

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

市场逻辑或重回政策积极

2022年11月11日

- **房贷增幅明显下降，企业中长贷延续良好表现。**今年以来，新增信贷季末冲高、季初回落的特征尤为明显。10月新增信贷同比少增2110亿元，再度低于预期。但从修复斜率上看，10月少增幅度已较4、7月明显收窄。分项上，居民房贷是最大拖累，房价预期以及购房意愿仍然低迷。9月一线城市房价拐点可能已经出现，销售进一步承压。企业中长贷延续多增，较充分反映了政策刺激效果。其他分项上，居民与企业短贷均出现减少，疫情影响下消费与生产经营活动受到压制。票据融资再度同比多增。
- **社融增速下滑，政府债和信贷拖累最大。**10月社融增速降至10.3%，增幅显著回落。分项上政府债融资拖累最大，主要与当月政府债到期量较大有关。5000亿新增专项债结存限额基本在10月发行完毕，未来政府债对社融的拖累或仍将继续。其次是信贷，其中外币贷款持续下降，与企业付汇需求和汇率预期均有关联。表外融资中委托贷款延续多增，未贴现银票下降较多，反映出企业支付需求下行。企业债与股票融资变化不大。
- **存款回落的主要原因，融资需求低迷与非银存款少增。**10月M2、M1增速双双下滑，分别降至11.80%、5.80%。究其原因，一是与留抵退税等财政补贴退坡有关，企业存款当月同比降幅扩大。二是非银存款明显拖累，少增幅度超万亿，与去年基数较高、出口增速回落等因素存在关联。三是10月信贷社融表现低迷，派生存款减少。
- **市场主逻辑或重回政策积极。**经济基本面中，地产和出口下行的扰动在加大。近期2500亿“第二支箭”等纾困举措频出，政策加码支持房企融资，未来有望进一步发力以强化逆周期调节。从空间上看，10月国内通胀压力缓解，对于货币政策的掣肘弱化。10月美国CPI同比超预期回落，12月美联储加息节奏有望放缓，外部压力同样趋于减轻，国内政策空间进一步打开。关注后续降准降息、下调LPR等的可能性。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 一、房贷增幅明显下降，企业中长贷延续良好表现 | 3 |
| 二、社融增速下滑，政府债和信贷拖累最大 | 5 |
| 三、存款回落的主要原因，融资需求低迷与非银存款少增 | 7 |
| 四、市场主逻辑或重回政策积极 | 8 |
| 风险因素 | 9 |

图 目 录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: 10 月新增人民币贷款低于市场预期 | 3 |
| 图 2: 2022 年以来季初新增信贷降幅趋于收窄 | 3 |
| 图 3: 全国新房房价仍然延续下跌趋势 | 4 |
| 图 4: 一线城市房价拐点可能已经出现 | 4 |
| 图 5: 10 月初以来房地产销售再度明显降温 | 5 |
| 图 6: 10 月社融增幅明显下滑，政府债和信贷的拖累最大 | 6 |
| 图 7: 外币贷款需求与人民币汇率呈现较好相关性 | 6 |
| 图 8: 10 月委托贷款延续增长，PSL 余额上升 | 7 |
| 图 9: 10 月 M2、M1 增速双双下滑 | 7 |
| 图 10: 10 月新增人民币存款分项表现 | 8 |
| 图 11: 房企融资仍在磨底 | 8 |

