

10月金融数据点评

社融增速再次回落

10月新增社融9079亿元，较去年同期少增7097亿元，大幅低于市场预期。10月社融存量同比增长10.3%，较上月下降0.3个百分点。本月社融规模低于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 随着“保交楼”专项贷款推进和民营企业债权融资支持工具扩充，民营企业信心有所提振，预计企业中长贷仍将延续改善，为四季度贷款提供主要支撑，关注民企融资政策是否进一步回暖；2. 10月底至今资金面波动有所加大，随着万亿中期借贷便利到期，流动性环境或发生改变，需注意资金利率向政策利率的回归。

- 10月社融低于预期，人民币贷款和政府债均大幅滑坡。10月社融各分项中，表内融资同比少增4012亿元，表外融资同比多增372亿元，直接融资同比多增6亿元。本月表内人民币贷款新增4431亿元，同比少增3321亿元，与政府债券形成了本月的主要拖累。表外融资压降1748亿元，同比少减372亿元。直接融资新增3113亿元，同比多增6亿元。政府债券新增2791亿元，同比少增3376亿元。年内4月、7月、10月人民币贷款三次大幅低于往年水平，折射出多重因素扰动下宽信用的不稳定性，数据的反复一方面反映了稳经济政策应出尽出的落实，另一方面也体现出实体经济融资需求单靠政策刺激难以维持。
- M2-M1剪刀差小幅走阔。10月M2同比增长11.8%，较上月下降0.3个百分点；M1同比增长5.8%，较上月下降0.6个百分点；M0同比增长14.3%，较上月上升0.7个百分点。10月单位活期存款同比增长4.39%，较上月下降0.83个百分点，准货币同比增长14.08%，较上月下降0.11个百分点。10月M2-M1剪刀差小幅走阔，其中M1同比增速下降至今年6月水平，主要在于10月多地疫情反弹下实体经济活动明显受到不利影响。社融-M2剪刀差持平，反映出短期内“资产荒”问题仍存，银行间流动性淤积现象并未改善，宽信用传导路径仍然存在赌点。
- 企业中长贷延续改善，居民中长贷拖累明显。10月新增贷款6152亿元，同比少增2110亿元，低于预期。其中居民贷减少180亿元，同比多减4827亿元，企业贷新增4626亿元，同比多增1525亿元。10月新增贷款整体低于预期，增量主要来源于企业中长贷，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为4623亿元、-1843亿元、1905亿元，企业中长贷连续三月维持同比多增，其中设备更新改造再贷款及“保交楼”专项贷款均有支撑，且随着民营企业债权融资支持工具“第二支箭”延期扩容，民营房地产融资也将有所改善。居民端方面，居民户新增中长贷332亿元、短贷减少512亿元，其中居民中长贷同比少增3889亿元，一方面商品房成交面积受季节性因素影响有所回落，另一方面二手房出售挂牌价持续回落，居民贷款信心仍然有限。
- 居民及企业储蓄减少，符合季节性表现。10月人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿元，其中居民存款减少5103亿元，同比少减6997亿元，企业存款减少11700亿元，同比多减5979亿元，财政存款增加11400亿元，同比多增300亿元，非银存款新增2048亿元，同比少增10352亿元。随着9月存款挂牌利率下调，居民及企业存款同步减少，储蓄意愿偏高状况有所改善，部分形成投资需求。
- 风险提示：国内通胀超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《10月通胀点评：四季度通胀压力相对较小》
20221109

《10月进出口数据点评：出口单月同比增速转负》20221107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：10月新增社融9079亿元，较去年同期少增7097亿元，大幅低于市场预期。10月社融存量同比增长10.3%，较上月下降0.3个百分点。

10月社融低于预期，人民币贷款和政府债均大幅滑坡。10月社融各分项中，表内融资同比少增4012亿元，表外融资同比多增372亿元，直接融资同比多增6亿元。本月表内人民币贷款新增4431亿元，同比少增3321亿元，与政府债券形成了本月的主要拖累。表外融资压降1748亿元，同比少减372亿元。直接融资新增3113亿元，同比多增6亿元。年内4月、7月、10月人民币贷款三次大幅低于往年水平，折射出多重因素扰动下宽信用的不稳定性，数据的反复一方面反映了稳经济政策应出尽出的落实，另一方面也体现出实体经济融资需求单靠政策刺激难以维持。

