

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。

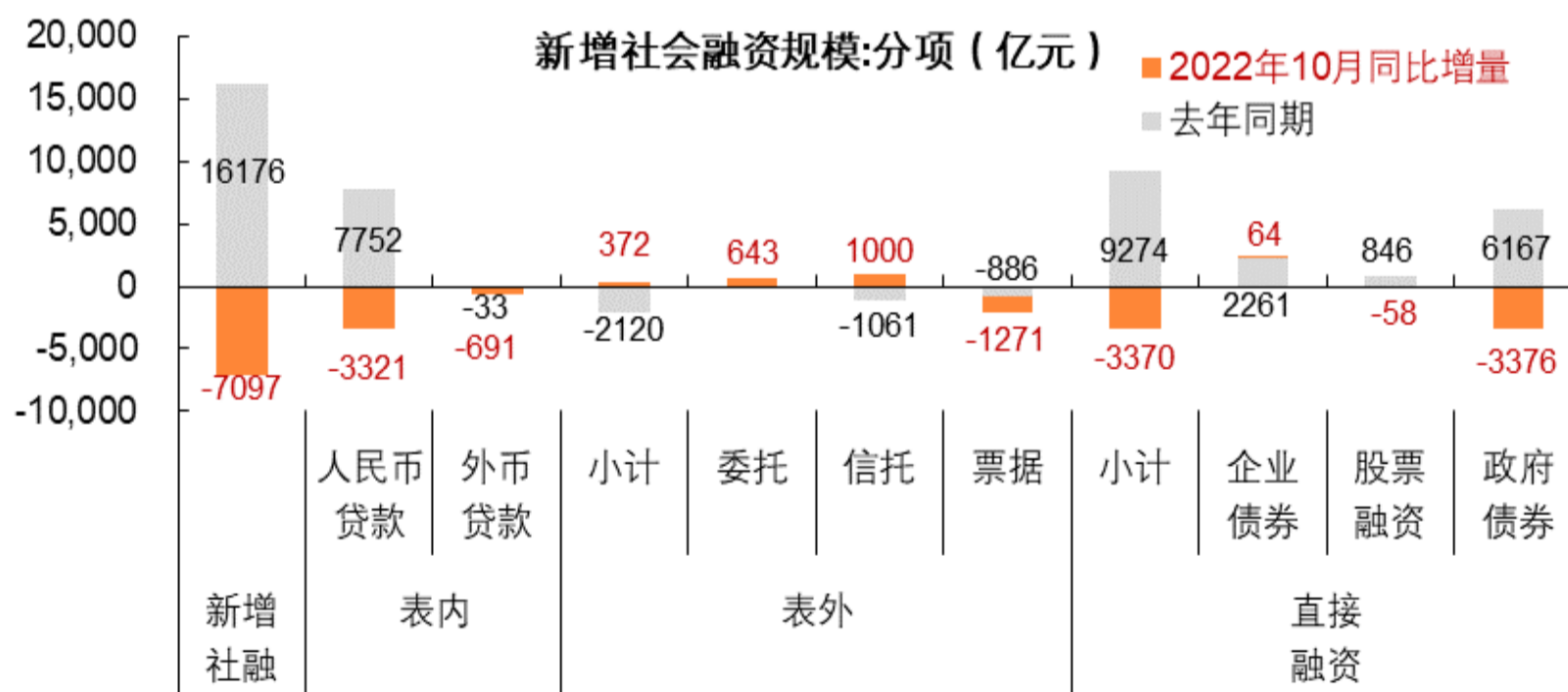
二是，政府债券净融资继续拖累新增社融。10月政府债净融资2791亿元，同比少增3376亿元，主因政府债发行节奏错位。如果提前下达的地方政府专项债额度仍延续2023年开始发行的传统，预计11月、12月的政府债融资总量为1.3万亿，仍较去年同期低6700亿，对年内新增社融的拖累还将持续。

