

总量研究

政策加力正当时

——2022 年 10 月金融数据点评

要点

事件：10 月人民币贷款新增 6152 亿元，前值 2.47 万亿元；社融新增 9079 亿元，前值 3.53 万亿元，存量同比增速 10.3%，前值 10.6%；M2 增速 11.8%，前值 12.1%。

核心观点：今年以来，新增社融波动明显放大，呈现出“大幅高于预期-大幅低于预期”交错出现的格局，在 9 月新增社融明显超出市场预期后，10 月新增社融再度明显低于市场预期。预期差主要源于居民部门净融资同比大幅收缩，一是，疫情多点散发下的消费意愿疲弱；二是，商品房销售再度回落使得按揭贷款收缩。

展望来看，社融增速大概率仍将延续震荡态势。经济内生需求不足的背景下，信用扩张更多取决于政策增量和落地节奏的稳定性，一是，保交楼专项借款和民营企业债券融资支持工具，对推动房地产链条融资企稳的实际效果；二是，外部均衡压力减弱为国内政策加力创造合意时机，11 月至明年 1 月均是再次降准的窗口期，LPR 同样存在下行空间。

融资：社融增速延续震荡格局。10 月新增社融明显低于市场预期，同比收缩 7097 亿元，本币贷款和政府债券是主要的拖累因素。从融资主体来看，居民和政府部门净融资分别同比少增 4827 亿元和 3376 亿元，构成新增社融的主要拖累。其中，政府部门主要源于今年政府债券发行节奏整体前置，5000 亿元专项债结存限额的实际对冲效果有限；居民部门则主要源于疫情多点散发下的消费意愿疲弱，以及商品房销售再度回落使得按揭贷款收缩。另外，在政策持续加码稳信用以及实体需求改善的背景下，企业部门净融资延续同比多增态势。

展望：社融增速年内有望维持窄幅震荡，全年增速或在 10.4% 左右。政府层面，11 月至 12 月，预计政府部门净融资仍将使得新增社融同比少增约 0.65 万亿元。企业层面，考虑到央行前期表态可以根据需要增加政策性开发性金融工具额度，以加大对基础设施建设和重大项目的支持力度；并相继重启 PSL 投放、设立保交楼专项借款、设备更新再贷款和民营企业债券融资支持工具再贷款，预计四季度企业中长期信贷有望保持强劲。居民层面，居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动。

政策：外部压力缓解可能会触发货币加码宽松。经济内生需求不足的背景下，宽信用的稳定性更多取决于政策增量和落地节奏的稳定性，通过降低融资成本护航宽信用仍是政策重心，但宽松时机的选择则需要把握好内外均衡。10 月美国通胀低于预期，驱动美联储加息预期回落，外部均衡压力减弱为国内货币政策加码宽松创造有利时机，11 月至明年 1 月均是再次降准的窗口期，LPR 同样存在下行空间。

再次降准有助于增强宽信用的持续性，稳定资金利率预期，提振市场信心。对债市而言，经过前期对于信用转宽和资金利率上行等因素的消化，考虑到经济修复仍面临多重不确定性，以及宽信用的持续性仍依赖于宽松流动性的支持，利率对利空因素的反应逐渐趋于钝化。若再次降准，有利于增强市场对于资金利率维持低位的信心，从而推动市场利率保持低位震荡态势。对于股市而言，再次降准有利于增强市场对于宽信用持续性的预期，也会再次确认逆周期调节政策依然在持续发力，扭转市场信心。

风险提示：政策落地不及预期，本土疫情大范围扩散，重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebscn.com

相关研报

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

四季度还会有降准吗？——光大宏观周报（2022-10-23）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、社融增速延续震荡格局	3
2、资金活力低位波动，利率有望低位震荡	7
3、外部压力缓解可能会触发货币加码宽松	7
4、风险提示	10

图目录

图 1：本币贷款和政府债券明显拖累 10 月新增社融	3
图 2：居民和政府部门融资收缩拖累 10 月新增社融	3
图 3：10 月地方政府专项债融资净额略低于去年同期	4
图 4：1-10 月地方政府专项债净融资完成计划的 96%	4
图 5：10 月 PSL 新增 1543 亿元	5
图 6：10 月房地产企业信用债融资边际走弱	5
图 7：乘用车零售景气回落对居民消费信贷支撑走弱	5
图 8：30 大中城市商品房成交面积负缺口再度走阔	5
图 9：10 月以来，本土疫情再次呈现多点散发态势	6
图 10：非金融企业部门的投资回报率仍在持续下行	6
图 11：货币增速剪刀差维持震荡格局	7
图 12：货币供需差持平前值	7
图 13：再次降准时点预测	9
图 14：公告降准后的股票和债券市场走势	10