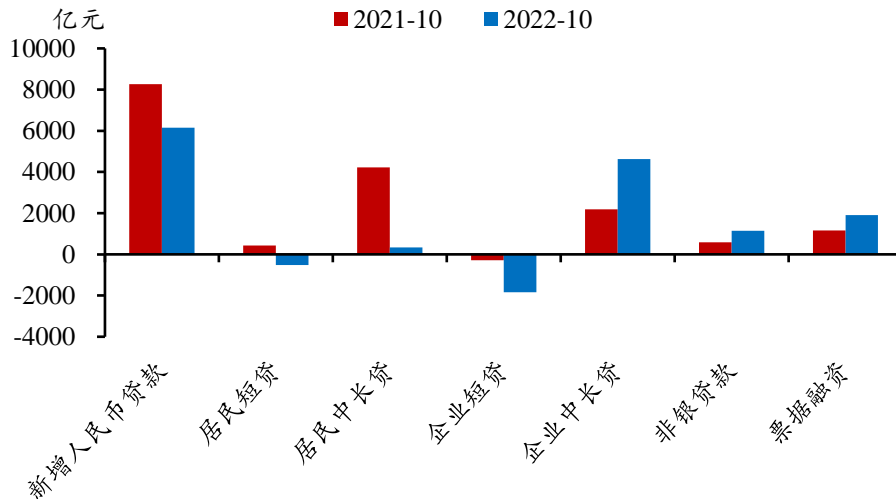
事件：

11月10日，央行公布10月金融数据：新增人民币贷款6152亿元，预期8511亿元，前值2.47万亿元。新增社会融资规模9079亿元，前值3.53万亿元。M2同比增长11.80%，预期11.99%，前值12.10%。

一、房贷增幅明显下降，企业中长贷延续良好表现

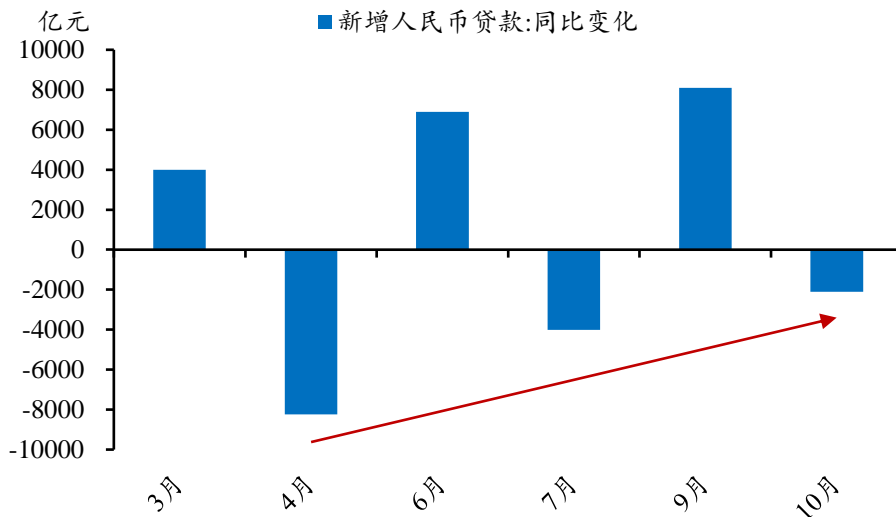
新增信贷同比少增，低于市场预期。10月新增人民币贷款6152亿元，同比少增2110亿元。由于银行业绩考核（今年还有监管对于信贷投放的考核）的原因，新增人民币贷款具有季末冲高、季初回落的显著季节性特征。这一特征在今年表现得尤为明显，3、6、9月新增人民币贷款大幅同比多增，4、7、10月随即转为同比少增。究其原因，依然与疫情频发背景下，实体融资需求修复偏慢有关。但从修复斜率上看，10月少增幅度已较4、7月明显收窄。

图 1：10月新增人民币贷款低于市场预期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2022 年以来季初新增信贷降幅趋于收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

