



宏观研究

【粤开宏观】社融超预期回落之下的经济：10月金融数据点评

2022年11月11日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
 电话：010-83755580
 邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】解读三季度中国和广东经济产业形势》2022-11-02

《【粤开宏观】从财税视角看四川“天府之国”的烦恼》2022-11-02

《【粤开宏观】美联储紧缩拐点将至，但高点或超预期：11月美联储议息会议点评》2022-11-03

《【粤开宏观】理解财长近期关于债务风险的表态》2022-11-03

《【粤开宏观】10月通胀数据解读及展望》2022-11-09

摘要：

10月金融数据公布，基本上是对经济运行情况的再验证，揭示经济恢复的基础尚不稳固。表内企业中长期贷款、表外委托贷款延续多增与基建支撑相对应，居民短期贷款减少对疫情反复对消费的掣肘，居民中长期贷款减少对地产销售走弱，企业短贷少增与生产受制约相关，政府债少增与财政错位密切相关。一言以蔽之，经济层面基建和制造业投资仍有支撑，但供需两弱的局面已成为共识，出口超预期转弱，消费恢复仍然面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，地产不确定性仍大，生产重回收缩区间。

第一，10月社融再次下探，新增社融超预期回落。10月社融存量341.42万亿元，同比增速10.3%，较上月下降0.3个百分点，结束了连续两个月的上升态势。新增社融仅9079亿元，大幅低于Wind市场预期的16500亿元。较往年同期水平而言，低于2018年的9539亿元，略高于2019年8680亿元。一方面，确实存在基数效应，2021年财政后置导致10月社融高达16176亿元；另一方面，10月社融均存在季节性回落，9月政策性开发性金融工具带动下社融高增，造成一定程度“透支”。

第二，表外非标（委托、信托贷款）成为主要支撑，表内信贷（人民币贷款）超季节性回落成为意料之外的拖累，政府债延续少增。（1）政策性开发性金融工具“余热”仍在，委托贷款等呈现多增，但边际弱化趋势明显。10月委托贷款同比多增643亿元，前期政策性工具带来的基建融资需求仍起作用，但多增幅度较9月有所下降（1530亿元）。（2）人民币贷款超季节性回落带动表内信贷大幅下降。10月新增4431亿元，绝对规模属于近5年同期最低，同比少增3321亿元。一方面受季末信贷冲量后的“透支”影响，另一方面疫情形势趋严，导致服务业复苏受阻，居民收入不确定性增大，进而影响到消费，并再一次冲击到居民对地产市场的信心，影响到地产销售。（3）财政前置转为财政退坡影响持续，政府债延续少增趋势。10月政府债券新增2791亿元，同比少增3376亿元，专项债结存限额的作用难以抵消“财政错位”的影响，5000亿元的专项债结存限额在10月份发行了4279亿元。

第三，信贷数据上，企业长贷成为唯一支撑，疫情影响下企业短贷、居民中长贷、短贷悉数走弱。10月份人民币贷款增加6152亿元，其中，企（事）业单位贷款增加4626亿元，同比多增1525亿元；10月居民贷款减少180亿元，同比多减4827亿元。企业中长期贷款是唯一亮点，同比多增2433亿元，背后支撑有三：一是5000亿元专项债结存限额作为基建项目资本金需要配套信贷支持；二是各大行加快落地2000亿设备更新改造贷款投放；三是10月银行负债端新增1543亿元PSL或带动中长期企业贷款投放。短期贷款多减1555亿元，主要是生销受阻和季节性因素。



展望四季度，实体经济供需两弱的局面、再度疲软的金融数据、相对温和的CPI、外部加息预期减弱四大因素意味着宽松的货币政策空间或有望进一步打开。一是提振内需有赖宽松的货币。11月4日，刘鹤署名文章《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》中指出：实施扩大内需战略是应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径。而扩大内需离不开必要的信贷支撑。当前出口下行，制造业、服务业PMI进入收缩区间，地产销售再度转弱，经济复苏基础不牢的情况下，央行择机降息符合客观需求。二是疲软的金融数据需要延续宽松的货币。当前实体需求不足导致信贷走弱，仍不是货币转向的时机。同时，央行对银行体系公开市场债权到期额再次垒至高位（逆回购到期额0.92亿元，MLF到期额1万亿元），降准置换到期MLF和逆回购仍是央行可选的政策期权。三是内部相对温和的CPI，外部美国通胀回落，加息预期减弱使得货币政策的掣肘空间减少。

