

宏观观点评

居民端“稳信用”亟需发力

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

10月社融同比少增，低于市场预期。新增社融的拖累在于：一是，表内信贷表现大幅弱于去年同期。**二是**，政府债券净融资继续同比减少。**三是**，表外票据缩量，可能再度遭遇了表内票据“冲量”的挤压。**新增社融的支撑在于委托贷款、信托贷款压降趋缓。**这或得益于金融监管边际松动（融资类信托有望部分保留）和政策性开发性金融工具的增量投放。**此外**，企业直接融资表现平稳，其中债券融资边际好转、同比多增，结束了连续4个月的同比缩量，制造业、房地产业信用债净融资均明显改善。

10月人民币贷款同比少增。信贷的支撑因素在于企业中长期贷款表现强劲，表内票据融资规模在高基数下进一步抬升；拖累因素则是居民中长期贷款、居民和企业的短期贷款偏弱。**一方面，居民中长期贷款走弱的原因在于：**一是，地产销售依然偏弱，克而瑞统计的10月单月百强房企销售操盘金额同比降幅较9月扩大3个百分点。**二是**，居民提前偿还房贷意愿或进一步增强。银行存款收益率下行，且新投放贷款利率明显低于前期，这或使居民更有动力将闲置资金用于提前偿还房贷。**另一方面，企业中长期贷款的韧性源于：**一是，基建积极发力，与政策性、开发性金融工具配套的基建中长期贷款随项目推进而放量。**二是**，房地产领域资金支持力度增强，2000亿元“保交楼”专项借款、监管部门对房地产领域贷款投放的窗口指导均有助力。**三是**，制造业领域是贷款投放的重要抓手，央行新设的2000亿元设备更新改造专项再贷款四季度正加速投放。

10月M1、M2增速同步下行，或受信贷投放偏弱、企业缴税规模增长、地方专项债发行等因素的拖累。**从存款结构来看：**一是，居民消费意愿依然偏弱。**二是**，企业现金流压力加大。10月经济基本面再度走弱，出口转负、疫情多点散发、房地产销售偏弱，都对企业经营活动现金流入产生负面冲击。同时，缴税因素影响不容忽视，三季度经济延续恢复，而企业生产经营创造的企业所得税主要在10月征收。**三是**，财政存款同比多增，“蓄水池”作用显现。因留抵退税影响大幅减弱、5000亿元专项债限额结存在10月底前基本发行完毕，部分税收收入好转。**四是**，非银资金“空转”缓解。非银行业金融机构存款同比多减超万亿。10月资金利率中枢进一步上移，非银机构面临的流动性环境在边际趋紧。

从10月金融数据看，企业中长贷受到“稳信用”政策的提振，但消费和地产疲弱态势下，居民端信贷尚无起色。我们认为，**未来一段时间，货币政策有必要维持宽松的流动性环境**，在巩固企业部门“稳信用”成效的同时，需与房地产政策协调配合，促进居民中长期贷款增长改善。**而货币政策的空间也将逐步打开。**国内核心CPI有望维持低位，而最新出炉的10月美国CPI同比超预期降至7.7%，迅即带来美元大跌和美债利率下滑。随着海外经济衰退风险逐渐加大，海外通胀可能加速回落，美联储或由加息转为降息。这意味着中国货币政策的自主性正进一步增强。

一、新增社融低于预期

10月社融同比少增，低于市场预期。2022年10月新增社会融资规模9079亿元，较去年同期少7097亿元，低于市场一致预期的1.65万亿。社融存量同比增速较上月下行0.3个百分点至10.3%。剔除政府债部分后的社融存量增速较上月下行0.1个百分点至9.2%。**从分项数据看，新增社融的拖累因素主要是表内信贷和政府债融资，委托贷款、信托贷款构成一定支撑。**