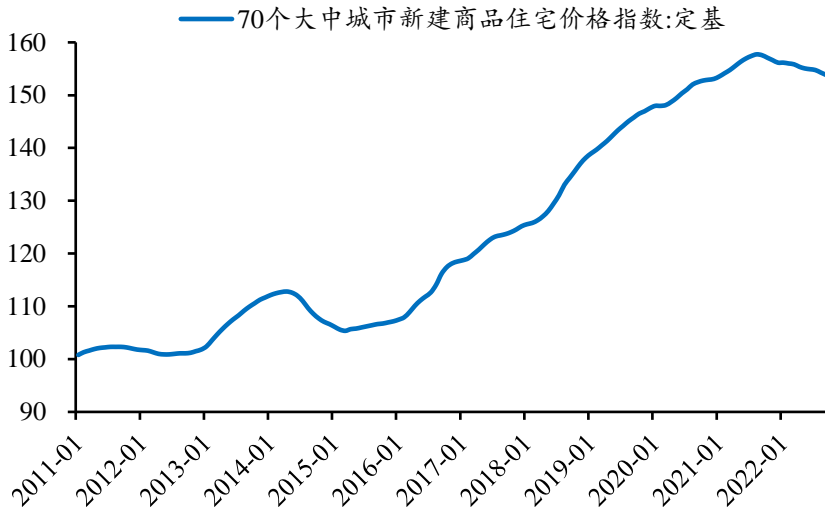
从分项上看：

1) **居民房贷是最大拖累项。**10月居民中长贷同比少增3889亿元，居民对房价预期以及购房意愿仍然低迷。9月

全国新房房价延续下行趋势，已较高点下跌 2.5%。其中一线城市房价拐点可能已经出现，9 月由涨转跌。二三线城市房价自 2021 年 8 月以来持续转跌。反映到销售层面，房地产销售在 9 月末迎来一波复苏后，再度明显降温。

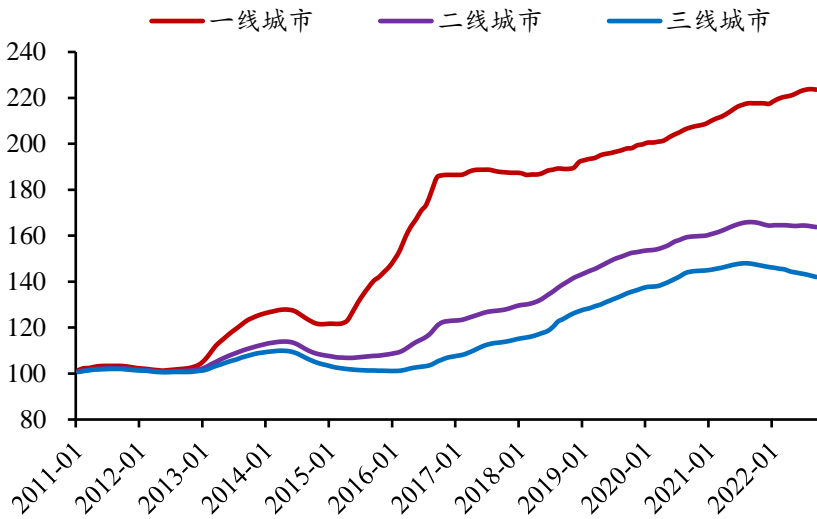
居民短贷出现减少。10 月居民短贷减少 512 亿元，同比多减 938 亿元，疫情影响下居民消费需求受到压制。

