

10月金融数据评论

宏观经济点评

信用需求能稳住吗？

数据：11月10日中国人民银行公布：10月新增人民币贷款8262万亿元，比去年同期多增1364亿元；10月新增社融1.59万亿元，比上年同期多1970亿元。截至10月末，社融存量同比增长10.0%，M2同比8.7%。

评论：

- **信贷表现优于季节性。**10月新增人民币贷款规模低于近5年均值（1.41万亿元），但是显著高于季节性，也好于预期。从结构上来看，居民中长期贷款改善，且企业中长期贷款边际好转。本月信贷有三个特征：1）随着按揭贷款额度边际偏松，本月居民中长期贷款转向同比多增；2）上游涨价压力继续挤压企业盈利，经济预期下行使得企业对长期贷款的意愿仍不足，企业中长期贷款占新增贷款的比重继续下行；但是宽信用发力，本月同比少增量收窄；3）当前处于供给上升但需求改善尚不明显的时期，观望情绪仍然较强，1个月国股银票转贴现利率在本月继续回落，票据冲量的现象仍存。
- **政府信用扩张助力社融存量同比增速企稳。**从总量看，新增社融本月略低于预期。10月新增社融1.59万亿，略低于预期的1.7万亿，低于近5年的平均值（2.3万亿），但是高于2019年和2020年同期表现；10月社融存量同比增速为10.0%，持平于前值。从结构来看，政府债券为主要贡献分项。社融结构变化有二点含义：第一，10月地方政府债共计发行8688.60亿元，净融资规模6893.38亿元，为年内最高，说明政府信用逐步发力；第二，M2同比回升意味着信用供给进一步改善，信用需求也开始出现企稳的迹象。
- **M2-M1 同比进一步走阔。**从总量上看，M1余额回升、M2余额有所回落，但M1同比回落、M2同比回升。从结构上看，非金融企业、非银行业金融机构存款同比多增，居民住户存款同比减少。M2-M1之差从前值的4.6%进一步上行至5.9%，说明企业经营需求依然较弱，拉动M2-M1同比进一步走阔。
- **信用供给继续回升，信用需求能稳住吗？**无论从数据来看，还是从政策变化来看，信用供给进一步改善的迹象较为明显，但信用需求的企稳可能具有“暂时性”。首先，当前地产政策的边际放松对信用扩张的提振可能只是昙花一现。前期按揭额度限制较紧，叠加房地产调控政策的加码，导致房地产销售的回落；目前，按揭额度有所放松，但从明年全年来看，整体房地产销售和按揭贷款的增速可能仍低于今年，尤其明年上半年可能还存在较大的下行可能。第二，政府信用的扩张存在较为明显的季节性和政策性特征。专项债额度的集中使用对10月的社融形成支撑，并且在11月份仍将进一步支撑社融。但随着新一年财年的来临，明年上半年政府信用扩张的力度仍存在一定的不确定性。第三，实体需求依然承受较大的下行压力。展望明年上半年，在疫情逐步消退的中性情境下，消费、出口、制造业投资以及工业生产都存在放缓的压力，同时伴随价格的下行压力加大；在此背景下，实体需求仍可能进一步承压下行。第四，金融监管压力仍存。无论是房地产还是地方政府债务以及资管新规等监管政策都难以全面放松，“稳杠杆”约束下，金融对信用扩张的乘数效应难以明显扩大。

风险提示：货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
 (8621)61038260
 duanxiaole@gjzq.com.cn
 杨一凡 联系人
 yangyifan@gjzq.com.cn

数据:

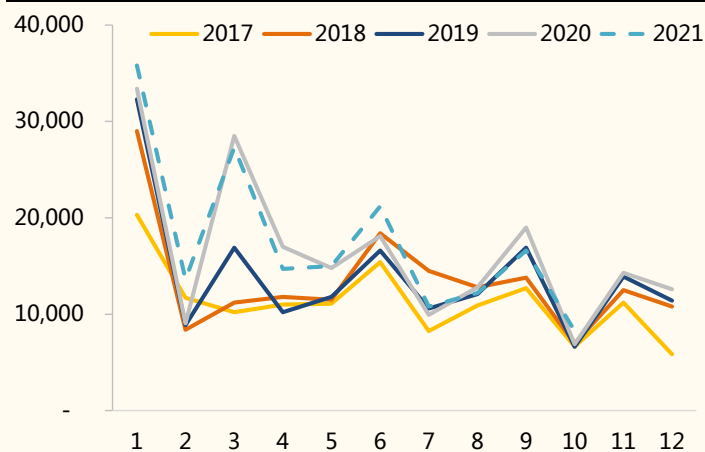
11月10日中国人民银行公布:10月新增人民币贷款8262万亿元,比去年同期多增1364亿元;10月新增社融1.59万亿元,比上年同期多1970亿元。截至10月末,社融存量同比增长10.0%,M2同比8.7%。

评论:

