

# 10 月金融数据：社融增速正进入上行通道

## 核心观点

预期差：10 月人民币贷款增加 8262 亿元，比上年同期多增 1364 亿元，高于我们的预测值 7000 亿和 wind 一致预期 7237 亿，增速持平上月于 11.9%。10 月社会融资规模增量为 1.59 万亿，同比多增 1971 亿元，与我们的预测值 1.6 万亿基本一致，略高于 wind 一致预期 1.56 万亿，增速持平于 10%。10 月末，M2 增速上行 0.4 个百分点至 8.7%，我们预测值 8.6%，wind 一致预期 8.4%，M1 同比增速继续下行 0.9 个百分点至 2.8%，与我们预测值 2.9% 较为一致。信贷结构仍靠票据支撑，而企业中长期贷款同比少增，信贷结构不佳体现经济回落压力。

我们认为随着经济下行压力加大，稳增长将成为货币政策首要目标，年内降准窗口尚未关闭，在碳减排支持工具短期明显定向降息+降准仍存可能性的作用下，10 年期国债收益率年内有望再度下探至 2.8% 以下。

### □ 信贷新增量高于预期，结构继续恶化

10 月人民币贷款增加 8262 亿元，比上年同期多增 1364 亿元，高于我们的预测值 7000 亿和 wind 一致预期 7237 亿，增速持平上月于 11.9%。结构仍然呈现鲜明的票据大幅同比多增、企业中长期贷款大幅同比少增的特征，10 月票据融资新增 1160 亿元，同比多增 2284 亿元，企业中长期贷款新增 2190 亿元，同比少增 1923 亿元，受地产调控、平台公司融资监管及制造业资本开支意愿回落、能耗双控企业停产等因素影响，企业中长期信贷供需双重受限，银行仍主要通过冲票据稳定总体信贷投放。5 月以来两者此消彼长的信贷结构恶化持续验证我们在 9 月 2 日发布的报告《信贷宽松是否代表信用宽松？——解答市场近期四个核心关切》中的判断“我们认为当前及未来一段时间的信贷总量和结构特征将与 2012 年较为相似，2012 年贷款需求指数下行的同时信贷增速持续上行，信贷结构上，1-5 月主要靠冲票据，6 月后主要做短期贷款”。而票据占比上行体现的是实体经济下行压力，也因此我们认为后续货币政策稳增长的诉求继续提高，坚持看货币政策延续宽松，对四季度信贷较为乐观。10 月居民中长期和短期贷款趋稳，分别增加 4221 和 426 亿元，同比多增 162 和 154 亿元。

### □ 社融增速持平，正进入上行通道

10 月社会融资规模增量为 1.59 万亿，同比多增 1971 亿元，与我们的预测值 1.6 万亿基本一致，略高于 wind 一致预期 1.56 万亿，增速持平于 10%。结构上，10 月社融口径人民币贷款新增 7752 亿，同比多增 1089 亿元；政府债券新增 6167 亿元，同比多增 1236 亿元，得益于专项债发行进度较快，这两项是社融同比多增的主要支撑。此外，企业债券融资 2030 亿元，较上月 1194 亿元有所改善，但相比前几个月 3000-4000 亿左右的规模仍较为低迷，受城投债发行及相关企业信用风险扰动较大；股票融资 846 亿元，仍然稳健；信托贷款减少 1061 亿元，与今年内其他月份数值基本相当；委托贷款减少 173 亿元，波动幅度不大；未贴现票据减少 886 亿元，数据与经济下行及贴现量大增有关，预计短期仍将持续。展望未来走势，预计 11 月专项债发行规模较大，将对社融构成支撑，11 月起社融增速有望进入上行通道，年末或升至 10.8%，我们继续提示 2022 年一季度“四箭齐发”扩信用，在此情况下，社融增速回升将有延续，预计 2022 年总体前低后高，而一季度新增规模有望达历史社融季度增量峰值，初步预测达 11.3 万亿。

### □ M2 增速反弹符合预期，M1-M2 剪刀差继续回落体现经济短期动能减弱

10 月末，M2 增速上行 0.4 个百分点至 8.7%，我们预测值 8.6%，wind 一致预期 8.4%，M1 同比增速继续下行 0.9 个百分点至 2.8%，与我们预测值 2.9% 较为一致。M2 主要受 10 月信贷投放量趋稳、去年基数走低及政府债券发行较快的综合影响，M1 主要受经济基本面逐步下行、地产销售低迷及平台公司资金面压力渐增的拖累，当前 M1 走势与短期经济形势和实体部门活跃度是匹配的，M1-M2 增速剪刀差继续下行完全符合我们此前的判断，意味着经济短期动能继续减弱。10 月 M0 同比增速提高 0.7 个百分点至 6.2%，与年内其他月份水平相当。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

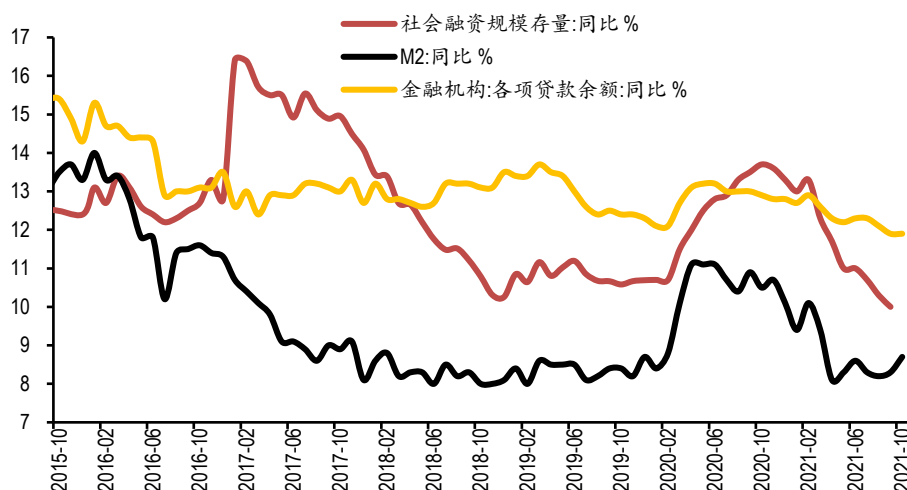
## 相关报告

## □ 年内货币政策仍有宽松操作，驱动利率下行

11月8日，人民银行发布公告创设推出碳减排支持工具，验证了我们此前对于碳减排工具将于年内落地的判断，我们认为碳减排支持工具的效果是短期降息、长期宽信用，1.75%利率短期看是大幅定向降息，后续或会替代部分到期MLF，边际资金利率大幅下行对债券市场有利多作用；在报告《碳减排支持工具短期降息长期宽信用》中我们初步推算四季度该工具约有2000至3000亿体量不大，但2022年该工具将逐渐演变为宽信用工具，有利于2022年先立后破的碳中和发展思路。对于后续货币政策，我们认为年内降准窗口尚未关闭，在上述工具的作用下，10年期国债收益率年内有望再度下探至2.8%以下，此前我们指出社融-M2增速与10年期国债收益率走势相关度高，该剪刀差年内仍有下行空间，10月该数据继续下行验证我们判断，同时也继续指示10年期国债收益率自当前位置仍可下行。

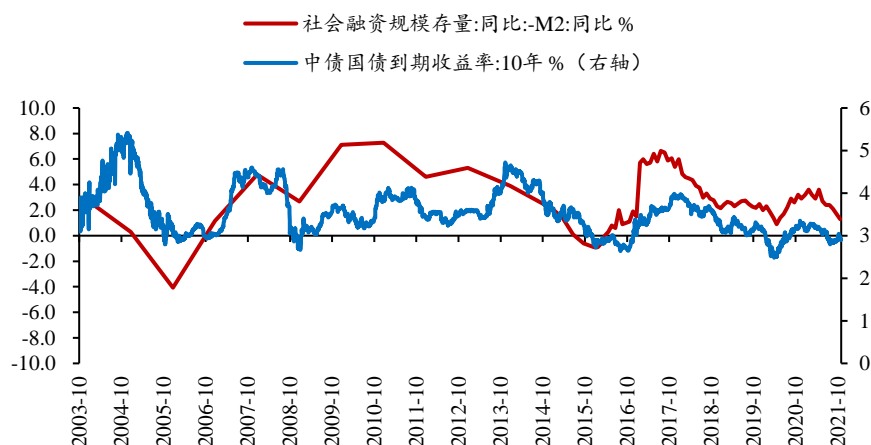
**风险提示：**经济回落压力超预期，扰动国内货币政策，可能导致宽松节奏加速。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：社融-M2 剪刀差与 10 年期国债收益率走势相关度高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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\\_29227](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29227)

