放等。根据证券时报消息，9 月末监管部门鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款的投放，要求 21 家全国性银行在 1-7 月新增 1.7 万亿元左右的制造业中长期贷款的基础上，8-12 月鼓励再新增 1 万亿-1.5 万亿元，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于 30%。

10 月是信贷投放小月，企业短贷多呈现为减少。从今年 10 月数据来看，**企业短贷减少 1843 亿元，同比多减 1555 亿元。**一方面反映了疫情影响下，企业经营活动受阻。另一方面或与出口超预期回落有关，企业融资需求遭到削弱（详见 11 月 8 日报告《出口增速负风险不会轻易消散》）。

3) 票据融资同比多增 745 亿元。面对信贷需求的回落，银行再次做多票据以填充信贷规模。

二、社融增速下滑，政府债和信贷拖累最大

社融增速回落，增幅明显下滑。10 月新增社融规模 9079 亿元、同比少增 7097 亿元，社融存量增速 10.3%，较上月下降 0.3 个百分点。分项上看：

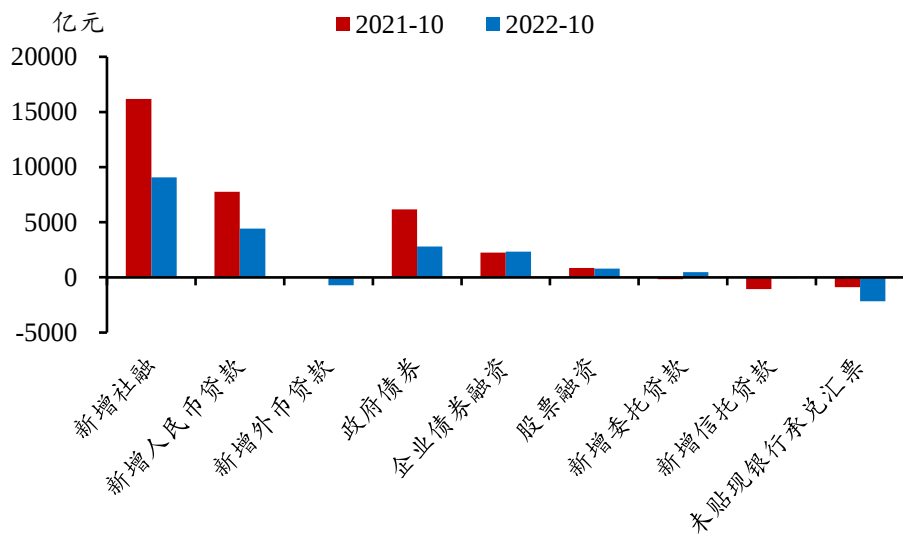
1) 政府债融资拖累最大，同比少增 3376 亿元。政府债融资增幅下滑主要与 10 月政府债到期量较大有关，WIND 数据显示，10 月国债、地方政府债合计到期规模接近一万亿元。10 月新增专项债发行 4279 亿元，5000 亿结存限额基本发行完毕，随着 11、12 月份发行节奏再度放缓，政府债对社融的拖累将继续。

2) 人民币贷款和外币贷款分别同比少增 3321、691 亿元。今年 4 月份以来，随着美元兑人民币汇率转为贬值，外币贷款由增长转为下降。外币贷款需求一方面与外贸企业的付汇行为相关，另一方面也包含了企业的汇率预期。当企业预期人民币汇率趋于贬值时，外汇兑付成本上升，外币贷款需求收缩，反之则反。如图 7 所示，人民币汇率升值/贬值在多数时候对应外币贷款的增/减，二者存在较好相关性。

3) 表外融资呈现为正向贡献，合计同比少减 372 亿元。其中新增委托贷款同比多增 643 亿元，体现了基础设施投资基金的进一步投放。我们在前期报告《需求边际回暖——四季度股债双牛的逻辑之二》中详解了基础设施投资基金的运作模式，其中相当一部分是以委托贷款形式落地。随着 6000 亿基础设施投资基金投放完毕，预计新增委托贷款以及 PSL 余额或再度回落。新增信托贷款同比少减 1000 亿元，正向贡献较大。新增未贴现银票同比多减 1271 亿元，反映出企业支付需求下行，与疫情阻碍企业经营活动、出口进一步回落等因素有关。