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



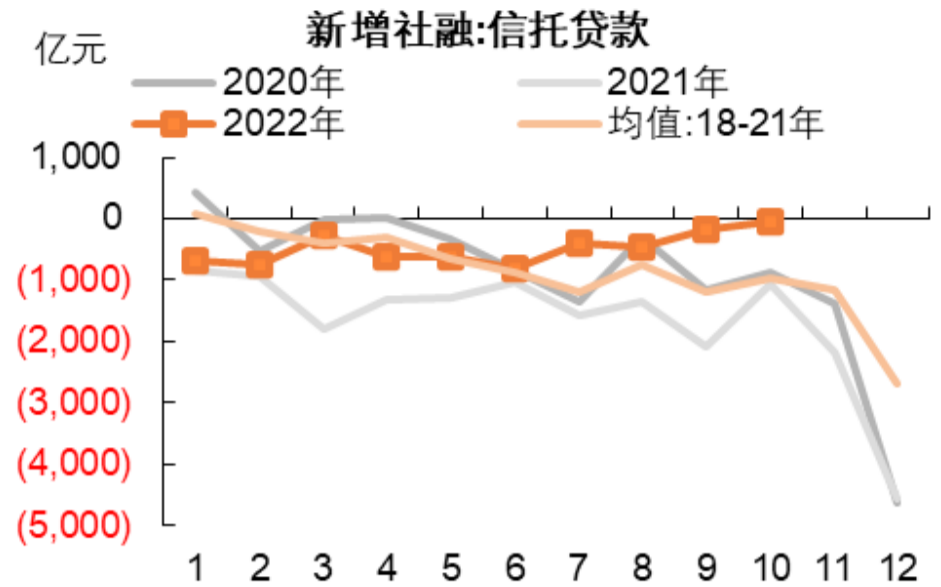
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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%）。

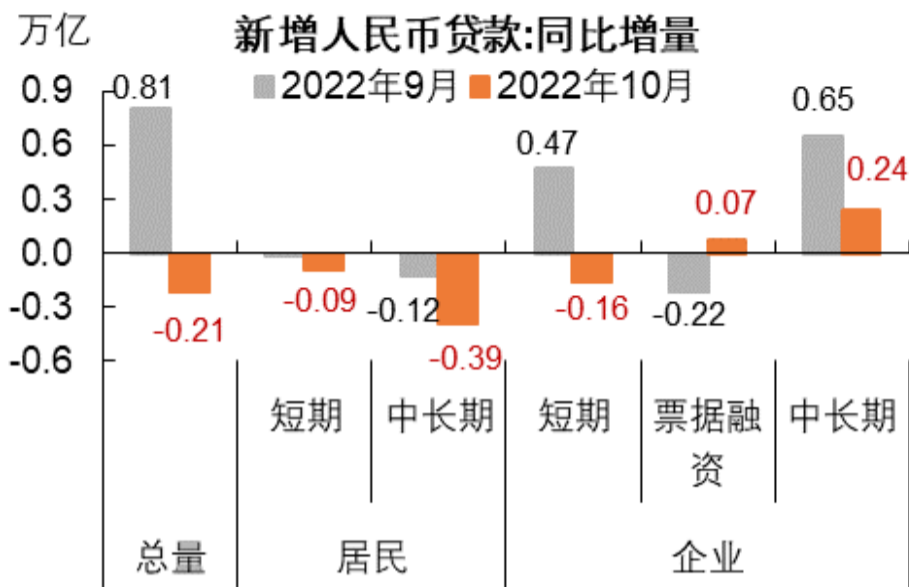
企业中长期贷款表现强劲，表内票据融资规模在高基数下进一步抬升。

- 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。

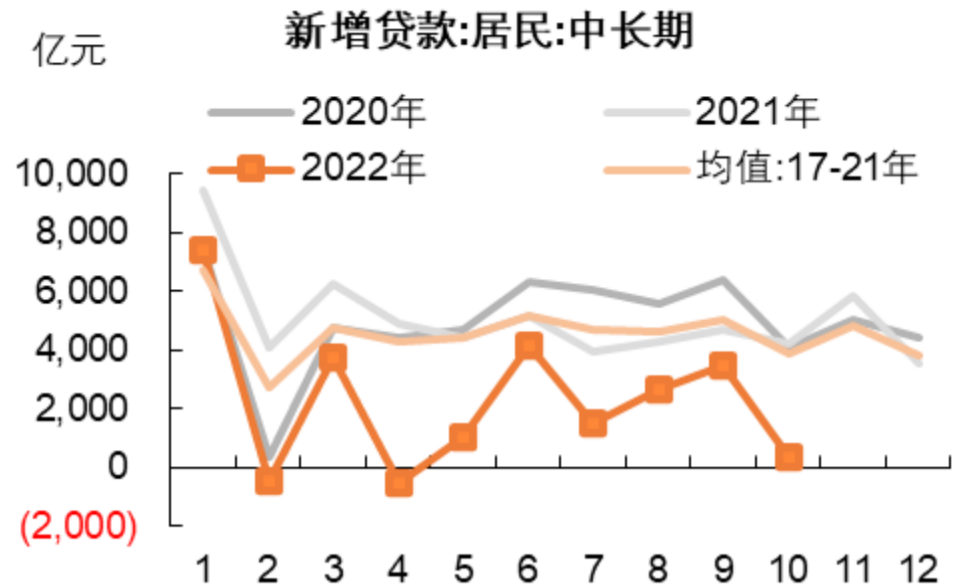
企业中长期贷款的韧性源于：一是，基建积极发力“稳增长”，今年以来政策性、开发性金融工具已投放6743亿元，与之配套的基建领域企业中长期贷款随项目的推进而继续放量。**二是，房地产领域资金支持力度增强，**2000亿元“保交楼”专项借款、监管部门对房地产领域贷款投放的窗口指导均有助力。**三是，制造业领域是贷款投放的重要抓手，**央行新设的2000亿元设备更新改造专项再贷款四季度正加速投放。