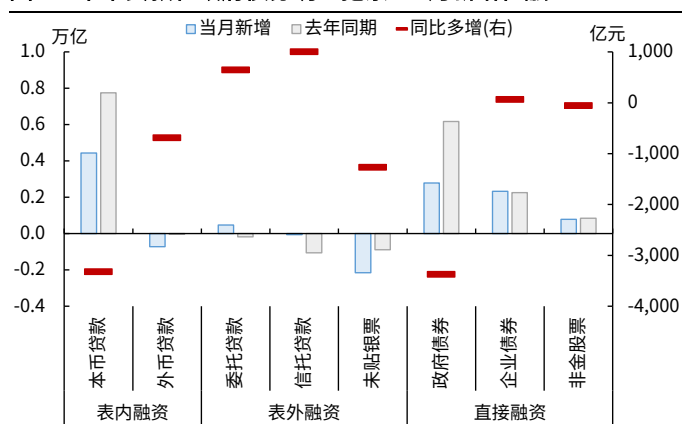
1、社融增速延续震荡格局

10月新增社融明显低于市场预期，同比收缩7097亿元，本币贷款和政府债券是主要的拖累因素。10月新增社融9079亿元，明显低于市场预期(Wind一致预期为1.65万亿元)，同比少增7097亿元；10月新增人民币贷款6152亿元，明显低于市场预期(Wind一致预期为8242亿元)，同比少增2110亿元。

从融资方式来看，政府债券净融资同比少增3376亿元，社融口径下的人民币贷款同比少增3321亿元，是10月新增社融明显低于市场预期的主要推动因素。另外，信托贷款同比多增1000亿元，委托贷款同比多增643亿元，表外融资继续对新增社融形成支撑。信托贷款同比多增，可能主要源于低基数和房地产融资限制有所松动；委托贷款同比多增，则主要源于政策性资金的投放。

从融资主体来看，居民部门净融资同比少增4827亿元，政府部门净融资同比少增3376亿元，是10月新增社融的主要拖累项。其中，政府部门净融资同比少增，主要源于今年政府债券发行节奏整体前置，5000亿元专项债结存限额的实际对冲效果有限；居民部门净融资同比少增，则主要源于疫情多点散发下的消费意愿疲弱，以及商品房销售再度回落使得按揭贷款收缩。另外，在政策持续加码稳信用以及实体需求改善的背景下，企业部门净融资延续同比多增态势，10月同比多增1106亿元，但对新增社融的拉动作用有所走弱。

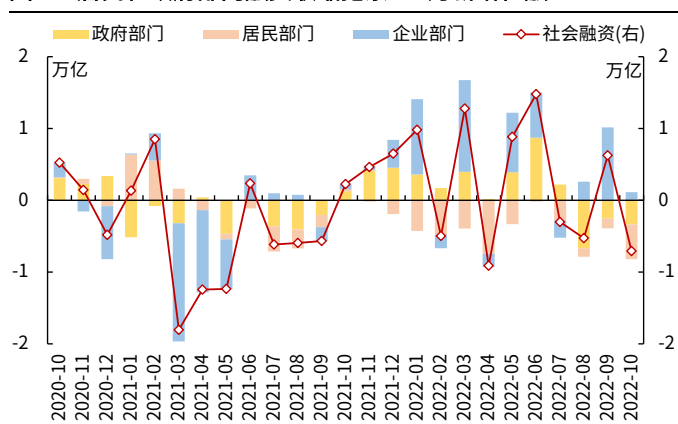
图1：本币贷款和政府债券明显拖累10月新增社融



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年10月

图2：居民和政府部门融资收缩拖累10月新增社融



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年10月

政府端，政府部门的年度净融资额由于受到预算等限额约束，相对来说是较为透明的，为3.37万亿元的赤字额度，3.65万亿元的专项债新增额度，以及5000亿元地方专项债结存限额，也就是说，今年政府部门融资净额大约在7.52万亿元左右。