1. 信贷表现优于季节性

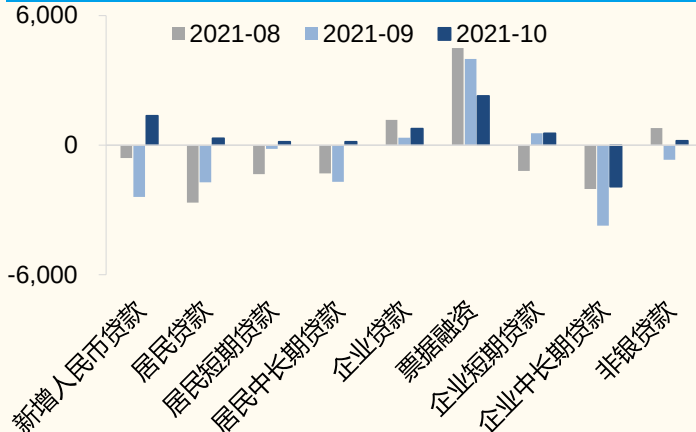
总量上看,信贷优于季节性表现,高于预期。10月新增人民币贷款规模低于近5年均值(1.41万亿元),但是显著高于季节性,也好于预期。从结构上来看,居民中短期贷款改善,且企业中长期贷款边际好转。具体来看,居民贷款同比多316亿,其中居民短期贷款同比多增154亿、居民中长期贷款同比多增162亿;企业贷款同比多增766亿,其中票据融资同比多增2284亿、企业短期贷款同比少减549亿、企业中长期贷款同比少增1923亿;非银金融机构贷款同比多增201亿。本月信贷有三个特征:1)随着按揭贷款额度边际偏松,本月居民中长期贷款转向同比多增;2)上游涨价压力继续挤兑企业盈利,经济预期下行使得企业对长期贷款的意愿仍不足,企业中长期贷款占新增贷款的比重继续下行;但是宽信用发力,本月同比少增量收窄;3)当前处于供给上升但需求改善尚不明显的时期,观望情绪仍然较强,1个月国股银票转贴现利率在本月继续回落,票据冲量的现象仍存。

图表1:10月信贷略超预期(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表2:10月企业中长期贷款边际好转



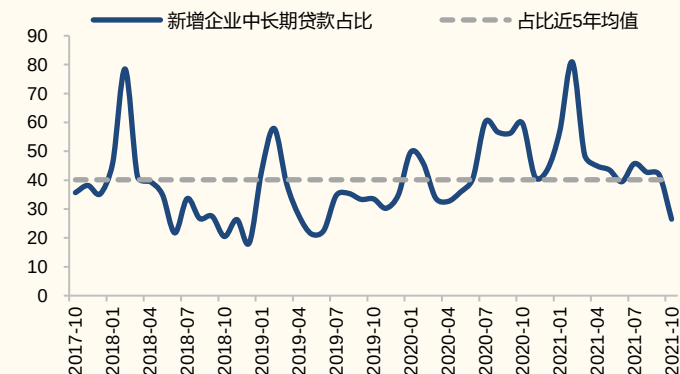
来源: Wind, 国金证券研究所

图表3:累计新增居民中长期贷款下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4:10月企业中长期贷款占比回落(%)



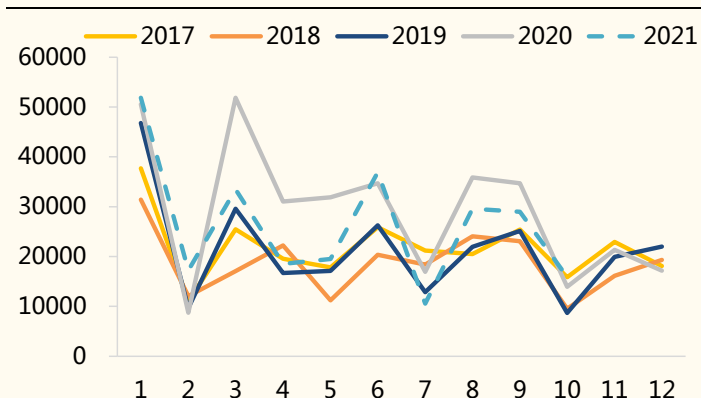
来源: Wind, 国金证券研究所

2. 政府信用扩张助力社融存量同比增速企稳

从总量看，新增社融本月略低于预期。10 月新增社融 1.59 万亿，略低于预期的 1.7 万亿，低于近 5 年的平均值（2.3 万亿），但是高于 2019 年和 2020 年同期表现；10 月社融存量同比增速为 10.0%，持平于前值。

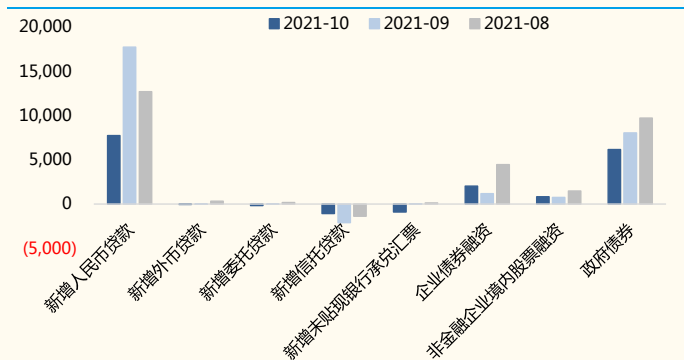
从结构来看，政府债券为主要贡献分项。具体来看，人民币贷款同比多增 1089 亿，委托贷款同比少减 1 亿，信托贷款同比多减 186 亿，未贴现银行承兑汇票（表外票据）同比少减 203 亿，企业债券融资同比少增 233 亿，非金融企业境内股票融资同比增多 81 亿，政府债券同比多增 1236 亿。社融结构变化有二点含义：第一，10 月地方政府债共计发行 8688.60 亿元，净融资规模 6893.38 亿元，为年内最高，说明政府信用逐步发力；第二，M2 同比回升意味着信用供给进一步改善，信用需求也开始出现企稳的迹象。