图 3：全国新房房价仍然延续下跌趋势

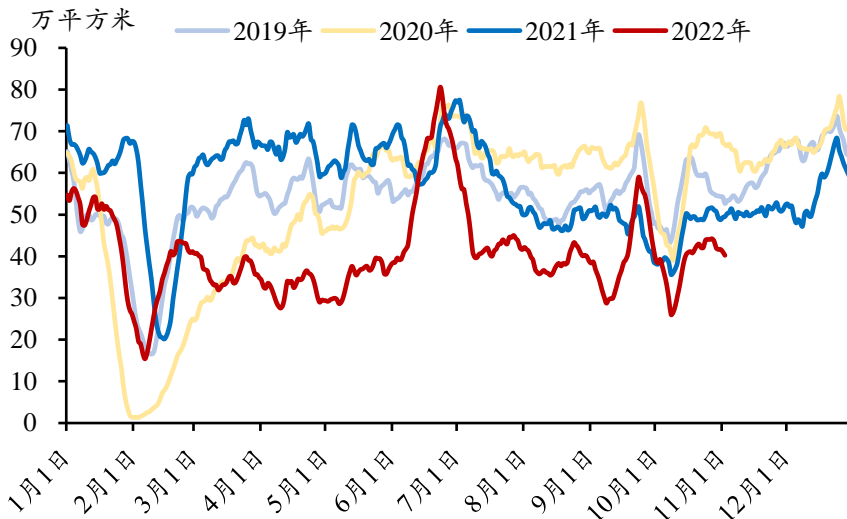


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：一线城市房价拐点可能已经出现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：10 月初以来房地产销售再度明显降温


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 企业中长贷延续积极变化。10 月企业中长贷同比多增 2433 亿元，在当月新增人民币贷款中的占比升至 75%。这样的积极变化较为充分地反映了数月以来的政策刺激效果，具体措施包括设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债、监管部门强化引导金融机构信贷投放等。根据证券时报消息，9 月末监管部门鼓励银行进一步加大对制造业中长期贷款的投放，要求 21 家全国性银行在 1-7 月新增 1.7 万亿元左右的制造业中长期贷款的基础上，8-12 月鼓励再新增 1 万亿-1.5 万亿元，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于 30%。

10 月是信贷投放小月，企业短贷多呈现为减少。从今年 10 月数据来看，**企业短贷减少 1843 亿元，同比多减 1555 亿元。**一方面反映了疫情影响下，企业经营活动受阻。另一方面或与出口超预期回落有关，企业融资需求遭到削弱（详见 11 月 8 日报告《出口增速负风险不会轻易消散》）。

3) 票据融资同比多增 745 亿元。面对信贷需求的回落，银行再次做多票据以填充信贷规模。

二、社融增速下滑，政府债和信贷拖累最大

社融增速回落，增幅明显下滑。10 月新增社融规模 9079 亿元、同比少增 7097 亿元，社融存量增速 10.3%，较上月下降 0.3 个百分点。分项上看：

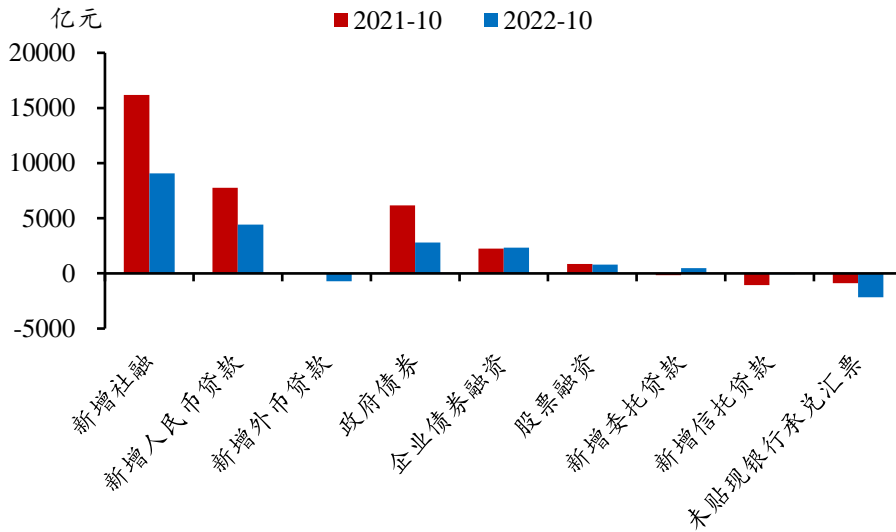
1) 政府债融资拖累最大，同比少增 3376 亿元。政府债融资增幅下滑主要与 10 月政府债到期量较大有关，WIND 数据显示，10 月国债、地方政府债合计到期规模接近一万亿元。10 月新增专项债发行 4279 亿元，5000 亿结存限额基本发行完毕，随着 11、12 月份发行节奏再度放缓，政府债对社融的拖累将继续。