图表4 10月人民币贷款分项同比少增



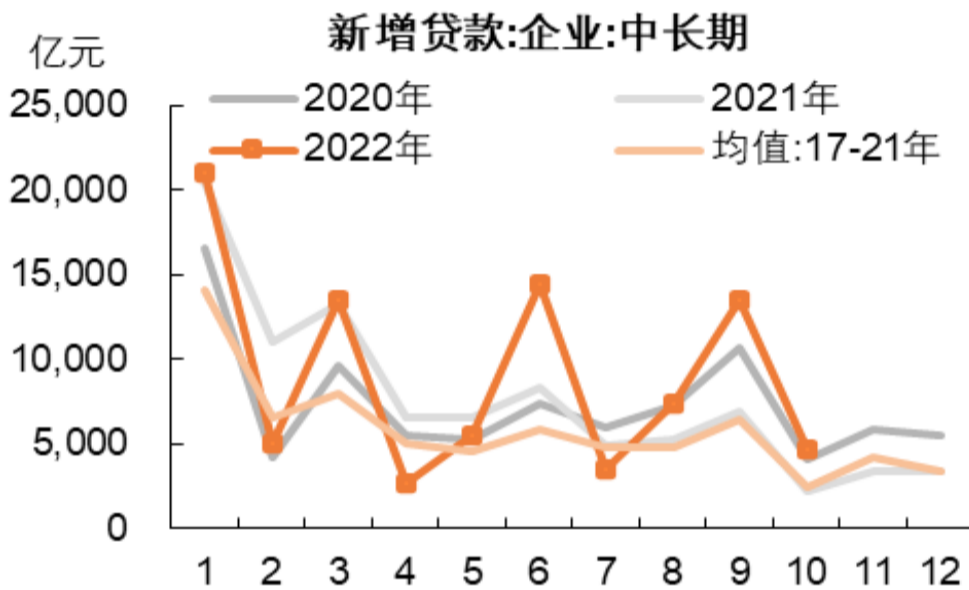
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 10月新增居民中长期贷款仅为去年同期的7.9%



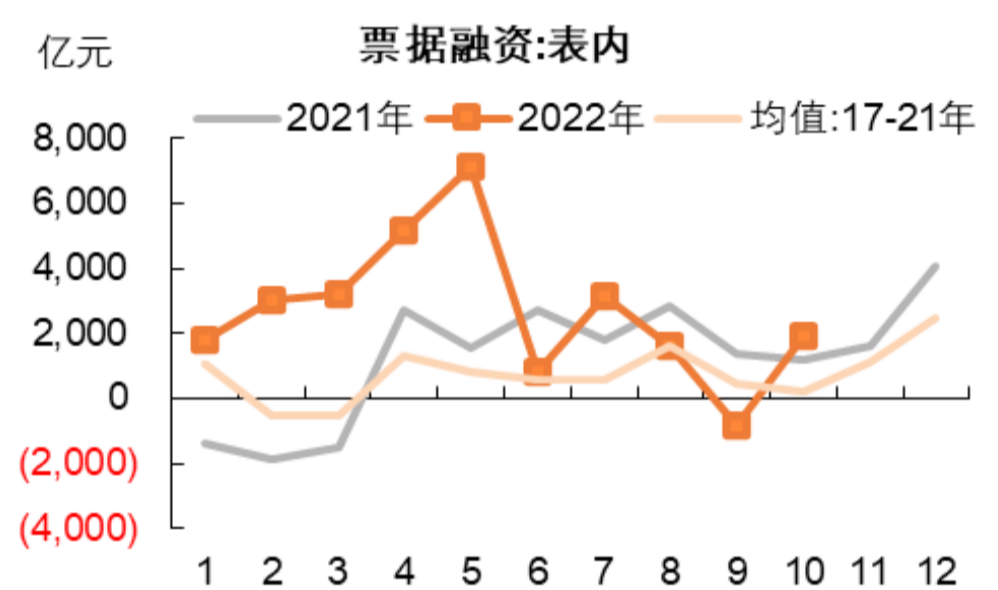
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 10月企业中长期贷款继续同比多增