图表 5: 10 月新增社融低于预期（亿元），但是高于季节性



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6: 10 月新增社融分项表现



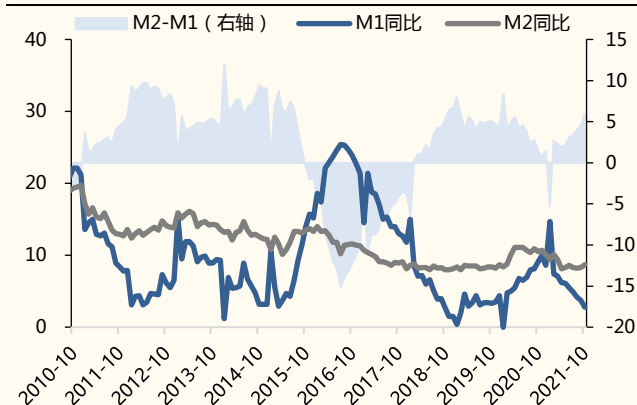
来源：Wind，国金证券研究所

3. M2-M1 同比进一步走阔

从总量上看，M1 余额回升但是 M2 余额所有回落，M1 同比回落、M2 同比回升。分类数据显示，M1 余额回升 1454.32 亿元，M2 余额回落 6629.7 亿元；M2 同比为 8.7%，较前值 8.3%回升 0.4 个百分点；M1 同比为 2.8%，较前值 3.7%回落 0.9 个百分点。

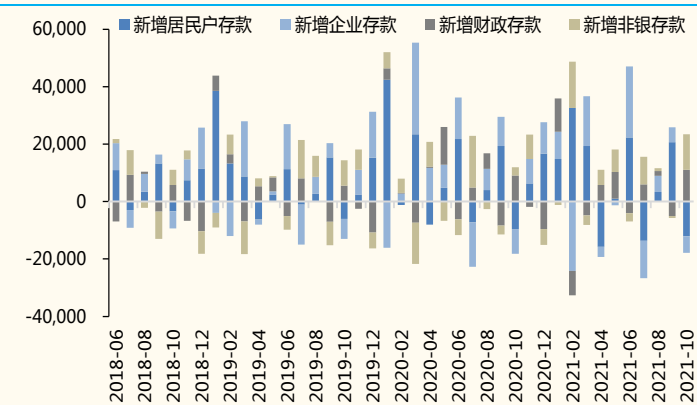
从结构上看，非金融企业和非银行业金融机构存款同比多增，居民住户存款同比减少。数据显示，10 月份新增人民币存款 7649 亿元，同比多增 11620 亿元；其中，居民住户存款同比多减 2531 亿元，非金融企业存款同比少减 2921 亿元，财政性存款同比多增 2050 亿元，非银行业金融机构存款同比多增 9428 亿元。综合来看，M1 和 M2 表现分化，M2-M1 同比之差从前值的 4.6%进一步上行至 5.9%，说明企业经营需求依然较弱，拉动 M2-M1 进一步走阔。

图表 7: M2 回升但是 M1 继续回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 新增存款结构 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

4、信用供给继续回升，信用需求能稳住吗？

无论从数据来看，还是从政策变化来看，信用供给进一步改善的迹象较为明显，但信用需求的企稳可能具有“暂时性”。首先，当前地产政策的边际放松对信用扩张的提振可能只是昙花一现。前期按揭额度限制较紧，叠加房地产调控政策的加码，导致房地产销售的回落；目前，按揭额度有所放松，但从明年全年来看，整体房地产销售和按揭贷款的增速可能仍低于今年，尤其明年上半年可能还存在较大的下行可能。第二，政府信用的扩张存在较为明显的季节性和政策性特征。专项债额度的集中使用对 10 月的社融形成支撑，并且在 11 月份仍将进一步支撑社融。但随着新一年财年的来临，明年上半年政府信用扩张的力度仍存在一定的不确定性。第三，实体需求依然承受较大的下行压力。展望明年上半年，在疫情逐步消退的中性情境下，消费、出口、制造业投资以及工业生产都存在放缓的压力，同时伴随价格的下行压力加大；在此背景下，实体需求仍可能进一步承压下行。第四，金融监管压力仍存。无论是房地产还是地方政府债务以及资管新规等监管政策都难以全面放松，“稳杠杆”约束下，金融对信用扩张的乘数效应难以明显扩大。

风险提示：货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

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_29258