2) 人民币贷款和外币贷款分别同比少增 3321、691 亿元。今年 4 月份以来，随着美元兑人民币汇率转为贬值，外币贷款由增长转为下降。外币贷款需求一方面与外贸企业的付汇行为相关，另一方面也包含了企业的汇率预期。当企业预期人民币汇率趋于贬值时，外汇兑付成本上升，外币贷款需求收缩，反之则反。如图 7 所示，人民币汇率升值/贬值在多数时候对应外币贷款的增/减，二者存在较好相关性。

3) 表外融资呈现为正向贡献，合计同比少减 372 亿元。其中新增委托贷款同比多增 643 亿元，体现了基础设施投资基金的进一步投放。我们在前期报告《需求边际回暖——四季度股债双牛的逻辑之二》中详解了基础设施投资基金的运作模式，其中相当一部分是以委托贷款形式落地。随着 6000 亿基础设施投资基金投放完毕，预计新增委托贷款以及 PSL 余额或再度回落。新增信托贷款同比少减 1000 亿元，正向贡献较大。新增未贴现银票同比多减 1271 亿元，反映出企业支付需求下行，与疫情阻碍企业经营活动、出口进一步回落等因素有关。

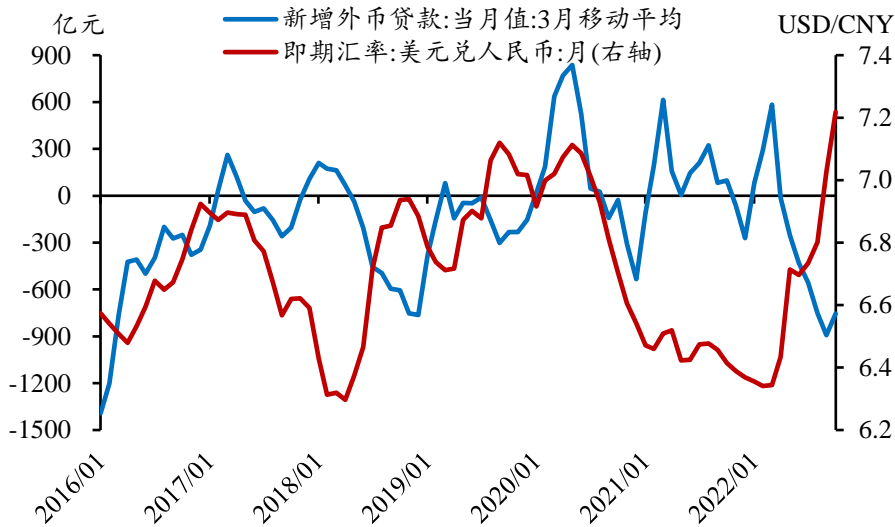
4) 直接融资变化不大。10月企业债融资增加2325亿元,同比多增64亿元。股票融资增加788亿元,同比少增58亿元。