此外，11月10日召开的政治局常务委员会会议，听取了新冠肺炎疫情防控工作汇报，并研究部署了进一步优化防控工作的二十条措施。预计未来疫情防控政策将更加优化，对于生产消费秩序的保障力度更强，也为经济基本面修复提供支撑。

风险提示：宏观经济下行压力超预期、政策落地不及预期



目 录

一、社融：总量再次下探，人民币贷款成最大拖累项	1
二、信贷：基建对企业部门拉动仍显著，疫情反复导致居民信心转弱	1
三、货币供应：M2 或已处于阶段性顶点	1

图表目录

图表 1：社融存量同比增速回落	1
图表 2：历年人民币贷款各月新增规模（亿元）	1
图表 3：人民币贷款超季节性回落成为意料之外的拖累，政府债延续少增	1
图表 4：30 大中城市商品房日均销售（万平方米）	1



一、社融：总量再次下探，人民币贷款成最大拖累项

总量数据方面，10月社融再次下探，新增社融超预期回落。10月社会融资规模存量341.42万亿元，同比增速10.3%，较上月下降0.3个百分点，结束了连续两个月的上升态势。新增社融仅9079亿元，大幅低于Wind市场预期的16500亿元。较往年同期水平而言，低于2018年的9539亿元，略高于2019年8680亿元。一方面，确实存在基数效应，2021年财政后置导致10月社融高达16176亿元；另一方面，10月社融均存在季节性回落，9月政策性开发性金融工具带动下社融高增，造成一定程度“透支”。此外，疫情散发，防控趋严对生产消费产生扰动，这种影响在结构数据上体现得更明显。

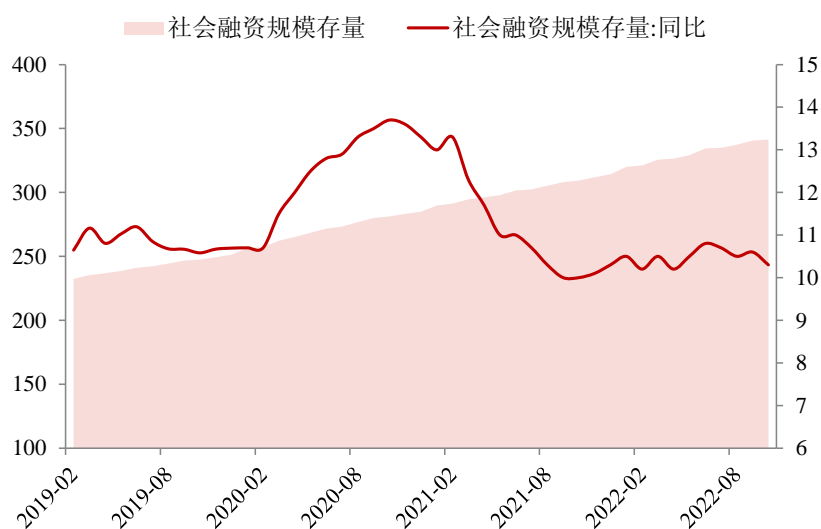
结构数据方面，表外非标（委托、信托贷款）成为主要支撑，表内信贷（人民币贷款）超季节性回落成为意料之外的拖累，政府债延续少增，经济复苏的脆弱性再一次凸显。

一是政策性开发性金融工具“余热”仍在，委托贷款等呈现多增，但边际弱化趋势明显。10月委托贷款新增470亿元，同比多增643亿元，前期政策性工具带来的基建融资需求仍起作用，但多增幅度较9月有所下降（1530亿元）。信托贷款减少61亿元，延续8-9月的环比改善趋势。

