

# 总量再度走弱，静待内需改善

——2022年10月份金融数据点评

分析师：陈文旭

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

## 相关研究报告

- 1 《债券：“稳增长”初见成效——2022年1月份金融数据点评》 2022-02-12
- 2 《债券：生产端的恢复走在求端的前面——2020年3月份经济数据点评（20200417）-2020年3月份经济数据点评（20200417）》 2020-04-17
- 3 《债券：经济阶段性回暖确认-2019年12月份经济数据点评（200117）》 2020-01-17

## ◎ 投资要点：

◆事件：2022年11月10日，中国人民银行公布2022年10月份金融数据显示：10月份，人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿元，前值为增加2.63万亿元。10月份，人民币贷款增加6152亿元，同比少增2110亿元，前值为增加2.47万亿元。10月份，社会融资规模增量为9079亿元，比上年同期少7097亿元，前值为3.53万亿元。10月末，社会融资规模存量为341.42万亿元，同比增长10.3%，前值为340.65万亿元。10月末，广义货币(M2)同比增长11.8%，前值12.1%；狭义货币(M1)同比增长5.8%，前值6.4%，M2-M1剪刀差走阔。

◆对此，我们的点评：10月社融的超预期走弱，我们认为，一是国内疫情多点散发蔓延的影响，主要体现在居民信贷、企业短贷等都创出了近年同期的新低。第二点原因或是9月的信贷集中投放可能消耗了较多的项目储备。

在经历9月份“信贷脉冲”式超预期的好转后，而10月的数据受多方面原因影响再度转弱，宽信用的逻辑仍需11月份数据印证。实际上，今年以来社融数据的反复，一方面反映了稳经济政策应出尽出的落实所取得的阶段性成果，另一方面也体现出积极的政策频繁受到疫情干扰，导致没有形成显著的内生增长动力。因此，我们认为，政策的不断加码形成了社融的支撑力量，但社融的改善还要等疫情的影响减弱。

◆风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。

事件：

2022年11月10日，中国人民银行公布2022年10月份金融数据显示：

10月份，人民币存款减少1844亿元，同比多减9493亿元，前值为增加2.63万亿元。

10月份，人民币贷款增加6152亿元，同比少增2110亿元，前值为增加2.47万亿元。

10月份，社会融资规模增量为9079亿元，比上年同期少7097亿元，前值为3.53万亿元。

10月末，社会融资规模存量为341.42万亿元，同比增长10.3%，前值为340.65万亿元。

10月末，广义货币(M2)同比增长11.8%，前值12.1%；狭义货币(M1)同比增长5.8%，前值6.4%，M2-M1剪刀差走阔。

对此，我们的点评如下：

## 1. 居民信贷大幅收缩拖累信贷总量回落

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，人民币贷款新增6152亿元，同比少增2110亿元，前值为增加2.47万亿元。企业中长贷延续改善，而居民中长贷拖累明显。

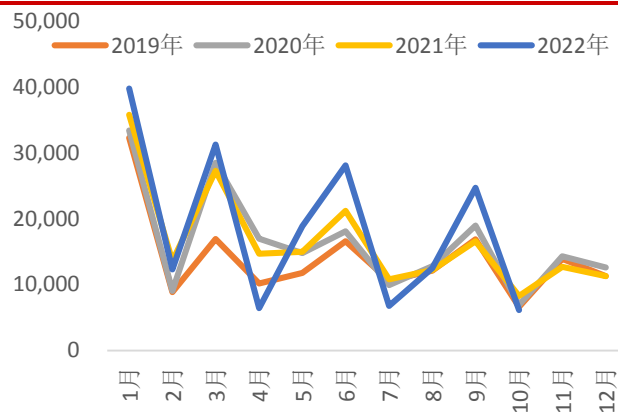
分部门来看，居民短期和中长期贷款均走弱，显示出居民端融资需求加剧收缩。10月，居民新增贷款减少180亿元，是今年以来首次负增长，同比大幅少增4827亿元。其中，居民短期贷款减少512亿元，同比少增938亿元；居民中长期贷款332亿元，同比少增3889亿元，是居民贷款少增的主要拖累。

居民短期贷款延续下滑可能受国内疫情反复影响。由于居民短期贷款与消费相关，10月以来，国内疫情呈现多地散发的上升趋势，这可能是影响居民短期贷款走弱的重要因素。而购房需求低迷对居民中长贷拖累继续加剧。从地产数据来看，9月，商品房销售受多地地方政府回购潮后经历冲高，10月，在疫情扰动下，房地产销售在“金九银十”季节中并没有延续往年上升之势，再度回落至低于往年同期水平的区间；另一方面二手房出售挂牌价持续回落，显示出居民购房意愿仍然有限。地产销售的疲弱印证了居民加杠杆意愿不强，拖累居民中长期贷款的增长。