图 6: 10月社融增幅明显下滑,政府债和信贷的拖累最大

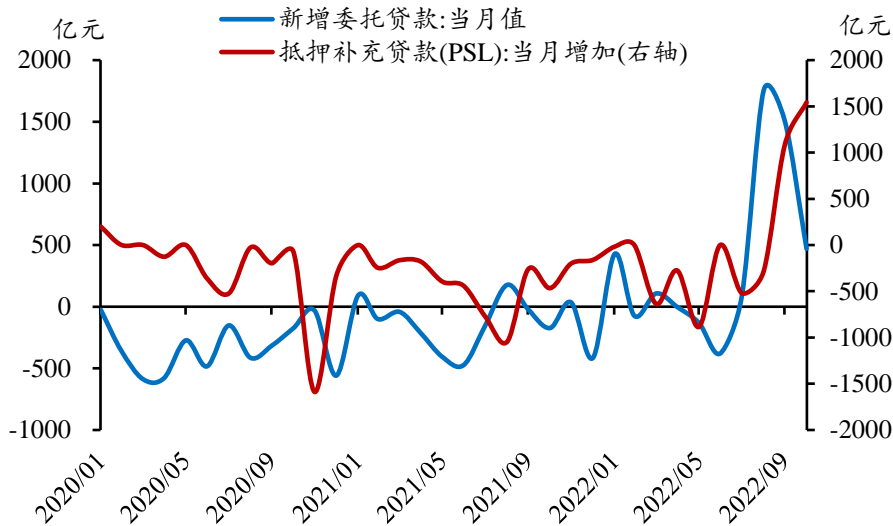


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 外币贷款需求与人民币汇率呈现较好相关性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：10 月委托贷款延续增长，PSL 余额上升


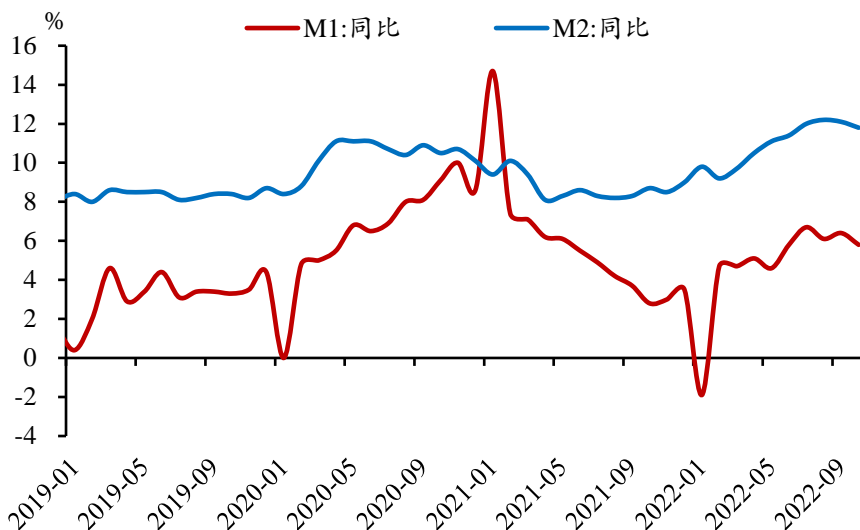
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、存款回落的主要原因，融资需求低迷与非银存款少增

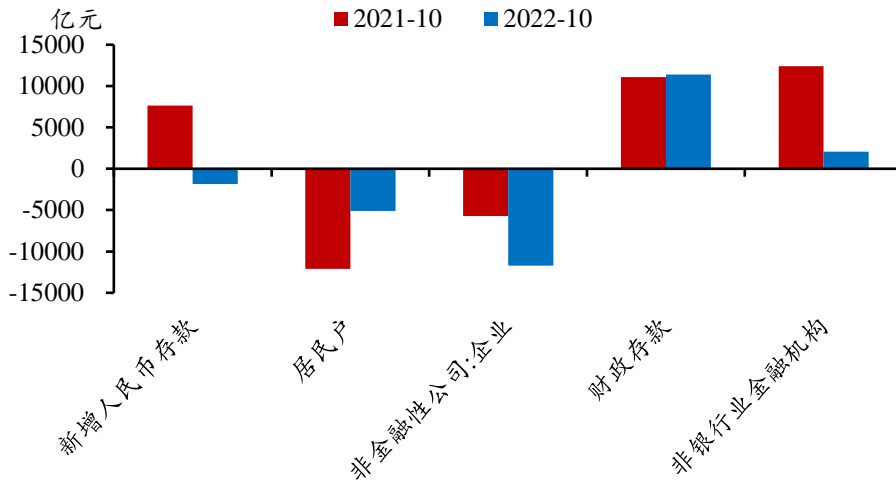
10 月 M2、M1 增速双双下滑。M2 增速下降 0.3 个百分点至 11.80%，M1 增速下降 0.6 个百分点至 5.80%。