由于今年政府债券发行节奏整体前置，1-6月地方政府通过专项债净融资34062亿元，基本将全年专项债新增额度发行完毕。因而，从7月份开始政府债券融资开始放缓，并由同比多增转为同比少增，对新增社融形成拖累作用。

随着8月国常会要求将5000亿元专项债结存限额在10月底前发行完毕，9月和10月政府债券融资的拖累作用明显减弱。考虑到5000亿元专项债结存限额已基本于10月发行完毕，11月政府部门净融资对新增社融的拖累作用，大概率会再度边际走强。

图 3：10 月地方政府专项债融资净额略低于去年同期

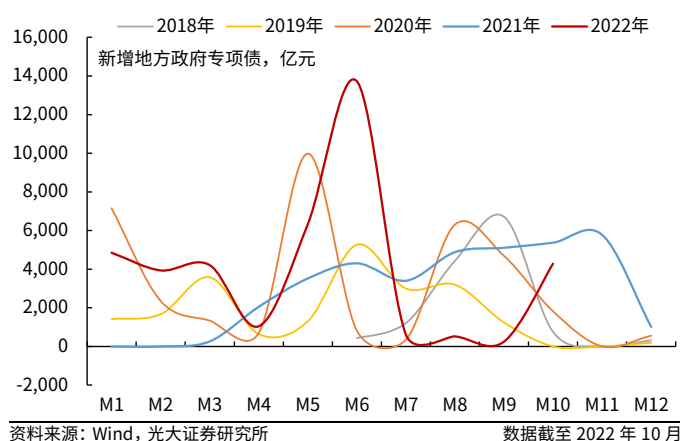
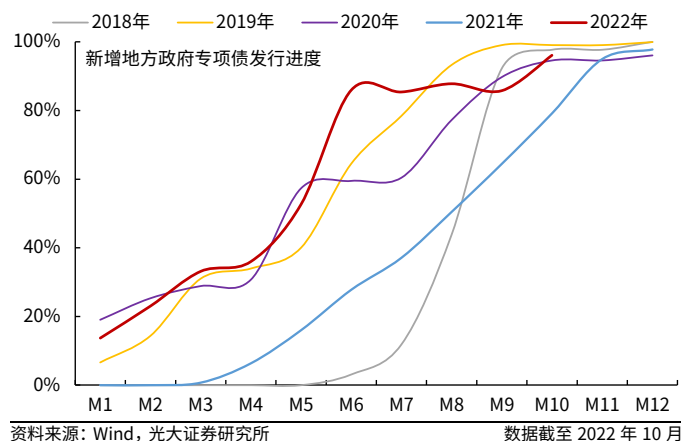


图 4：1-10 月地方政府专项债净融资完成计划的 96%



企业端，10 月非金融企业部门新增信贷 4685 亿元，同比多增 1623 亿元，其中，对公中长期贷款同比多增 2433 亿元，基本符合往年季节性水平。归因来看，企业中长期信贷的主要驱动，可能来自于基建和制造业投资带动的相关融资需求，拖累则来自于房地产企业相关融资的收缩。

一则，6 月以来，国常会先后调增政策性银行信贷额度 8000 亿元，并新增设立超过 6000 亿元政策性开发性金融工具支持重大项目建设¹。同时，央行数据显示，在 9 月净新增抵押补充贷款（PSL）1082 亿元的基础上，10 月 PSL 再度净新增 1543 亿元。政策行负债端在获得持续稳定的资金补充后，具有较强的信贷投放意愿，资金投向大概率为房地产和基建领域，在推动基建项目落地的同时，也增加了基建配套中长期贷款需求，对企业部门融资形成持续支撑。

二则，今年以来，制造业投资持续保持较高增速，在政策驱动下，技改等相关投资需求带动融资需求维持高位。9 月 28 日，人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业等设备更新改造提供贷款，人民银行按贷款本金的 100% 予以专项再贷款，额度为 2000 亿元以上，利率 1.75%。

同时，9 月 30 日，证券时报报道，监管部门鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款、房地产等领域的信贷投放。其中，在制造业中长期贷款方面，要求 21 家全国性银行 8-12 月再新增 1 万亿元至 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%，进一步带动制造业等相关领域的融资需求。

三则，8 月 15 日，人民银行超预期地将 OMO、MLF 中标利率等政策利率调降了 10 个基点；随后，8 月 22 日，1 年期和 5 年期以上 LPR 报价利率分别下行 5 个和 15 个基点，社会综合融资成本再度明显下行，融资成本下行也有利于激发实体企业的融资意愿。人民银行公布的三季度调查问卷显示，总体贷款需求指数较二季度上行 2.4 个百分点至 59%，其中，基础设施和小型企业贷款需求上行幅度较大。