此外，政府债券新增2791亿元，同比少增3376亿元，其中专项债5000亿元结存限额基本上在10月发行完毕，体现在社融中较低主要在于统计口径差异。同时，由于去年专项债高基数和今年年底国债高偿还量因素，四季度政府债券项目仍将对社融形成拖累，目前财政部已提前下达2023年部分专项债限额，其中福建省公告计划次年1月尽快启动发行，届时将有所改善。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	9,079	4,431	(724)	470	(61)	(2,157)	2,325	788	2,791
环比	(26,192)	(21,255)	(11)	(1,038)	130	(2,289)	2,140	(234)	(2,742)
同比	(7,097)	(3,321)	(691)	643	1,000	(1,271)	64	(58)	(3,376)

资料来源: 万得, 中银证券

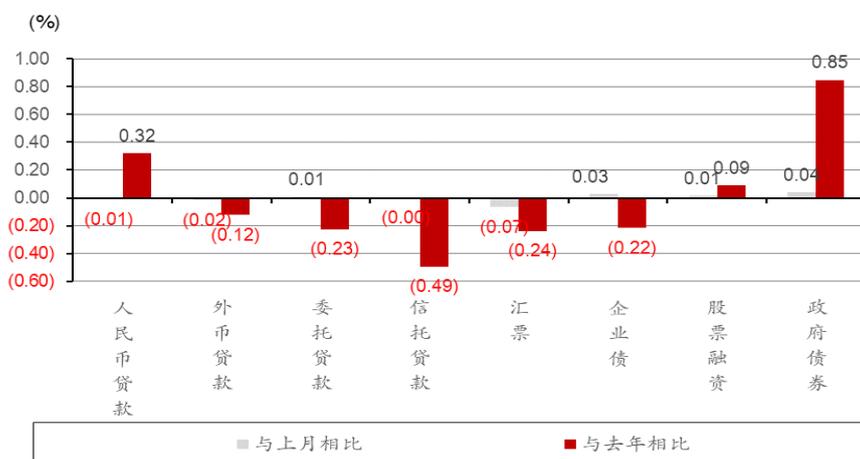
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	3,707	(1,748)	3,113	4,007
环比	(21,266)	(3,197)	1,906	(3,635)
同比	(4,012)	372	6	(3,463)

资料来源: 万得, 中银证券

企业债融资回暖，较上月占比上升。从社融存量结构来看，2022年10月与上月相比，人民币贷款占比下降0.01%，政府债券占比上升0.04%，表外融资规模持续压降，环比下降0.06%，直接融资占比上升0.04%。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升0.32%和0.85%。10月利率水平较上月有所下行，企业债融资有所回暖。

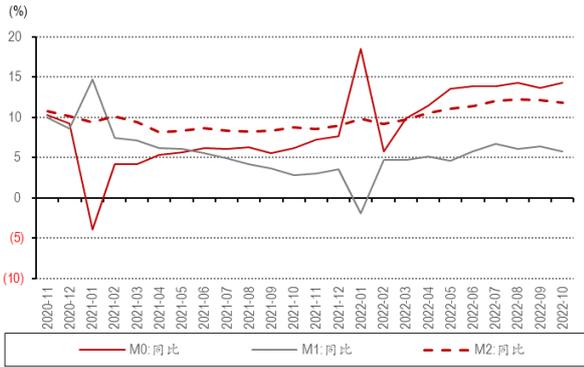
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

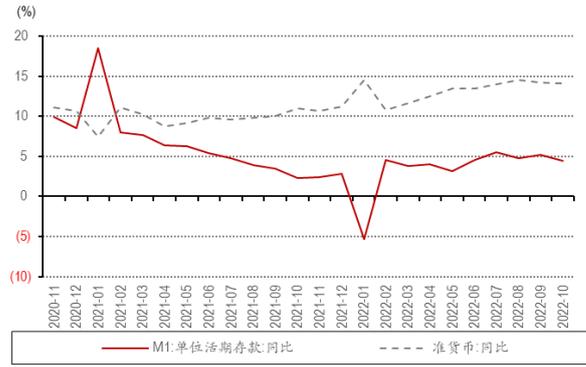
M2-M1 剪刀差小幅走阔。10月M2同比增长11.8%，较上月下降0.3个百分点；M1同比增长5.8%，较上月下降0.6个百分点；M0同比增长14.3%，较上月上升0.7个百分点。10月单位活期存款同比增长4.39%，较上月下降0.83个百分点，准货币同比增长14.08%，较上月下降0.11个百分点。10月M2-M1剪刀差小幅走阔，其中M1同比增速下降至今年6月水平，主要在于10月多地疫情反弹下实体经济活动明显受到不利影响。社融-M2剪刀差持平，反映出短期内“资产荒”问题仍存，银行间流动性淤积现象并未改善，宽信用传导路径仍然存在堵点。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