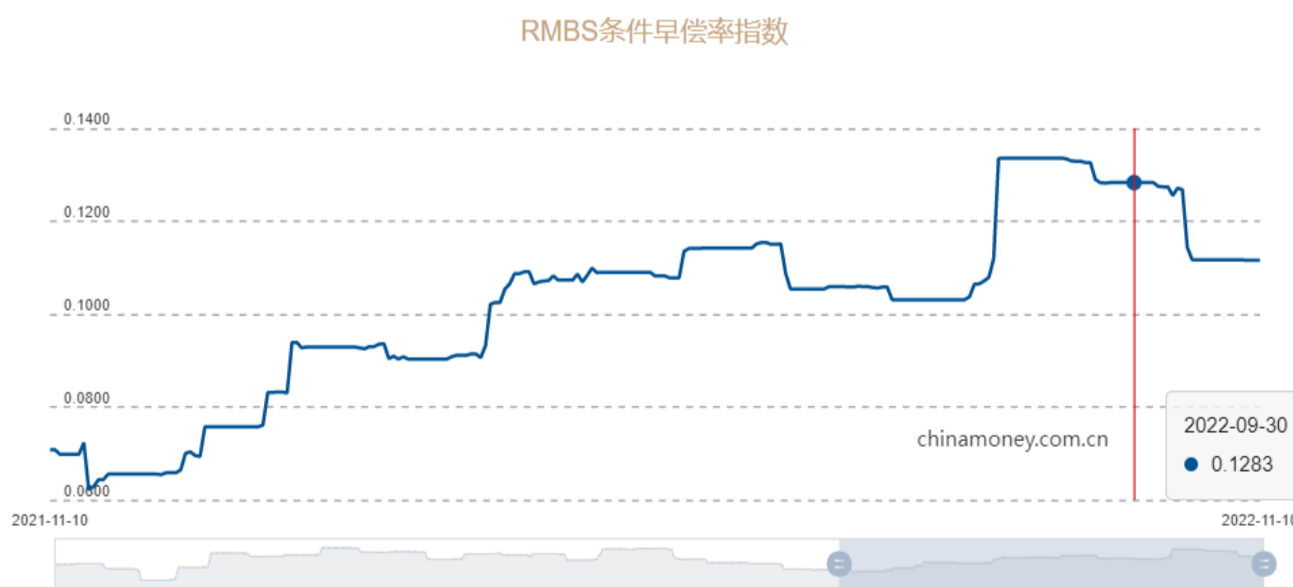
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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