一是，表内信贷表现偏弱，是社融低于预期的核心拖累因素。其中，人民币贷款同比少增3321亿元；外币贷款同比多减691亿元，因出口增速转负，且人民币汇率贬值。

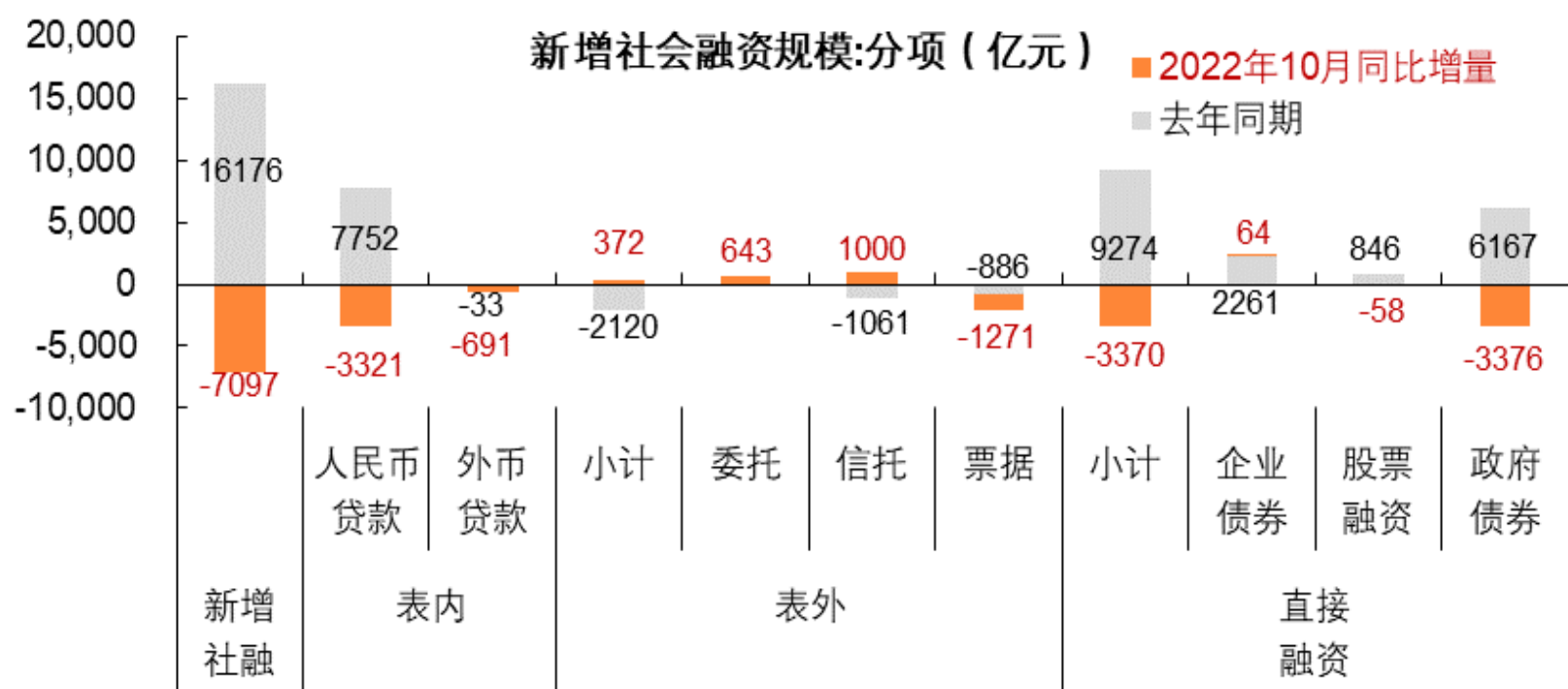
二是，政府债券净融资继续拖累新增社融。10月政府债净融资2791亿元，同比少增3376亿元，主因政府债发行节奏错位。如果提前下达的地方政府专项债额度仍延续2023年开始发行的传统，预计11月、12月的政府债融资总量为1.3万亿，仍较去年同期低6700亿，对年内新增社融的拖累还将持续。

