



戴志锋：银行角度看 10 月社融



文/意见领袖专栏作家 戴志锋、邓美君、贾靖



投资要点

10月社融新增9079亿，同比少增7097亿，低于万得一致预期1.65万亿；信贷和政府债是主要拖累项。存量社融同比增10.3%，较9月同比增速环比回落0.3个百分点。剔除政府债后，存量社融同比增9.21%，较上月同比增速环比下降0.14个百分点，去年下半年财政后置发力，对今年形成高基数拖累；同时10月国内重要会议也对政府债发行节奏有影响。1、信贷情况：地产销售偏弱、居民端需求仍在低位；企业端仍是加杠杆主体。10月新增贷款同比少增，居民端需求偏弱仍是主因。9月新增人民币信贷4431亿，较往年同期少增3321亿元，内生需求仍偏弱、回升不及预期。

从金融数据明细看，拖累信贷少增的仍是居民端的贷款需求。2、表外非标融资情况：信托贷款规模总体平稳；委托贷款由于两批基础设施基金发行完毕对社融支撑边际走弱。10月新增信托规模小幅-61亿，去年同期到期规模较大，在低基数下较去年同期多增1000亿。两批基础设施基金在8-9月已发行完毕，新增委托贷款规模较9月有回落，10月新增委贷470亿元，较去年同期增加643亿。3、政府债：今年财政前置发力，叠加10月重磅会议召开，政府债发行力度放缓，拖累社融增速边际放缓。10月政府债新增2791亿，较去年同期少增3376亿。4、债券和股权融资分析。企业债净融资恢复高增。新增企业债融资2325亿，较去年同期多增64亿元。股票融资规模边际放缓：10月股票融资新增量788亿，较去年同期小幅少增58亿。

10月新增信贷规模略低于市场预期：新增贷款6152亿元，较去年同期少增2110亿元；市场预期增8242亿。信贷余额同比增长11.1个点，增速环比小幅回落0.1个点。1、信贷结构分析：企业部门中长期贷款增长良好，企业短贷和票据占比则有走低。10月新增企业中长贷、企业短贷和票据分别占比75%、-30%和31%，企业中长贷占比提升，短贷+票据占比边际有下降。居民新增占比持续走低。新增居民短贷、中长贷占比持续走弱、分别为-8%和5%（9月占比12%和14%）。2、新增贷款较去年同期比较。企业中长期和票据同比多增；居民端需求仍较弱，中长期和短期贷款均同比少增。10月新增贷款较去年同期少增2110亿，其中居民短贷、中长贷分别同比少增938、3889亿；居民中长期同比负增缺口边际走阔，

预计一方面居民新增按揭需求仍偏弱，同时在中长期贷款基准利率走低的情况下，居民提前还款比例增多。企业中长贷、票据同比多增 2433 亿、745 亿，企业短贷则同比少增 1555 亿。

M1、M2 增速小幅回落，M2-M1 增速差整体维持高位。10 月 M0、M1、M2 分别同比增长 14.3%、5.8%、11.8%、较上月同比增速变动+0.7、-0.6、-0.3 个百分点。其中 M2-M1 为 6.0%，增速差较前值 5.7%边际走阔。存款同比增 10.8%，增速环比 9 月走低，居民和企业存款规模均有下降。10 月新增存款-1844 亿，较往年同期少增 9493 亿。10 月居民新增存款继续好于去年同期，企业存款则同比少增、带动存款增速走低。新增居民存款-5103 亿元，同比增加 6997 亿元。新增企业存款-1.17 万亿元，同比增加-5979 亿元。财政存款较去年同期增量基本持平，10 月净增 1.14 万亿、较去年同期多增 300 亿。非银存款继续同比少增，10 月净增 2048 亿元，同比-1.04 万亿元。

投资建议：收入确定性维度，重点推荐宁波银行和苏州银行。综合看，营收确定性标的，有三个特征：1、资产端定价角度，贷款久期短的，明年重定价压力小。2、资产端投放有抓手的，对公项目的储备、零售端的投放有抓手。3、负债端的逻辑，能够抓住核心企业沉淀活期存款的。综合资产负债端角度看，我们评估收入端增长确定性最强的仍是城商行板块。重点推荐宁波银行和苏州银行；同时看好成都、江苏、南京和常熟银行。明年的第二条选股主线是地产有回暖，可以关注招行、平安、兴业银行。