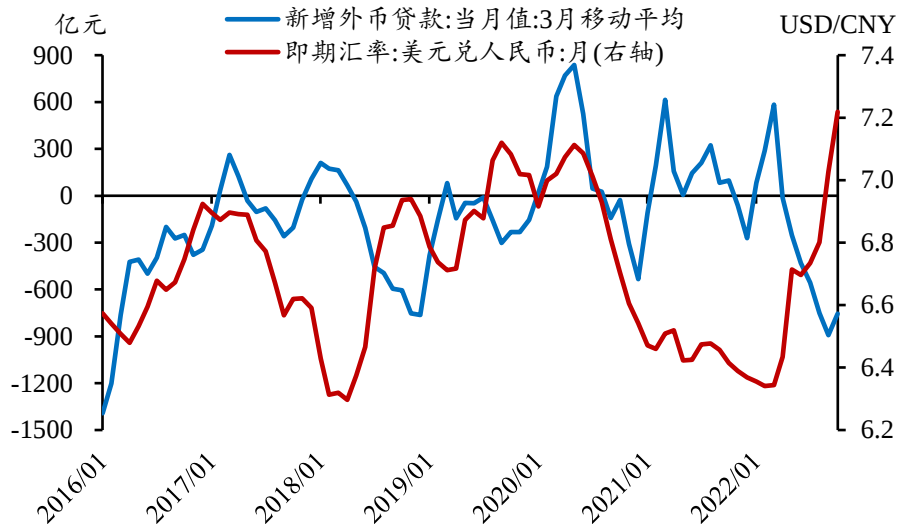
4) 直接融资变化不大。10月企业债融资增加2325亿元，同比多增64亿元。股票融资增加788亿元，同比少增58亿元。

图 6：10月社融增幅明显下滑，政府债和信贷的拖累最大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

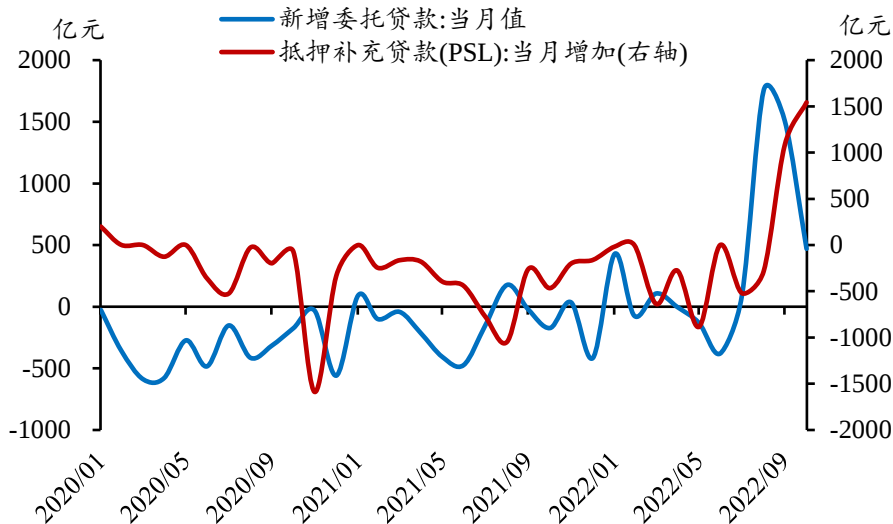
图 7：外币贷款需求与人民币汇率呈现较好相关性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



图 8：10 月委托贷款延续增长，PSL 余额上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

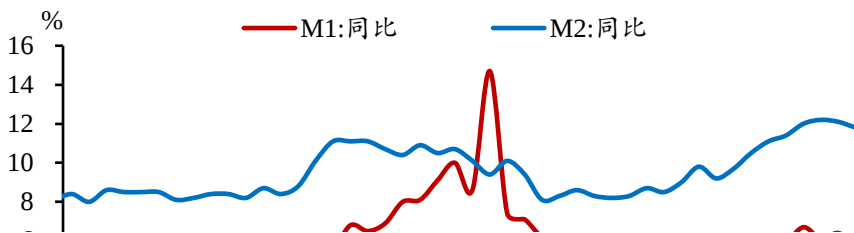
三、存款回落的主要原因，融资需求低迷与非银存款少增

10 月 M2、M1 增速双双下滑。M2 增速下降 0.3 个百分点至 11.80%，M1 增速下降 0.6 个百分点至 5.80%。

结合分项表现来看，10 月存款增速下行一是与留抵退税等财政补贴退坡有关，对企业存款的补充效应减弱，企业存款当月同比多减 5979 亿元。二是非银存款同比少增 10352 亿元，拖累最大。我们在年初报告《降息之后，可能还有降准——下一阶段流动性和货币政策推演》中曾指出，非银存款高增或与出口高景气存在一定关系，其逻辑在于，盈利增长或驱动出口企业配置更多非银金融资产，如购买货币基金等。随着出口进一步回落，非银存款或仍有下行压力。三是与 10 月信贷社融表现低迷有关，派生存款减少。

其他存款分项上，10 月居民存款同比少减 6997 亿元，背后依然是偏高的储蓄意愿。财政存款同比多增 300 亿元，支出力度较去年同期大体持平。

图 9：10 月 M2、M1 增速双双下滑



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_48608