三是，企业直接融资表现平稳，债券融资边际有所改善。非金融企业股票融资同比少增58亿元，但相比18年-20年同期仍多增361亿元。企业债券融资同比多增64亿元，而此前连续4个月均同比缩量，制造业、房地产业信用债融资均有改善。

四是，表外融资规模多增，是社融的重要支撑因素。委托贷款、信托贷款规模均高于去年同期，但未贴现票据有所缩量。

- **1) 信托贷款**同比少减1000亿元，相比18年-20年同期少减894亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度存在阶段性的边际松动。在经济下行压力加大、资管新规过渡期基本结束之后，金融监管的力度边际趋缓。据上海证券报报道，监管部门召集信托业务分类座谈会，与会人士透露，未来融资类信托业务有望继续保留一定比例，而不是彻底退出。中国信托业协会党委书记漆艰明近期表示，当前融资类信托业务已经逐步规范，行业高风险业务的风险暴露得到了明显的控制。
- **2) 委托贷款**同比多增643亿元，相比18年-20年同期多增1066亿元。委托贷款的改善原因在于：截至10月12日，农发基础设施基金、进银基础设施基金在前期6000亿元之外，又合计完成743亿资金投放，其中以股东借款方式投放的部分资金被计入委托贷款统计口径。
- **3) 未贴现银行承兑汇票**同比多减1271亿元，相比18年-20年同期也多减1292亿元。相比之下，10月表内票据创达历史同期新高，结合10月中下旬以来国股票据贴现利率持续下行的现象，表内票据“冲量”可能再度挤压了表外票据的投放规模。将表内外票据合并来看，10月表内外票据融资缩量252亿元，相比过去5年同期均值偏离不大。

图表 1 2022年10月新增社融的同比增量



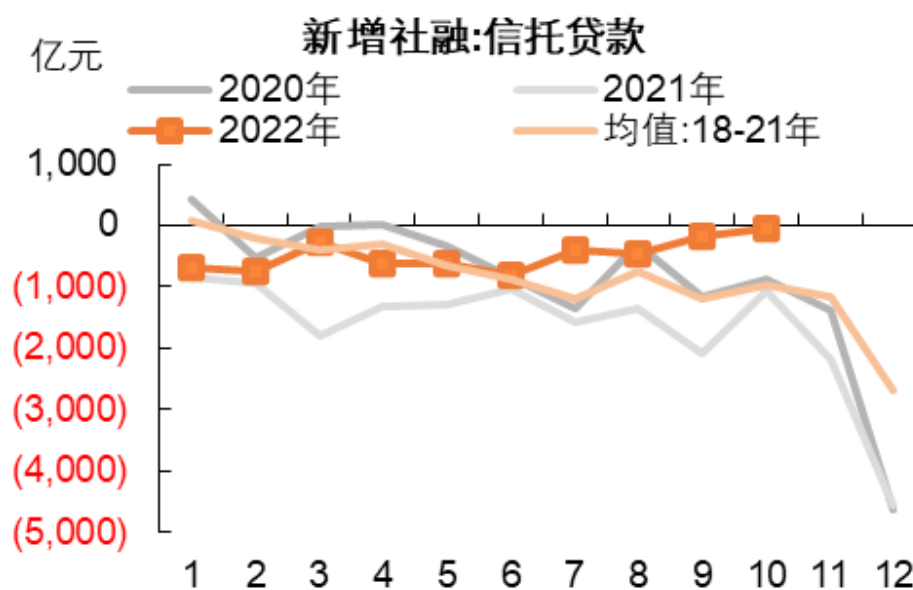
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 2 10月社融存量同比增速10.3%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 3 10月信托贷款压降规模环比继续收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、企业中长贷同比多增