二是人民币贷款超季节性回落带动表内信贷大幅下降。10月外币贷款多减619亿元，基本与上月持平（9月同比多减694亿元），仍然走的是汇率贬值通道下减少用于进口商品付汇的外币贷款，避免更多偿付的逻辑。人民币贷款成为预料之外最大的拖累项，10月新增4431亿元，绝对规模属于近5年同期最低，同比少增3321亿元。一方面受季末信贷冲量后的“透支”影响，另一方面疫情形势趋严，导致服务业复苏受阻，居民收入不确定性增大，进而影响到消费，并再一次冲击到居民对地产市场的信心，影响到地产销售。

三是财政前置转为财政退坡影响持续，政府债延续少增趋势。10月政府债券新增2791亿元，同比少增3376亿元，专项债结存限额的作用难以抵消“财政错位”的影响，5000亿元的专项债结存限额在10月份发行了4279亿元。此外，企业债同比多增64亿元，或由于政策性开发性金融工具的挤出效应减弱。

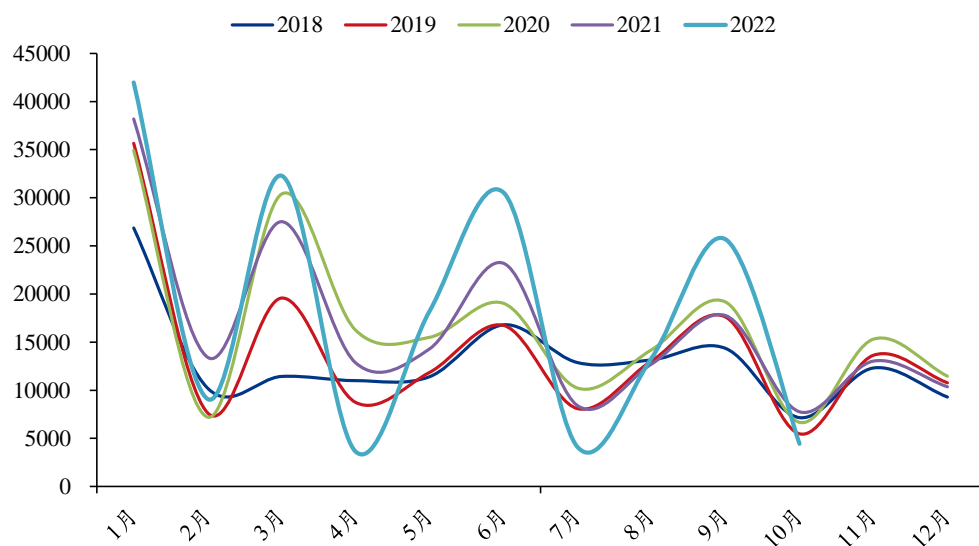
图表1：社融存量同比增速回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

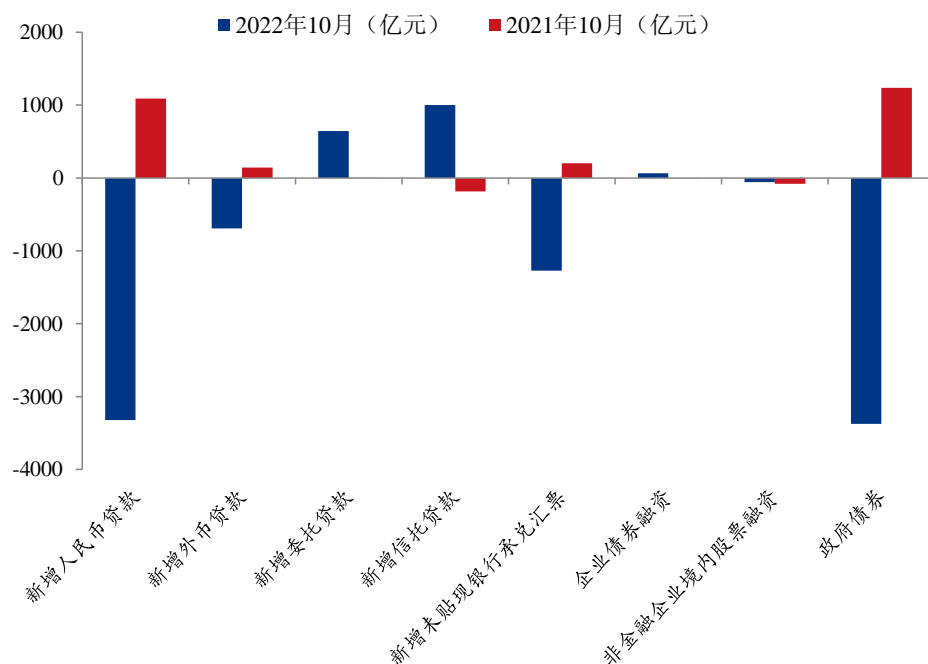


图表2：历年人民币贷款各月新增规模（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：人民币贷款超季节性回落成为意料之外的拖累，政府债延续少增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、信贷：基建对企业部门拉动仍显著，疫情反复导致居民信心转弱

