

宏观

证券研究报告

2022年11月12日

10月是7月的重演吗？

虽然年初以来市场经历了多次金融数据大小月，但是9月在金融数据冲高后，考虑到政策持续发力（包括2000亿的设备更新再贷款、5000亿的专项债等），市场对10月金融数据整体预期比较乐观。但是10月金融数据再次大幅回落，重演了年初以来金融数据大小月的特征。

好消息是政策发力初见成效。不同于以往几轮，10月在政策的支持下，企事业单位的融资需求维持韧性，中长期贷款继续高增。但独木难支，除企业端融资需求有韧性外，10月其他分项则整体表现较弱。

总的来看，10月喜忧参半的金融数据给市场传递的信号是：

第一，政策宽信用有抓手，制造业和基建对近几个月信贷总量和结构的改善形成明显支撑。第二，在疫情扰动不断、政府债缺口扩大等因素的作用下，M2同比和社融同比能否企稳正在变得更加不确定。

风险提示：国内疫情演变超预期，实体融资需求回落速度过快，财政政策刺激效果低于预期，基建对信贷支撑减弱

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

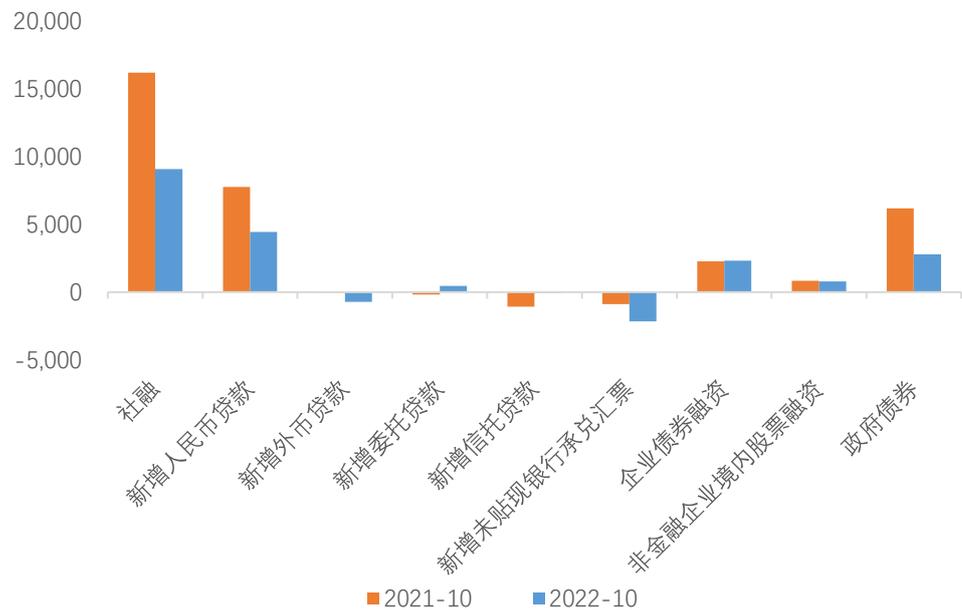
孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-谁是劳动力下降的元凶》 2022-11-10
- 《宏观报告：风险定价-交易拥挤度低位回升-11月第2周资产配置报告》 2022-11-10
- 《宏观报告：四季度的主要交易逻辑》 2022-11-04

在 9 月金融数据高增后，10 月社融、信贷数据双双回落，并大幅低于市场预期。10 月新增社融 9079 亿元，大幅低于 wind 一致预期的 1.65 万亿元；新增人民币贷款 6152 亿元，低于 8242 亿元的预期值。

图 1：10 月社融数据分项一览（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：10 月信贷数据一览（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

虽然年初以来市场经历了多次金融数据大小月，但是 9 月在金融数据冲高后，考虑到政策持续发力（包括 2000 亿的设备更新再贷款、5000 亿的专项债等），市场对 10 月金融数据整体预期比较乐观。但是 10 月金融数据再次大幅回落，重演了年初以来金融数据大小月的特征。

好消息是政策发力初见成效。不同于以往几轮，10 月在政策的支持下，企事业单位的融资需求维持韧性，中长期贷款继续高增。10 月企事业单位新增人民币贷款 4626 亿元，同比多增 1525 亿元。且信贷结构亮眼，在新增贷款中，中长期贷款 4623 亿元，同比多增 2433

亿元。10月新增企业债券融资2325亿元，环比多增2140亿元，同比多增64亿元，扭转了6月以来同比下滑的局面。

融资需求的韧性主要来源于以下两点。第一，随着2000亿设备更新再贷款的逐渐落地叠加其他配套支持措施，制造业融资需求继续维持高位。央行数据显示9月末工业中长期贷款同比增长23.3%，增速比各项贷款高12.6个百分点，比上半年高2.1个百分点。这一趋势有望延续至四季度。