¹ 6 月 1 日国常会调增政策性银行信贷额度 8000 亿元，6 月 29 日国常会进一步提出设立 3000 亿元政策性开发性金融工具支持重大项目建设，随后，8 月 24 日国常会再度追加 3000 亿元以上金融工具额度，并可以根据实际需要扩大规模。

四则，9月以来，针对房地产行业的托底政策再度加码。9月30日，央行和银保监会等部委，要求加大对保障性安居工程建设的金融支持，积极支持居民家庭合理的住房贷款需求，增强金融机构个人住房贷款投放能力，继续支持房地产开发企业的合理融资需求，叠加前期的2000亿元保交楼专项借款。但房地产企业融资依然较为疲弱，10月房地产企业信用债融资再度呈现边际走弱。

图5：10月PSL新增1543亿元

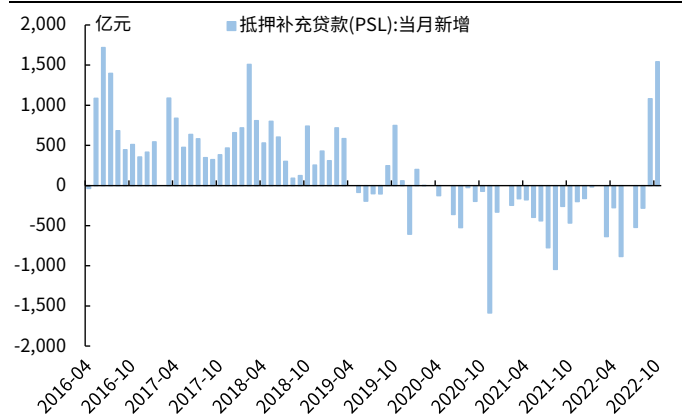
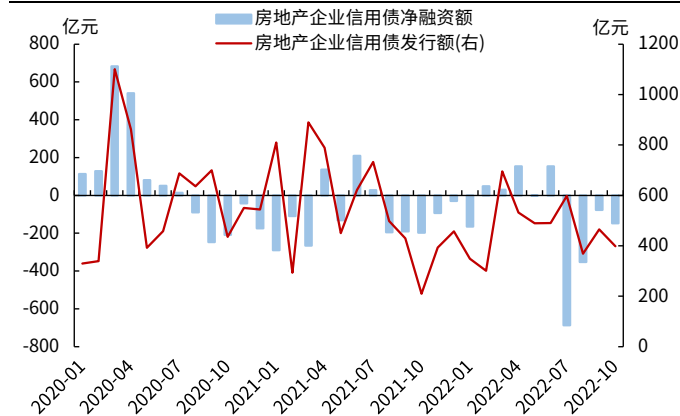


图6：10月房地产企业信用债融资边际走弱



居民端，居民部门净融资同比少增4827亿元，其中，短期信贷同比少增938亿元，中长期信贷同比少增3889亿元。

一方面，6月以来，各地陆续推出汽车下乡和购车补贴政策，明显提振了居民购车情绪，但在疫情反复扰动下，10月汽车消费景气明显回落。根据中国汽车工业协会的数据，10月日均汽车销量相较往年（2018年-2021年）同期均值多增6614辆，环比回落9342辆，汽车分期等贷款需求小幅回落。

另一方面，从30个大中城市的商品房销售数据来看，今年以来的商品房销售数据相较往年同期较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。中指调查数据显示，10月居民置业意愿快速下滑，尤其是近期房企加大降价促销力度后，多数城市核心区房价出现明显下跌，导致购房者的预期进一步下行，短期入市积极性降至低位，未来仍需时间修复。