企业中长贷延续改善，居民中长贷拖累明显。10月新增贷款6152亿元，同比少增2110亿元，低于预期。其中居民贷减少180亿元，同比多减4827亿元，企业贷新增4626亿元，同比多增1525亿元。10月新增贷款整体低于预期，增量主要来源于企业中长贷，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为4623亿元、-1843亿元、1905亿元，企业中长贷连续三月维持同比多增，其中设备更新改造再贷款及“保交楼”专项贷款均有支撑，且随着民营企业债权融资支持工具“第二支箭”延期扩容，民营房地产融资也将有所改善。居民端方面，居民户新增中长贷332亿元、短贷减少512亿元，其中居民中长贷同比少增3889亿元，一方面商品房成交面积受季节性因素影响有所回落，另一方面二手房出售挂牌价持续回落，尽管LPR5年期利率年内已下调35bp，但居民贷款信心仍然有限。

居民及企业储蓄减少，符合季节性表现。10月人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿元，其中居民存款减少5103亿元，同比少减6997亿元，企业存款减少11700亿元，同比多减5979亿元，财政存款增加11400亿元，同比多增300亿元，非银存款新增2048亿元，同比少增10352亿元。随着9月存款挂牌利率下调，居民及企业存款同步减少，储蓄意愿偏高状况有所改善，部分形成投资需求。财政存款多增主要受到缴税因素影响，有助于后续财政支出进一步落实。

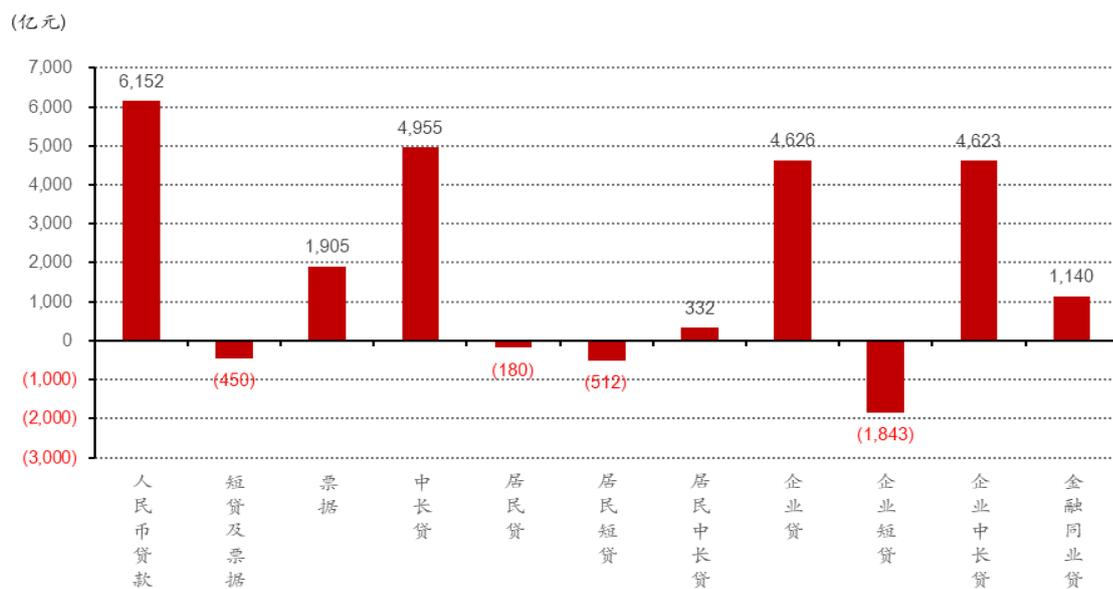
图表 6. 新增存贷款变化 (单位: 亿元)

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	(1,844)	(5,103)	(11,700)	11,400	2,048	1,511
环比	(28,144)	(28,997)	(19,349)	16,200	4,853	(851)
同比	(9,493)	6,997	(5,979)	300	(10,352)	(459)
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	6,152	(450)	4,955	(180)	4,626	1,140
环比	(18,548)	(9,228)	(11,989)	(6,683)	(14,547)	2,070
同比	(2,110)	(1,748)	(1,456)	(4,827)	1,525	557

资料来源：万得，中银证券。

整体看来，本月社融规模低于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 随着“保交楼”专项贷款推进和民营企业债权融资支持工具扩充，民营企业信心有所提振，预计企业中长贷仍将延续改善，为四季度贷款提供主要支撑，关注民企融资政策是否进一步回暖；2. 10月底至今资金面波动有所加大，随着万亿中期借贷便利到期，流动性环境或发生改变，需注意资金利率向政策利率的回归。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内通胀超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371