10月新增人民币贷款同比少增。10月新增人民币贷款6152亿元，同比少增2110亿元，相比17-21年同期均值也少增2110亿元；贷款存量同比增长11.1%，相比上月降低0.1个百分点。**人民币信贷的支撑因素在于企业中长期贷款表现强劲，表内票据融资规模在高基数下进一步抬升；拖累因素则是居民中长期贷款、居民短期贷款和企业短期贷款。**具体地：**居民贷款同比继续缩量。**

- 1) 居民短期贷款减少512亿元，同比多减938亿元，低于17-21年同期均值1300多亿元。
- 2) 居民中长期贷款仅增加332亿元，同比少增近3900亿元，缩量至去年同期的7.9%（低于8月的62.4%、9月的74.1%）。

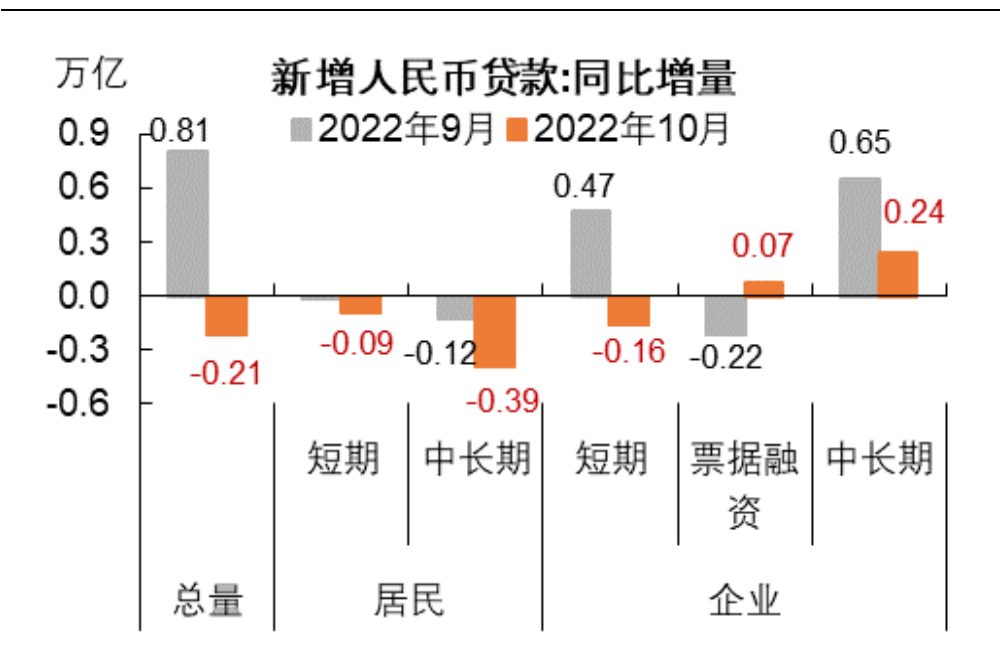
企业中长期贷款表现强劲，表内票据融资规模在高基数下进一步抬升。

- 1) 企业短期贷款减少1843亿元，同比多减近1600亿元，较17-21年同期均值多减超1100亿元。
- 2) 企业中长期贷款新增4623亿元，同比多增超2400亿元，较17-21年同期均值多增近2200亿元。
- 3) 票据融资同比增加745亿元，相比17-21年同期均值多增超1700亿元。

居民中长期贷款走弱的原因在于：一是，地产销售依然偏弱。9月末多部门出台一系列地产销售端刺激政策，房地产企业积极备战“金九银十”促销，但10月百强房企销售不尽如人意，克而瑞研究中心数据显示，10月单月百强房企销售操盘金额环比降低2.6%，降幅高于往年平均；同比降幅较9月扩大3个百分点至28.4%。**二是，居民提前偿还房贷意愿或进一步增强。**10月以来，多地“因城施策”将房地产按揭贷款利率调降至4%以下；9月中旬，多家银行下调挂牌存款利率。银行存款收益率下行，且新投放贷款利率明显低于前期，这或使居民更有动力将闲置资金用于提前偿还房贷。据中国货币网发布的个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）条件早偿率指数能在一定程度上反映居民房贷的提前偿还情况，10月也仍然处于偏高位置。