图7：乘用车零售景气回落对居民消费信贷支撑走弱

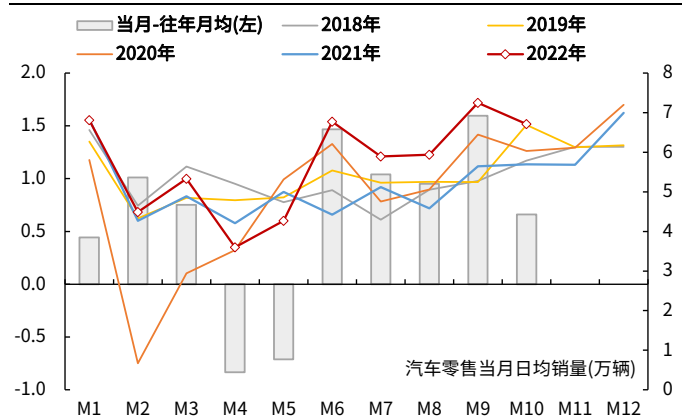
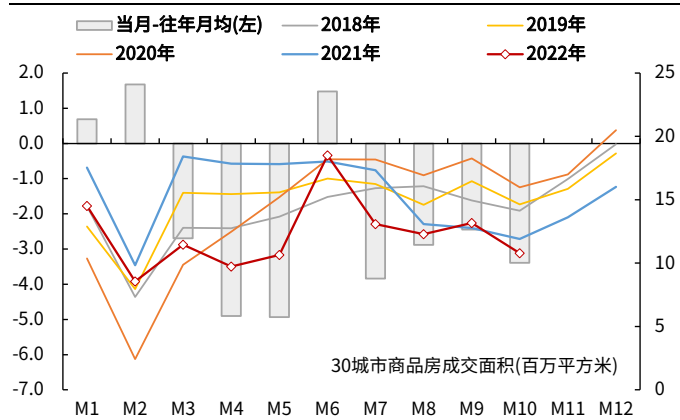


图8：30大中城市商品房成交面积负缺口再度走阔



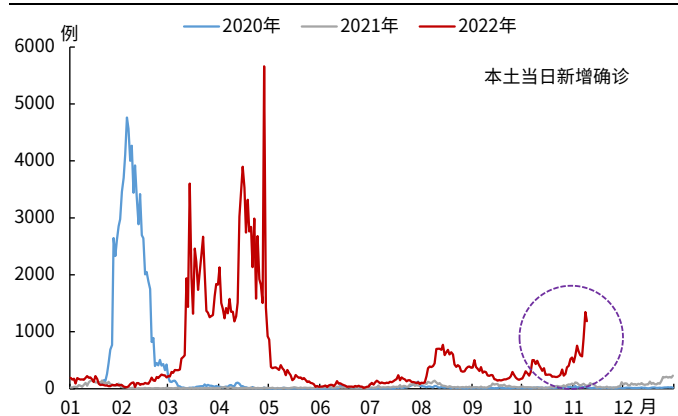
展望来看，社融增速年内大概率仍将延续震荡态势，11月有望小幅上行，12月阶段性承压，全年增速在10.4%左右。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场走势是最大的不确定性来源。信用扩张强度和持续性的确认，仍有待于房地产链条融资和疫情的进一步企稳。

政府层面，从预算等约束来看，今年政府部门净融资额大约在7.52万亿元左右；从新增社融口径来看，1-10月政府债券净融资6.19万亿元，缺口1.33万亿元。而2021年11月至12月政府债券净融资1.98万亿元，这意味着11月至12月，政府部门净融资仍将使得新增社融同比少增约0.65万亿元。

企业层面，考虑到央行前期表态可以根据需要增加政策性开发性金融工具额度，以加大对基础设施建设和重大项目的支持力度；并相继重启PSL投放、设立“保交楼”专项借款、设备更新再贷款和民营企业债券融资支持工具再贷款²；同时，鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款、房地产等领域的信贷投放。因而，预计四季度企业中长期信贷有望保持强劲。

居民层面，居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动。考虑到，9月29日，央行、银保监会表态阶段性放宽部分城市首套房贷利率下限；9月30日，央行公告下调首套住房公积金贷款利率，财政部、税务总局公告换购住房个人所得税退税；叠加8月末5年期以上LPR报价利率大幅下调。在房地产政策频吹暖风的背景下，居民部门的购房预期有望逐渐企稳，居民中长期贷款对新增社融的拖累作用，可能会弱于三季度。