结合分项表现来看，10 月存款增速下行一是与留抵退税等财政补贴退坡有关，对企业存款的补充效应减弱，企业存款当月同比多减 5979 亿元。二是非银存款同比少增 10352 亿元，拖累最大。我们在年初报告《降息之后，可能还有降准——下一阶段流动性和货币政策推演》中曾指出，非银存款高增或与出口高景气存在一定关系，其逻辑在于，盈利增长或驱动出口企业配置更多非银金融资产，如购买货币基金等。随着出口进一步回落，非银存款或仍有下行压力。三是与 10 月信贷社融表现低迷有关，派生存款减少。

其他存款分项上，10 月居民存款同比少减 6997 亿元，背后依然是偏高的储蓄意愿。财政存款同比多增 300 亿元，支出力度较去年同期大体持平。

图 9：10 月 M2、M1 增速双双下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

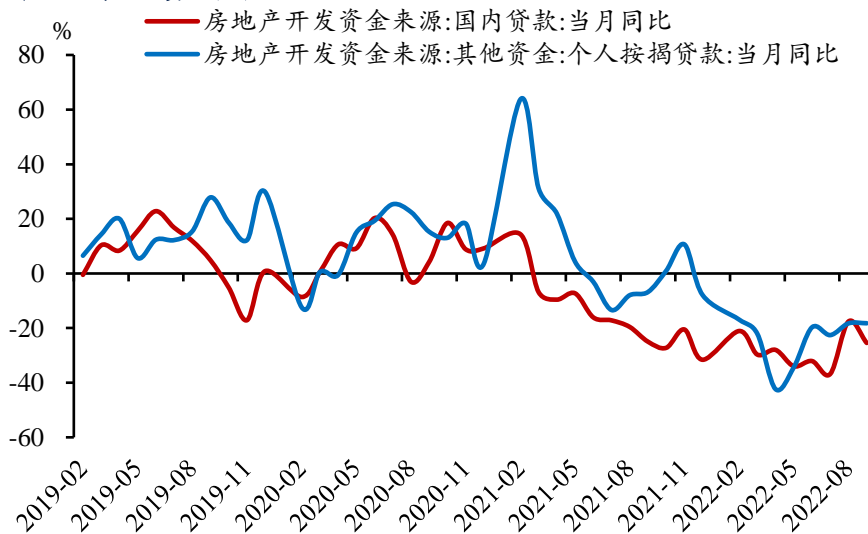
图 10: 10月新增人民币存款分项表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、市场主逻辑或重回政策积极

近期 2500 亿“第二支箭”等纾困举措频出，政策加码支持房企融资。11月8日，银行间市场交易商协会发布信息，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。据财联社 11 月 9 日新闻，郑州多家银行出台延期还贷政策，对受疫情影响的个人住房贷款等应延尽延，单次最长给予 6 个月宽限时间。据财新 11 月 9 日新闻，300 亿元建信住房租赁基金出炉，已签署首批十余个项目收购协议。11 月 10 日河南日报报导，河南对问题楼盘和保交楼项目批复 262 亿元配套融资、已投放 151.5 亿元。

市场主逻辑或重回政策积极。经济基本面中，地产和出口下行的扰动在加大，政策有望加码以强化逆周期调节。10 月国内 CPI 同比涨幅不及预期，PPI 同比落入负区间，通胀对于货币政策的掣肘弱化。11 月 10 日晚美国通胀数据发布，CPI 同比继续回落、降幅超预期，市场开始交易 12 月美联储加息放缓，双双印证了我们在前期系列报告（《美国加息进入下半场——四季度股债双牛的逻辑之一》、《加息放慢就是好消息》）中的判断。随着外部压力趋缓，国内政策空间进一步打开，关注后续降准降息、下调 LPR 等的可能性。

图 11: 房企融资仍在磨底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiu Yue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|-------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。