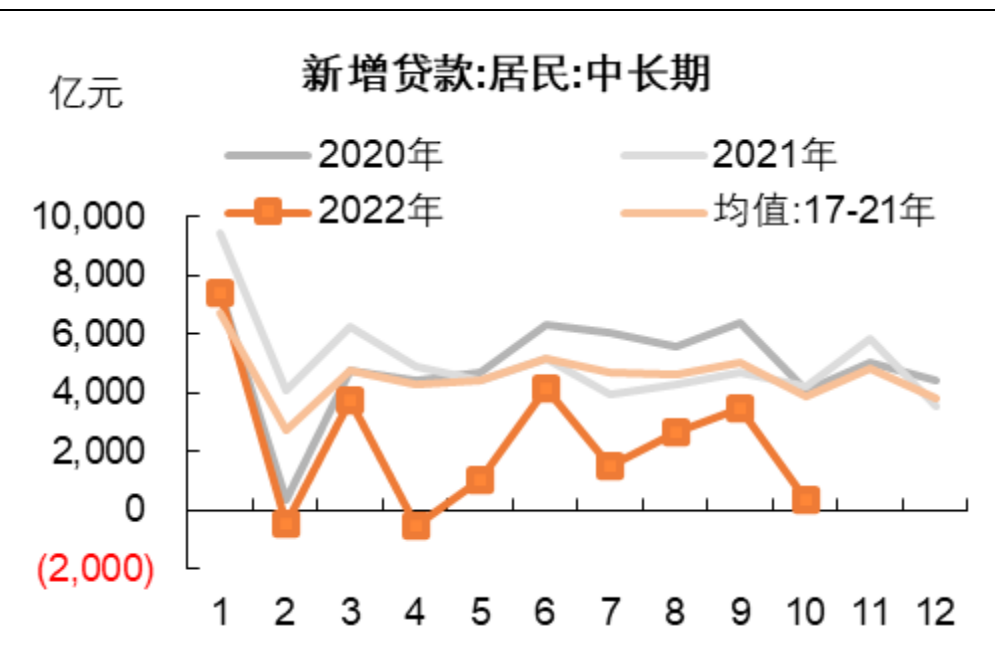
企业中长期贷款的韧性源于：一是，基建积极发力“稳增长”，今年以来政策性、开发性金融工具已投放6743亿元，与之配套的基建领域企业中长期贷款随项目的推进而继续放量。**二是，房地产领域资金支持力度增强，**2000亿元“保交楼”专项借款、监管部门对房地产领域贷款投放的窗口指导均有助力。**三是，制造业领域是贷款投放的重要抓手，**央行新设的2000亿元设备更新改造专项再贷款四季度正加速投放。