企业信贷表现优于居民部门。信贷结构未现明显变化，中长期信贷同比延续多增，短期信贷有所收缩。10月，企业部门新增人民币贷款4626亿元，其中短期贷款下降1843亿元，同比少增1555亿元，新增中长期贷款4623亿元，同比多增2433亿元。企业中长贷连续三月维持同比多增，主导因素依然是积极的政策端，包括新增5000亿元专项债限额的投放、设备更新改造再贷款及“保交楼”专项贷款，都能够撬动配套信贷资金的投入，且随着近期民营企业债权融资支持工具延期扩容，民营房企融资或也将有所改善。然而企业短期贷款的收缩体现出受疫情扰动，居民终端需求的不足，企业短期扩产的意愿仍偏低。当前企业中长期贷款的持续性可能主要依靠政策持续性的推动，经济内生带来的融资需求可能仍然不足。

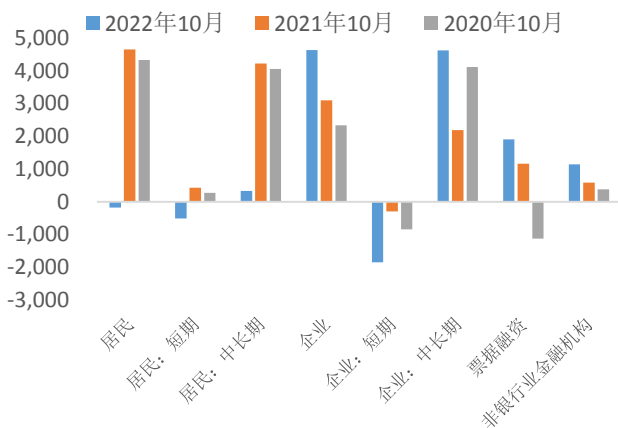
需注意的是，10月，新增票据融资1905亿元，同比多增745亿元，票据融资在连续两个月同比负增后重新正增长，和10月底票据利率的回落相互对应，可能是整体信贷表现偏弱之下银行冲量的体现。

图 1：新增人民币贷款整体回落（亿元）



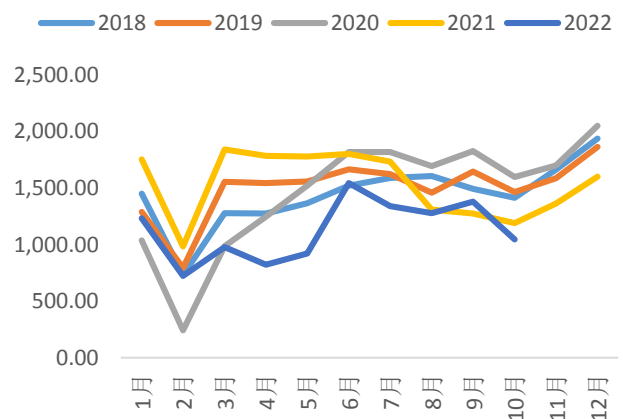
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 2：居民端贷款显著回落（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 3：10月房地产销售继续探底（万平方米）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

## 2. 10月社融增速再度走弱

10月社会融资规模增量为9079亿元，比上年同期少7097亿元。分项来看：对实体经济发放的人民币贷款增加4431亿元，同比少增3321亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少724亿元，同比多减691亿元；委托贷款增加470亿元，同比多增643亿元；信托贷款减少61亿元，同比少减1000亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2157亿元，同比多减1271亿元；企业债券净融资2325亿元，同比多64亿元；政府债券净融资2791亿元，同比少3376亿元；非金融企业境内股票融资788亿元，同比少58亿元。

**10月社融增速为10.3%，比上月回落0.3个百分点，10月新增社融主要受人民币贷款以及政府债券融资拖累，新增委托贷款比前几个月规模回落。**

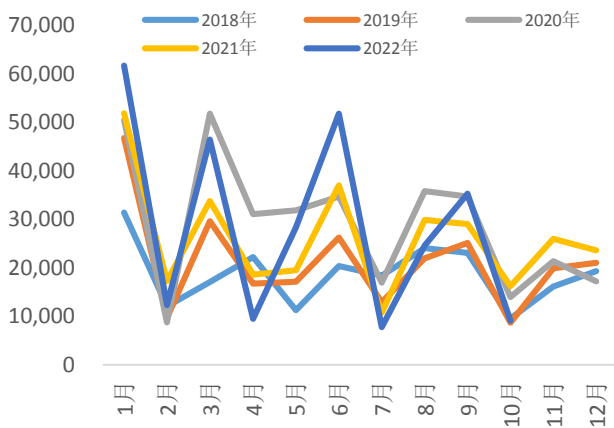
**企业新增债券融资同比由少增转为多增。**10月，新增企业债券融资2325亿元，同比多增64亿元，在经历连续四个月企业新增债券融资同比少增后，转为同比多增。可能源于政策支持的基础、地产等领域，企业的融资需求改善。

**受今年财政节奏前置的影响，政府债券融资连续同比少增。**10月，新增政府债券融资2791亿元，为今年以来第二低月份，同比少增3376亿元，连续三个月同比少增。今年财政呈现出前高后低的特征，年初和年中财政发力力度较大，经历前期专项债发力后，下半年以来政府

债券融资连续同比少增，体现出专项债冲量高峰期过后的自然回落趋势，四季度政府债融资可能还会继续成为拖累项。

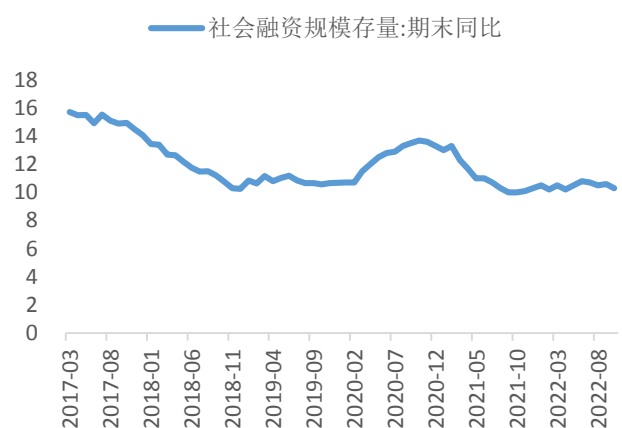
表外融资方面，新增委托贷款和信托贷款合计 410 亿元，同比多增 1643 亿元，继续保持多增状态。但是，10 月新增委托贷款 470 亿元，明显低于 8、9 月份，我们认为出现下滑可能是因为政策性开发性金融工具的资金已经基本到位。

图 4：新增社会融资规模再度走弱（亿元）



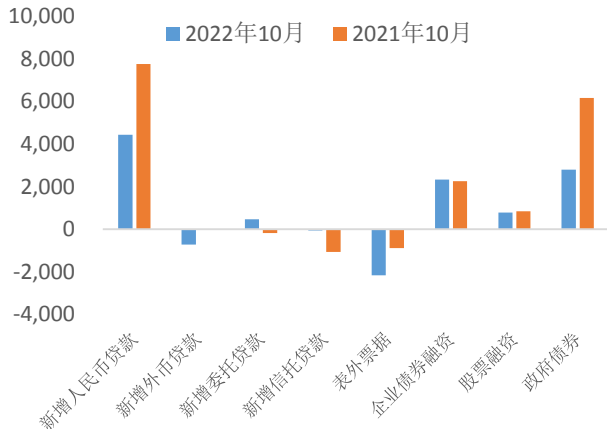
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 5：社融存量规模情况（%）



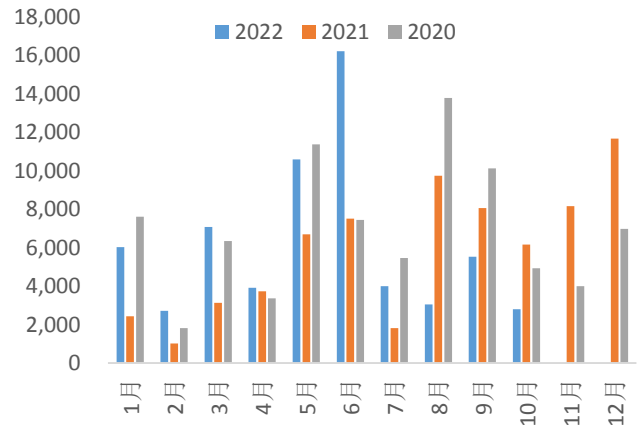
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 6：社融结构情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：政府债券延续同比少增（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

### 3. M2-M1 剪刀差走阔

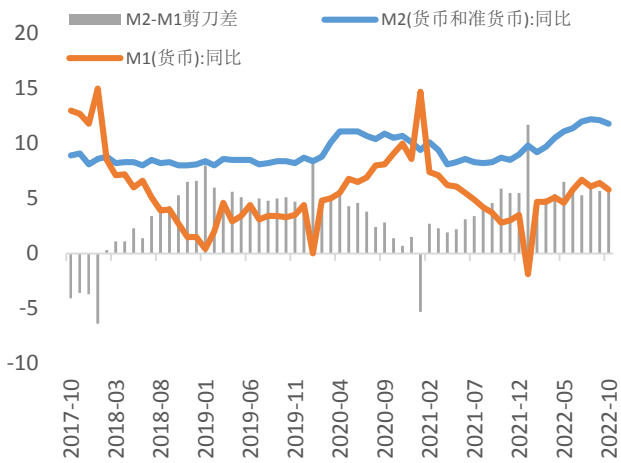
10 月人民币存款减少 1844 亿元，同比多减 9493 亿元，其中居民存款减少 5103 亿元，同比少减 6997 亿元，企业存款减少 11700 亿元，同比多减 5979 亿元，财政存款增加 11400 亿元，同比多增 300 亿元，非银存款新增 2048 亿元，同比少增 10352 亿元。

居民存款同比少减 6997 亿元，体现出居民受疫情扰动，抑制了居民消费、旅游、购房等需求，10 月份是居民消费、旅游、购房旺季，居民存款往往有较大幅度的减少，今年疫情反复的扰动导致居民存款消耗明显减少。

今年财政发力前置、支出较多，导致财政存款前期连续同比少增，10月财政存款同比转多增，可能是因为财政支出速度开始放缓，或支出进度较收入有所滞后。10月企业存款同比多减5979亿元，或是在减税退税政策基本实施完毕之后，居民终端消费下滑对企业存款的影响可能开始暴露。

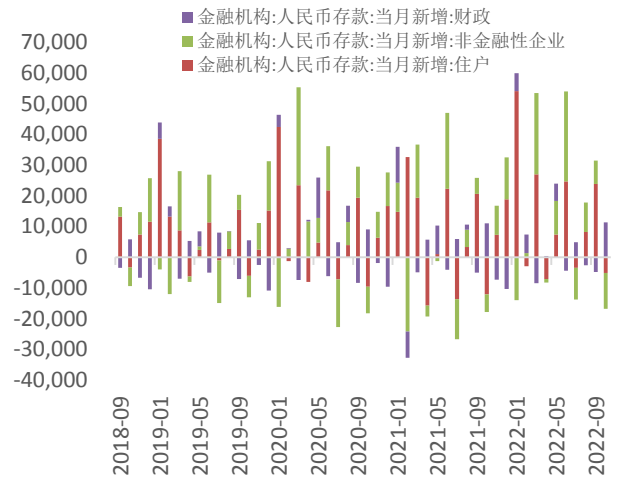
**10月，M2-M1剪刀差小幅走阔，信贷派生偏弱，M2同比回落。**10月M1在去年低基数的情况下，同比下滑0.6个百分点至5.8%，回到今年6月水平。M2同比也下滑0.3个百分点至11.8%，主要与信贷派生力度偏弱有关。社融-M2剪刀差持平，反映出短期内“资产荒”问题叠加疫情扰动，宽信用传导路径仍然不畅。

图8：M2-M1剪刀差再度走廓（%）



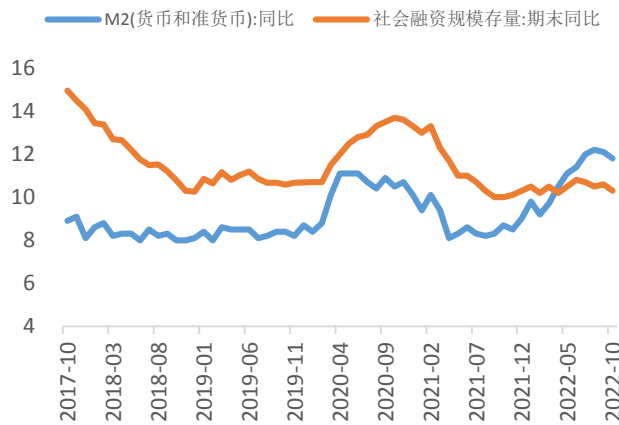
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图9：财政、企业和居民部门存款情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图10：M2增速与社融增速剪刀差持平（%）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

#### 4. 总结：内生动能的改善是关键

10月社融的超预期走弱，我们认为，一是国内疫情多点散发蔓延的影响，主要体现在居民信贷、企业短贷等都创出了近年同期的新低。第二点原因或是9月的信贷集中投放可能消耗了较多的项目储备。

在经历9月份“信贷脉冲”式超预期的好转后，而10月的数据受多方面原因影响再度转弱，宽信用的逻辑仍需11月份数据印证。实际上，今年以来社融数据的反复，一方面反映了稳经济政策应出尽出的落实所取得的阶段性成果，另一方面也体现出积极的政策频繁受到疫情干扰，导致没有形成显著的内生增长动力。因此，我们认为，政策的不断加码形成了社融的支撑力量，但社融的改善还要等疫情的影响减弱。

#### 风险提示及免责声明

★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。

敬请参阅报告结尾处免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

#### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。