

# 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

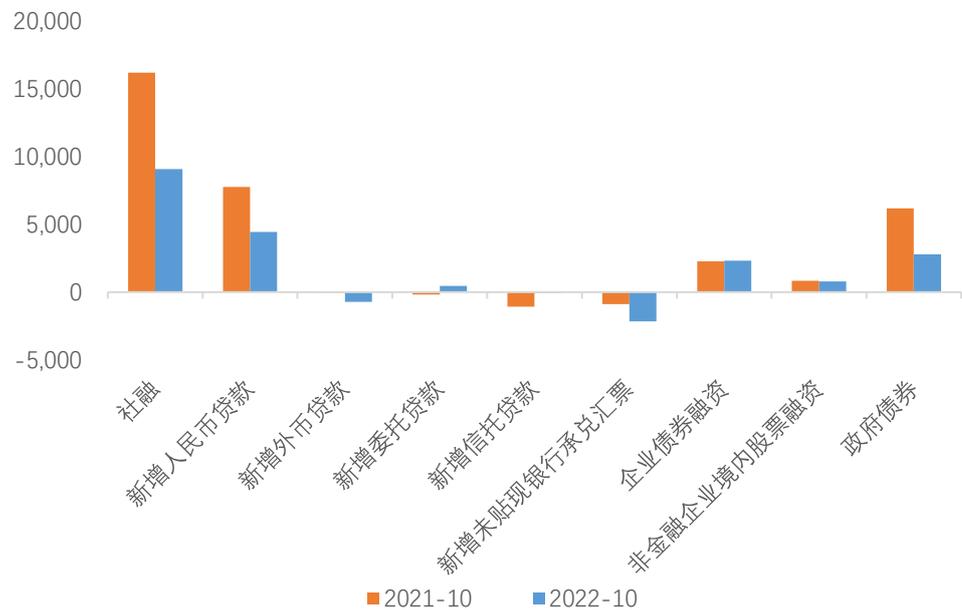
孙永乐 联系人  
sunyongle@tfzq.com

### 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%。

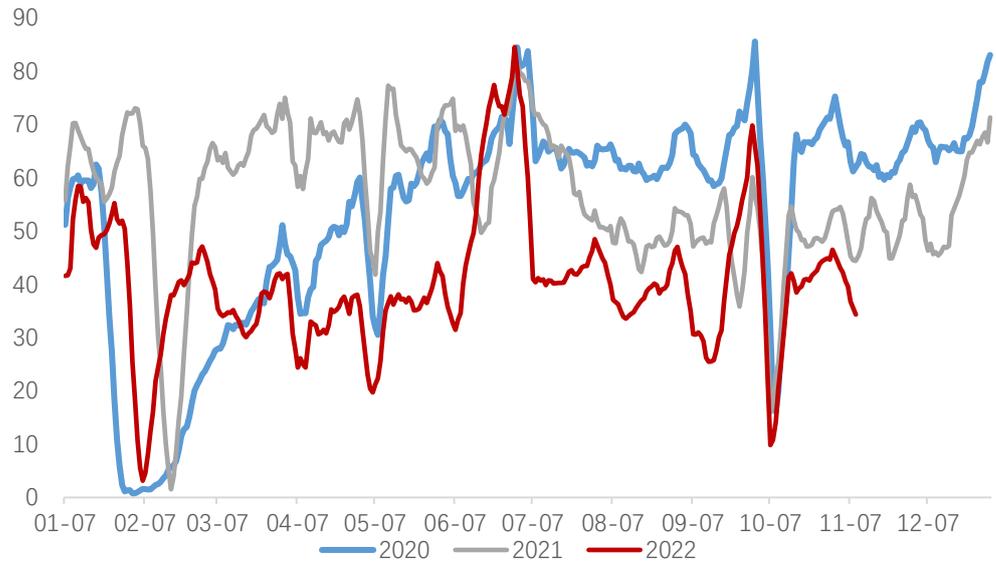
11月上旬国内疫情进一步扩散，11月9日国内每日新增病例达到8824例，已经超过7、8月的疫情规模。受此影响，30大中城市商品房成交面积、地铁客运量、观影人数等与居民出行、消费等相关的高频数据在11月进一步走弱。从这个角度来看，11月居民部门信贷可能也会偏弱。

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<sup>1</sup>，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）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_48857](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48857)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn