



彭文生：关注融资的结构性变化



【财新网】(专栏作家 彭文生) 10月新增社融 1.59 万亿元, 低于彭博一致预期 1.7 万亿元, 社融同比增速持平于 10.0%。从细项来看, 备受关注的地产融资出现边际恢复, 但是贷款结构仍在恶化、冲量主力仍然是票据。政府债净融资同比转增, 但是财政存款单月环比增幅创同期的历史纪录, 支出进度仍然较慢。M2 增速逆势回升主要是基数扰动, 下个月或明显回落。

贷款同比多增, 期限则明显缩短, 票据融资是主力。10月新增人民币贷款 8262 亿元, 相比去年同期增加 1364 亿元, 与我们的预期基本一致。但如果细分来看, 短期票据仍然是冲量主力, 10月新增票据贴现融资 1160 亿元, 较去年同期上升 2284 亿元。考虑到去年信贷的情况可能相对特殊, 我们再用 2019 年同期的数据进行比对, 结论仍然是票据融资是贷款扩张的主要力量。

个人房贷融资出现边际改善, 但其他中长期贷款融资需求还在变差。10月新增居民中长期贷款 4221 亿元, 相比去年同期多增 162 亿元、比 2019 年同期多增约 634 亿元, 一改过去 5 个月同比负增的态势, 考虑到 10月并不算贷款大月、去年的基数也并不算低, 此改善幅度并不小。央行也破例按月度公布了个人房地产贷款数据, 10月末个人住房贷款余额 37.7 万亿元, 当月增加 3481 亿元, 较 9月多增 1013 亿元。但考虑到 10月 40 城新房销售面积同比跌幅仍有三成, 这些贷款投放可能只是释放了一些等待额度的存量贷款申请。与个人房贷融资形成对比的是, 非金融公司

及企业部门的新增中长期贷款同比减少 1923 亿元、较 2019 年同期下降 26 亿元，这一降幅较 2021 年 9 月扩大：2021 年 9 月，新增非金融企业中长期贷款较 2019 年同期上升 1311 亿元。

开发商资金紧张的状况或将边际缓解，但难说显著改善。个人抵押贷款的放松可能有助于房企缓解资金压力。我们观察到房贷利率也在 9 月见顶，10 月大体持平。然而，房地产开发商的融资环境距离改善可能还有一定时间，市场对房企的风险偏好尚未恢复：10 月房地产境内信用债发行量同比下降 27% 至 174 亿元，净融资额-164 亿元；10 月中资地产美元债发行量同比下降 86% 至 9 亿美元，净融资-25 亿美元。同时，M1 同比增速继续下行，从上月的 3.7% 下降到 10 月的 2.8%，企业的在手现金状况未见明显改善。

财政发力仍然相对偏慢。10 月财政存款环比增加 1.1 万亿元，相比去年同期多增 2050 亿元，相比 2019 年同期多增 5549 亿元，这样大幅的财政存款增幅可能说明较高的 PPI 增长仍在持续推动税收收入的上行。今年 4 季度剩余财政赤字额度超过 2 万亿元，如果没有更大力度的减税降费出现的话，今年财政超收可能会造成实际的赤字率不达预期。

M2 增速恢复主要是基数原因，下个月大概率回落。在财政存款同比大幅多增的背景下，M2 增速从 9 月的 8.3% 回升到 10 月的 8.7%，背后的主要原因是去年 10-11 月存款的波动较为异常。一般来说，伴随着缴税，往往会出现 10 月私人部门存款大幅下降、11 月明显回升的季节性走势，

但是去年的波动尤为明显，10月M2下降1.4万亿元、11月则回升2.2万亿元，远远超乎历史上波动的最大值，所以去年10月有一个非常明显的M2低基数。

综合来看，10月社融积极的信号是房地产融资的边际改善，但目前总体货币金融条件的状况大体持平。此前货币政策保持短端利率平稳，通过降低利差来降低实体经济融资成本，实际上这样的货币政策组合近期一直没有出现大幅改变，但利差继续压降的空间在收窄。如果要遏制经济下行的压力，“松货币”特别是“宽财政”的节奏或仍需加快。

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_29342