第二，随着基建加速落地，基建带来的配套融资需求还在延续。比如随着此前政策性资本金工具落地，预计配套的信贷资金也开始发放，并对中长期贷款形成支撑。同时，企业债发行规模回升与城投融资回升有关，wind数据显示，10月城投债净融资规模776.5亿元，环比增加601.5亿元。

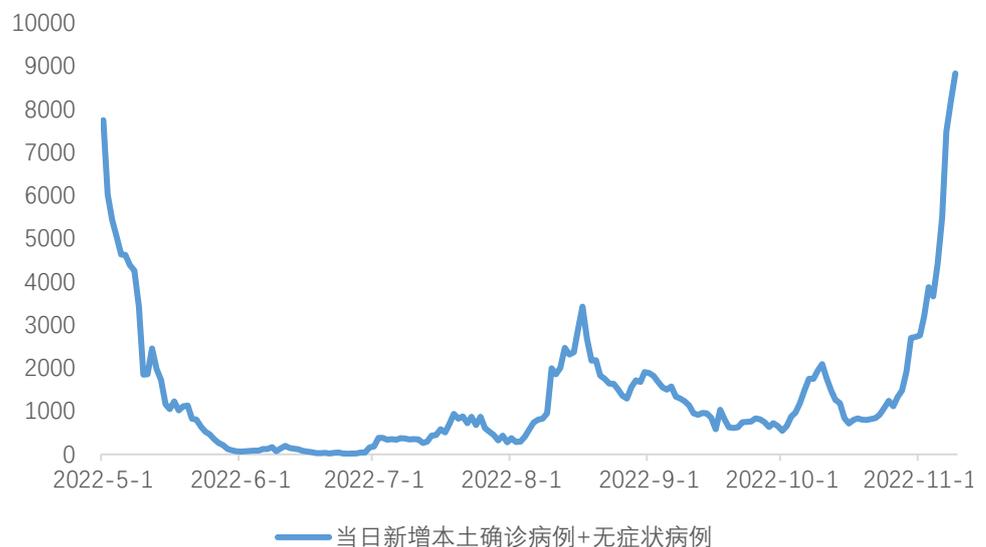
但是10月其他分项融资的表现较弱。社融数据的拖累主要来自以下几点：

一是居民部门信贷下滑带动10月新增信贷规模明显回落。10月住户贷款减少180亿元，同比减少4827亿元，是10月新增人民币贷款低于预期的主因。其中，短期贷款减少512亿元，中长期贷款增加332亿元。

这主要是受到疫情反复的影响。10月末国内每日新增病例超过2000例，涉疫省份在28个左右。部分地区居民出行受到影响、线下消费场景缺失导致了居民部门短贷和中长期贷款双双走弱。比如在部分地区居民线下看房受限的情况下，10月房地产市场表现疲弱，30大中城市商品房成交面积仅1077.8万平方米，前值为1316.4万平方米，同比下滑18%，前值-13.5%。

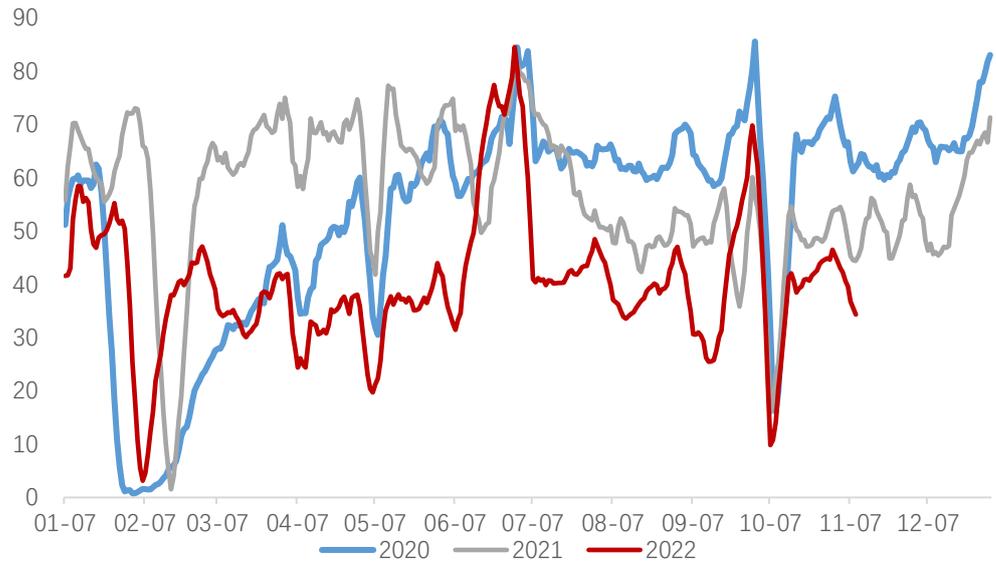
11月上旬国内疫情进一步扩散，11月9日国内每日新增病例达到8824例，已经超过7、8月的疫情规模。受此影响，30大中城市商品房成交面积、地铁客运量、观影人数等与居民出行、消费等相关的高频数据在11月进一步走弱。从这个角度来看，11月居民部门信贷可能也会偏弱。

图3：国内疫情反复（单位：例）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：30 大中城市商品房销售面积（单位：平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

二是政府债拖累社融。10 月社融口径政府债券规模为 2791 亿元，同比下滑 3376 亿元。除政府债发行节奏错位的影响外，10 月社融口径政府债规模低于市场预期可能与统计方式有关。

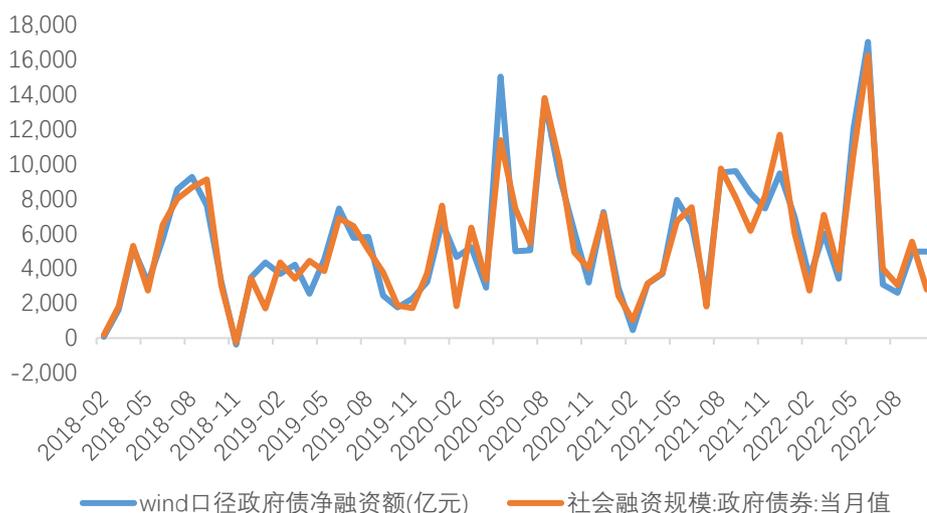
考虑到 5000 亿专项债在 10 月底前发行完毕，市场此前对 10 月政府债规模的估算相对乐观。wind 数据也显示 10 月新增专项债发行规模为 4279 亿元，政府债净融资规模为 4973.5 亿元。

但是 10 月社融口径政府债规模大幅低于 Wind 口径数据。之所以会出现这种情况可能是因为社融口径统计政府债券规模的时间点与 wind 不一致。从历史数据来看，在月末政府债发行规模较大时，wind 口径规模可能会高于社融口径规模，如 2020 年 5 月和 2021 年 10 月。这种差别也导致了 10 月社融口径政府债规模偏低。

往后来看，政府债依旧是社融的主要拖累，2021 年 11 月、12 月社融口径政府债的发行规模分别为 8158 亿元和 11674 亿元。今年 1-10 月社融口径政府债发行规模为 6.19 万亿，全年政府债额度为 7.52 万亿元，预计后续政府债发行规模不超过 1.3 万亿，即 11-12 月政府债的缺口会超过 6531 亿元¹，并继续拖累社融。

图 5：社融口径政府债与 wind 口径政府债净融资的背离（单位：亿元）

¹ 注：2022 年专项债 36500 亿，中央赤字 26500 亿，地方赤字 7200 亿，考虑 5000 亿新增专项债，合计 75200 亿。另外一般社融口径政府债融资规模会小于按照赤字和专项债计算出来的规模。



资料来源: wind, 天风证券研究所

除社融外, 货币供应数据表现也偏弱。10 月 M1 同比与 M2 同比增速分别回落 0.6 个和 0.3 个百分点, 为 5.8%和 11.8%。

M1 同比增速回落除了与地产销售不畅, 居民存款向企业存款转化不顺畅有关, 也体现了疫情扰动下, 企业部门正常生产经营受阻, 资金难以活化。M2 同比增速回落则与信贷派生力量减弱以及财政投放放缓有关。

总的来看, 10 月喜忧参半的金融数据给市场传递的信号是:

第一, 政策宽信用有抓手, 制造业和基建对近几个月信贷总量和结构的改善形成明显支撑。后续政策会继续发力, 如新增的 5000 亿专项债资金会在 11、12 月加速落地, 并撬动配套资金落地。此外, 新华财经报道“为进一步提振经济, 系统重要性银行将在四季度加大对制造业、基础设施领域的贷款投放力度”²。

第二, 尽管政策后续发力大概率能够维持企业中长期贷款增速稳定, 但是在疫情扰动不断、政府债缺口扩大等因素的作用下, M2 同比和社融同比能否企稳正在变得更加不确定。11 月国股银票利率的再度回落或也预示了在疫情的冲击下, 实体的融资需求依旧偏弱。

图 6: 国股银票利率走势 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

² [四季度贷款投放力度或进一步加大 | 每经网 \(nbd.com.cn\)](http://nbd.com.cn)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com