总量上，10月份人民币贷款增加6152亿元，同比少增2110亿元，主要受基数效应和疫情冲击影响。

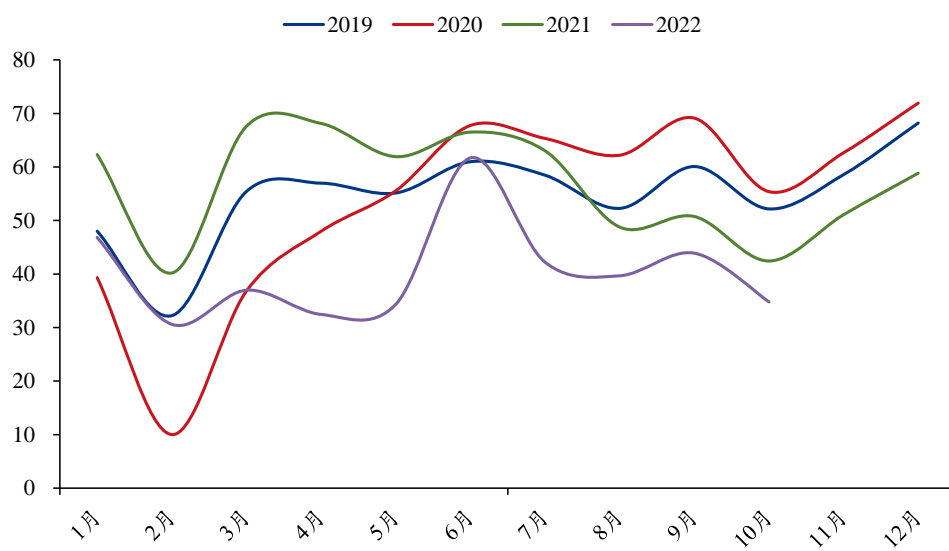
结构上，企业部门，专项债结存限额、设备更新改造贷款、新增PSL共同支持企业



长贷延续多增；产需走弱叠加季节性规律导致短贷多减。10月企（事）业单位贷款增加4626亿元，同比多增1525亿元。其中，中长期贷款增加2433亿元，背后支撑有三：一是5000亿元专项债结存限额作为基建项目资本金需要配套信贷支持；二是各大行加快落地2000亿设备更新改造贷款投放；三是10月银行负债端新增1543亿元PSL或带动中长期企业贷款投放。短期贷款多减1555亿元，主要是生销受阻和季节性因素。票据融资同比多增745亿元。

居民部门，疫情冲击、地产销售走弱带动长短贷共同走弱。10月居民贷款减少180亿元，同比多减-4827亿元，其中短贷多减938亿元，长贷少增3889亿元。9月底监管部门集中出台多项房地产刺激政策，以稳定市场预期，10月多地跟进落实相关举措；但受疫情反复等因素影响，购房者观望情绪仍重，10月地产销售旺季不旺。30大中城市商品房日均成交面积34.77万平，同比下滑18.1%，降幅较9月的13.5%有所扩大。此外，疫情导致的居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限，直接掣肘居民消费，进而影响居民短贷意愿和能力。

图表4：30大中城市商品房日均销售（万平方米）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、货币供应：M2 或已处于阶段性顶点

M2 增速下行，主要是银行对政府债权（净）的扩张速度放缓。10月广义货币M2同比从12.1%降至11.8%，主要是财政投放减少，叠加非银存款增长乏力所致。未来居民储蓄意愿仍较高，实体融资需求短期难以起来，M2可能已处于阶段性顶点。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区控股中心19、21、22、23层

北京市西城区广安门外大街377号

网址: www.ykzq.com