风险提示事件：经济下滑超预期。疫情影响超预期。

正文分析

一、社融同比增 10.3%，低于预期、信贷和政府债是主要拖累项

10 月社融新增 9079 亿，同比少增 7097 亿，低于万得一致预期 1.65 万亿；信贷和政府债是主要拖累项。存量社融同比增 10.3%，较 9 月同比增速环比回落 0.3 个百分点。剔除政府债后，存量社融同比增 9.21%，较上月同比增速环比下降 0.14 个百分点，去年下半年财政后置发力，对今年形成高基数拖累；同时 10 月国内重要会议也对政府债发行节奏有影响。

图表：新口径社融同比增速

	新增社融（亿）	比去年同期增加（亿）	同比增速
2021/1/31	51,884	1,349	13.03%
2021/2/28	17,243	8,506	13.29%
2021/3/31	33,762	-18,076	12.31%
2021/4/30	18,570	-12,457	11.66%
2021/5/31	19,522	-12,344	11.03%
2021/6/30	37,017	2,336	10.96%
2021/7/31	10,752	-6,176	10.66%
2021/8/31	29,893	-5,960	10.32%
2021/9/30	29,026	-5,667	10.00%
2021/10/31	16,176	2,247	10.03%
2021/11/30	25,983	4,628	10.11%
2021/12/31	23,682	6,490	10.29%
2022/1/31	61,722	9,838	10.45%
2022/2/28	12,282	-4,961	10.21%
2022/3/31	46,542	12,780	10.55%
2022/4/30	9,420	-9,150	10.24%
2022/5/31	28,358	8,836	10.48%
2022/6/30	51,797	14,780	10.85%
2022/7/31	7,561	-3,191	10.72%
2022/8/31	24,300	-5,593	10.46%
2022/9/30	35,300	6,274	10.58%
2022/10/31	9,079	-7,097	10.33%

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

社融结构分析：1、新增投放情况。从新增投放占比看，信贷、直接融资和政府债是社会融资的主要渠道，10月新增占比分别为41%、34%、31%（9月新增占比分别为71%、4.6%、15.7%）。2、新增较去年同期比较。表内贷款和政府债是主要拖累项、同时未贴现表内承兑汇票对社融亦有小幅拖累；委托贷款和信托贷款则在去年低基数下同比多增。10月新增社融同比少增7097亿，其中新增贷款同比少增3321亿；委托贷款同比小幅多增643亿；信托贷款多增1000亿。

图表：新增社融较去年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2021/1/31	1,349	3,258	117	-1,274	3,499	-50	382	-5,176	-506	114
2021/2/28	8,506	6,211	256	-396	4,600	-2,538	244	-807	372	107
2021/3/31	-18,076	-2,879	546	-1,770	-5,114	-6,124	585	-3,213	638	-37
2021/4/30	-12,457	-3,399	366	-1,351	-2,729	-5,613	499	382	376	-4
2021/5/31	-12,344	-1,208	-135	-958	-1,762	-3,956	364	-4,661	335	-35
2021/6/30	2,336	4,153	10	-194	-2,411	241	418	58	-8	-265
2021/7/31	-6,176	-1,830	1	-204	-1,186	733	-277	-3,639	723	-479
2021/8/31	-5,960	-1,488	592	-1,046	-1,314	990	196	-4,050	-40	-117
2021/9/30	-5,667	-1,416	295	-939	-1,489	-179	-369	-2,050	202	-285
2021/10/31	2,247	1,089	1	-186	203	-2	-81	1,236	-333	-191
2021/11/30	4,628	-2,288	66	-803	242	3,166	523	4,158	-528	-91
2021/12/31	6,490	-1,108	143	67	797	1,731	949	4,548	-559	-598
2022/1/31	9,838	3,806	337	162	-169	1,885	448	3,569	-186	-76
2022/2/28	-4,961	-4,329	26	185	-4,867	2,366	-108	1,705	124	-113
2022/3/31	12,780	4,780	149	1,532	2,583	-79	175	3,943	-579	504
2022/4/30	-9,150	-9,224	211	713	-405	121	352	173	-390	28
2022/5/31	8,836	3,936	276	676	-142	1,385	-425	3,881	-438	109
2022/6/30	14,780	7,358	94	218	1,287	-1,710	-367	8,708	0	-19
2022/7/31	-3,191	-4,303	240	1,173	-428	-2,357	499	2,178	-338	752
2022/8/31	-5,593	587	1,578	890	3,358	-3,501	-227	-6,693	-264	99
2022/9/30	6,274	8,008	1,529	1,906	120	-541	249	-2,541	-834	-2
2022/10/31	-7,097	-3,321	643	1,000	-1,271	64	-58	-3,376	0	0

注：最新月份暂未披露 abs 和核销数据

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

细项来看：信贷情况。地产销售偏弱、居民端需求仍在低位；企业端仍是加杠杆主体。1、表内信贷情况。10 月新增贷款同比少增，居民端需求偏弱仍是主因。9 月新增人民币信贷 4431 亿，较往年同期少增 3321 亿元，内生需求仍偏弱、回升不及预期。从金融数据明细看，拖累信贷少增的仍是居民端的贷款需求。2、表外信贷情况。未贴现承兑汇票规模继续延续环比回落趋势。10 月新增未贴现银行承兑汇票-2157 亿元，9 月新增 134 亿。

图表：新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融（亿元）

	新增票据融资	新增未贴现银行 承兑汇票	合计	新增票据+未贴现银行承兑 汇票占比新增社融	新增企业短贷	新增企业短贷占比 社融
2021/1/31	-1,405	4,902	3,497	6.7%	5,755	11.1%
2021/2/28	-1,855	639	-1,216	-7.1%	2,497	14.5%
2021/3/31	-1,525	-2,296	-3,821	-11.3%	3,748	11.1%
2021/4/30	2,711	-2,152	559	3.0%	-2,147	-11.6%
2021/5/31	1,538	-926	612	3.1%	-644	-3.3%
2021/6/30	2,747	-221	2,526	6.8%	3,091	8.4%
2021/7/31	1,771	-2,316	-545	-5.1%	-2,577	-24.0%
2021/8/31	2,813	127	2,940	9.8%	-1,149	-3.8%
2021/9/30	1,353	14	1,367	4.7%	1,826	6.3%
2021/10/31	1,160	-886	274	1.7%	-288	-1.8%
2021/11/30	1,605	-383	1,222	4.7%	410	1.6%
2021/12/31	4,087	-1,419	2,668	11.3%	-1,054	-4.5%
2022/1/31	1,788	4,733	6,521	10.6%	10,100	16.4%
2022/2/28	3,052	-4,228	-1,176	-9.6%	4,111	33.5%
2022/3/31	3,187	287	3,474	7.5%	8,089	17.4%
2022/4/30	5,148	-2,557	2,591	27.5%	-1,948	-20.7%
2022/5/31	7,129	-1,068	6,061	21.4%	2,642	9.3%
2022/6/30	796	1,066	1,862	3.6%	6,906	13.3%
2022/7/31	3,136	-2,744	392	5.2%	-3,546	-46.9%
2022/8/31	1,591	3,485	5,076	20.9%	-121	-0.5%
2022/9/30	-827	134	-693	-2.0%	6,567	18.6%
2022/10/31	1,905	-2,157	-252	-2.8%	-1,843	-20.3%

来源：人民银行，中泰证券研究所

表外非标融资情况：信托贷款规模总体平稳；委托贷款由于两批基础设施基金发行完毕对社融支撑边际走弱。1、10 月新增信托规模小幅-61 亿，去年同期到期规模较大，在低基数下较去年同期多增 1000 亿。2、两批基础设施基金在 8-9 月已发行完毕，新增委托贷款规模较 9 月有回落，10 月新增委贷 470 亿元，较去年同期增加 643 亿（基础设施基金委托政

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_48702