图表 4 10月人民币贷款分项同比少增



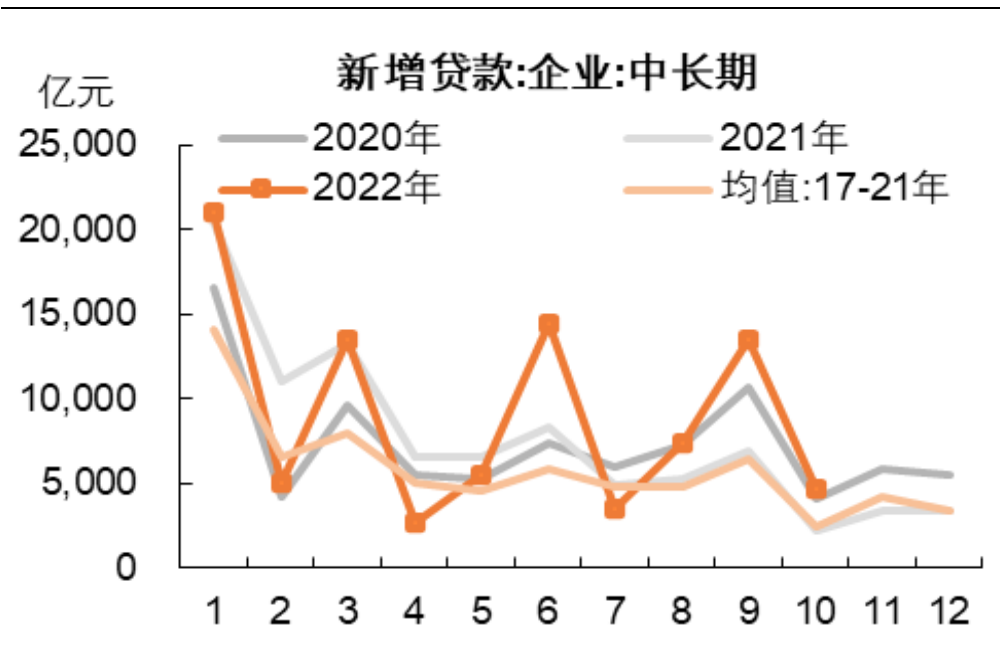
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 5 10月新增居民中长期贷款仅为去年同期的7.9%



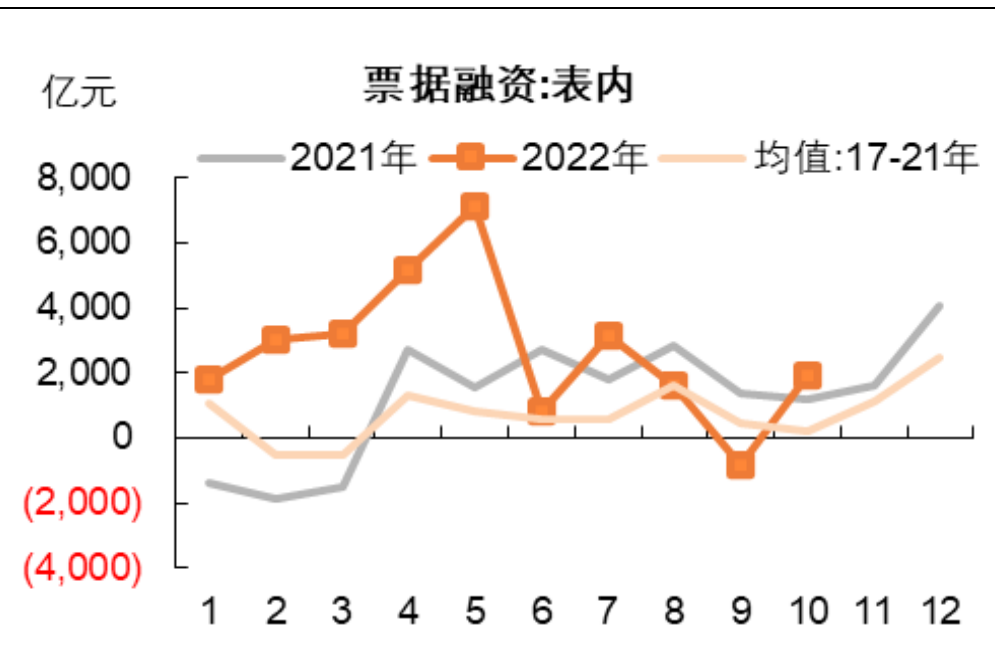
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 6 10月企业中长期贷款继续同比多增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 7 10月表内票据融资同比多增



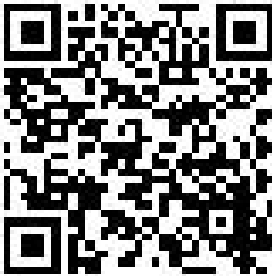
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 8 2022年10月RMBS条件早偿率指数仍然处于高位



云报告

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_48624



云报告