资料来源: Wind, 平安证券研究所

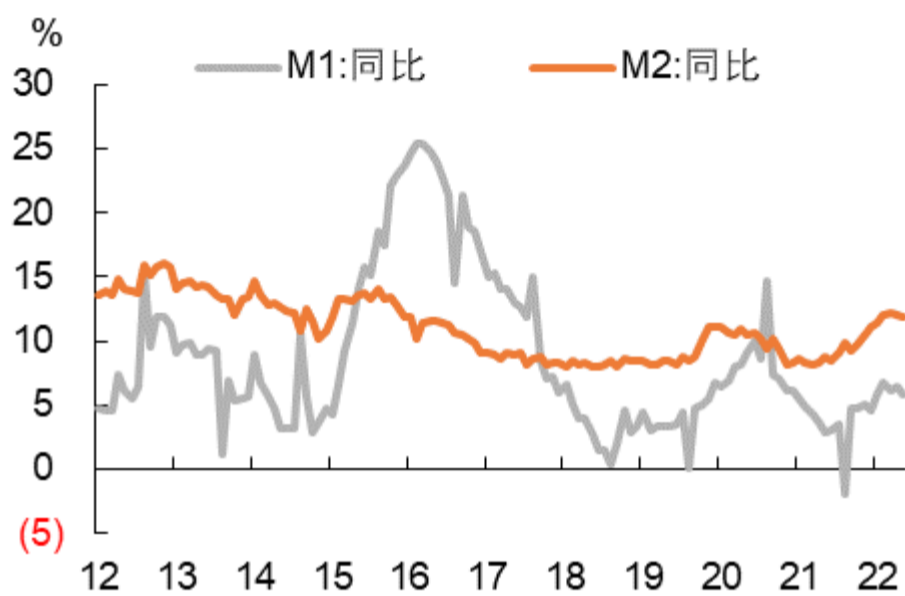
三、M1、M2增速同步下行

10月M1、M2增速同步下行。10月M1同比增速下行0.6个百分点至5.8%，M2同比增速下行0.3个百分点至11.8%，受到信贷投放偏弱、企业缴税规模增长、财政专项债发行等因素的拖累。

从存款结构来看，居民、财政存款同比多增，而企业、非银存款同比多减。10月人民币存款减少1844亿元，同比少增9493亿元；人民币存款余额增速下滑0.5个百分点至10.8%。从分项看：

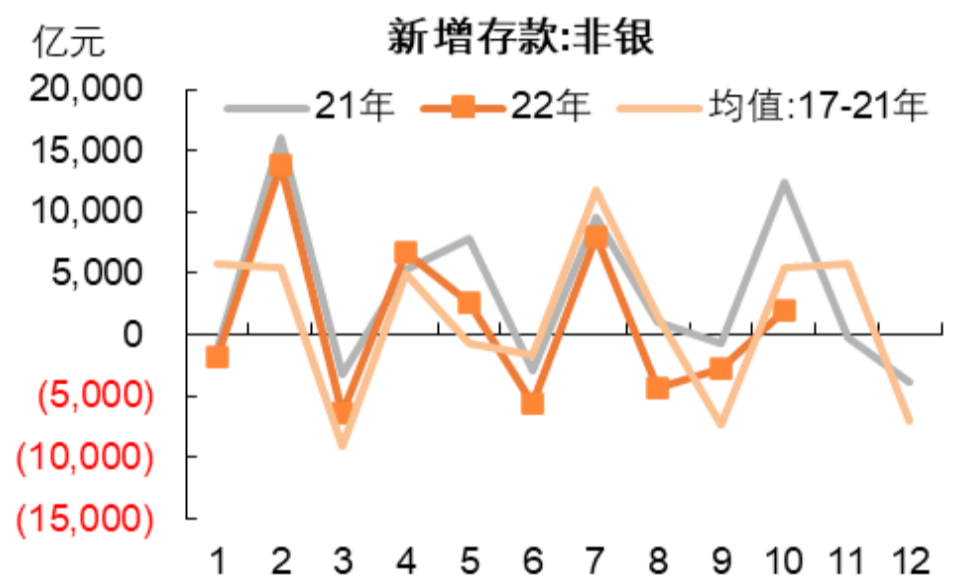
- 一是，居民消费意愿依然偏弱。居民存款较去年同期高近7000亿元。
- 二是，企业现金流压力加大。一方面，10月经济基本面再度走弱，出口转负、疫情多点散发、房地产销售偏弱，都对企业经营活动现金流入产生负面冲击。另一方面，缴税因素影响不容忽视，三季度经济延续恢复，而企业生产经营创造的企业所得税主要在10月征收。
- 三是，财政“蓄水”作用显现。10月财政存款同比多增300亿元，相比18-20年同期更是多增近3000亿元。留抵退税影响大幅减弱、5000亿元专项债限额结存在10月底前基本发行完毕，以及前述的企业所得税税收收入或好转，使得财政存款“蓄水池”作用显现。
- 四是，非银资金“空转”缓解。非银行业金融机构存款同比多减超1万亿元。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出现边际趋紧。尤其是10月下旬缴税期间，尽管央行逆回购大额净投放，但资金利率一度蹿升。

图表 9 10月M1、M2增速同步下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 10 10月非银行业金融机构存款同比少增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层
邮编:518033

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层
邮编:100033