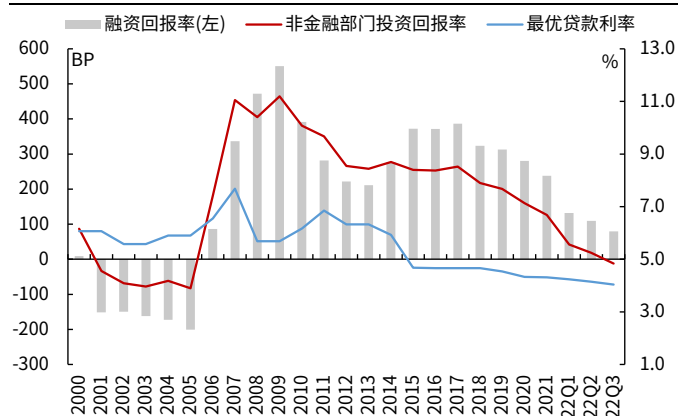
图9：10月以来，本土疫情再次呈现多点散发态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年11月9日

图10：非金融企业部门的投资回报率仍在持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：投资回报率为4652家非金融A股上市公司投资回报率的中位数，最优贷款利率为1年和5年期以上LPR报价利率的加权平均数，融资回报率为两者轧差，数据截至2022Q3。

² 11月8日，银行间市场交易商协会发布信息，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。

2、资金活力低位波动，利率有望低位震荡

货币增速剪刀差延续震荡，资金活力修复存在波动。10月M1同比增速为5.8%，较9月下行0.6个百分点；10月M2同比增速为11.8%，较9月下行0.3个百分点。M1-M2同比增速由-5.7个百分点走阔至-6.0个百分点，资金活力延续震荡态势。主要源于两方面因素：一是，疫情对居民部门储蓄意愿的影响较为明显，居民部门存款增速存在波动；二是，历史数据来看，企业活期存款增速与商品房销售额增速具有较强的相关性，10月商品房销售的季节性缺口明显走阔，销售回款拖累企业活期存款增长。

实体信用扩张速度低于货币扩张速度，利率有望维持低位震荡。10月社融存量同比增速10.3%，M2同比增速11.8%，社融与M2同比增速差持平于9月的-1.5个百分点，表明实体信用扩张速度仍明显低于货币扩张速度，资金价格上行压力有限，利率有望维持低位震荡。

图 11：货币增速剪刀差维持震荡格局

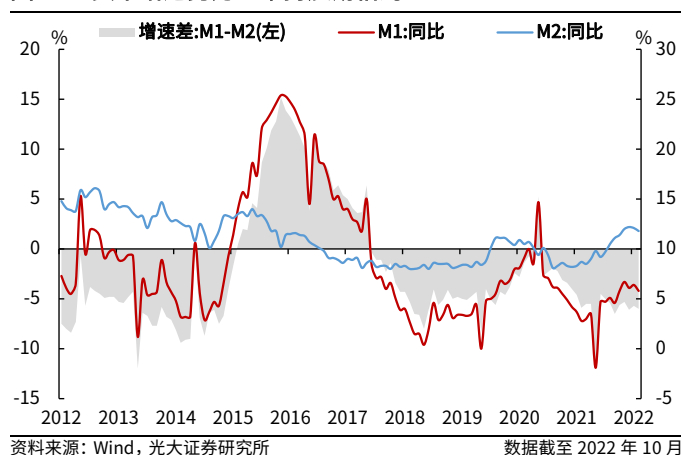
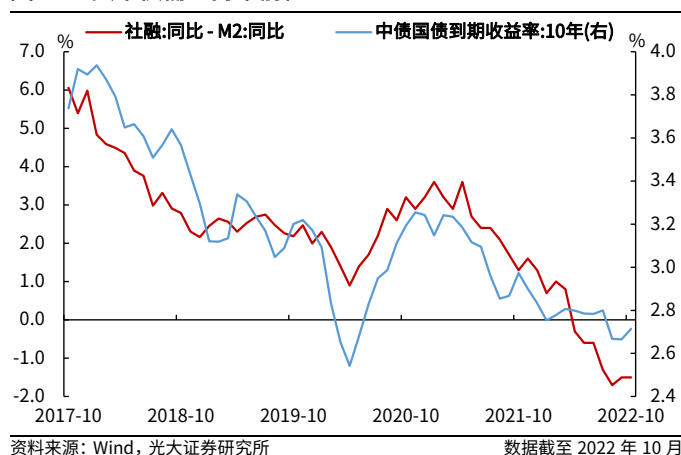


图 12：货币供需差持平前值



3、外部压力缓解可能会触发货币加码宽松

经济内生需求不足的背景下，宽信用的稳定性更多取决于政策增量和落地节奏的稳定性，通过降低融资成本护航宽信用仍是政策重心，但宽松时机的选择则需要

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_48731

