

2021 年 10 月金融数据点评

稳信用还需再加码

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2021 年中国 10 月社会融资规模 15900 亿元，新增人民币贷款 8262 亿元，M2 货币供应量同比增长 8.7%。

平安观点：

- 一、社融增长出现企稳迹象。10 月社融存量同比持平于上月的 10%，排除基数因素后，两年平均的社融增速小幅回升 0.1 个百分点至 11.8%。10 月社融增长好于预期的原因在于：表内贷款、信托贷款和表外票据均较去年同期多增，体现结构性稳信用政策在发力。但地产债融资遇阻、城投债融资监管仍制约社融增长。此外，政府债券融资对社融的拉动作用开始得到体现。从目前发行进度来看，国债存在欠于计划发行的可能性，这将导致年内剩余两月的社融回升可能不及我们此前预期。
- 二、居民中长期贷款增长加快。10 月新增人民币同比多增 1364 亿元，为近 5 年同期最高，贷款存量增速持平于 11.9%。10 月信贷同比多增主要来自于居民中长期贷款的拉动（其占新增贷款的比例超过 50%），与住房按揭贷款监管的放松相联系。同时，居民短期贷款、企业短期贷款和票据融资也比去年同期多增，这可能是结构性稳信用政策发力的结果。但是，企业中长期贷款仍然显著低于往年同期，意味着实体融资需求仍显不足，特别是对房地产贷款的放松，可能主要体现为“保房”而非“保房企”。
- 三、M2 与 M1 增速背向而驰。10 月 M2 同比回升 0.4 个百分点至 8.7%，再度好于社融增长的趋势。其主要原因可能在于，非银金融机构存款大幅多增，10 月新增非银金融机构存款是过去 5 年同期最高，可能部分源于银行向非银金融机构资金融出增加（譬如增加购买资管产品）。银行向非银融出资金的过程会计入 M2、但不计入社融，若资金这样滞留在了金融体系内部（资管产品没有形成对实体融资、并被企业花出去），也会造成 M2 增长好于社融的情况。
- 有几个迹象说明在加快地方政府专项债发行的过程中，由于缺乏合适项目对接，可能出现了一定程度的资金空转问题：1）10 月财政存款大幅强于往年同期，表明政府债券融资滞留在账上，财政发力的进展可能一般。2）10 月新增企业存款和居民存款均弱于往年同期，意味着非政府部门现金流可能偏向紧缺。3）10 月 M1 同比进一步下滑 0.9 个百分点至 2.8%，再度表明非政府部门现金流紧缺的问题（这在很大程度上与经济下行压力加大相联系，中下游企业盈利、房地产销售均承压）。
- 综上，10 月在结构性稳信用政策发力和居民房地产贷款暂时性放松下，社融增速出现企稳迹象。从非政府部门现金流紧缺的情况来看，国内货币政策有进一步放松的必要性。但四季度通胀压力加大、美联储启动缩减购债形成重要掣肘，传统降准、降息操作在时机上还需等一等。

一、社融增长出现企稳迹象

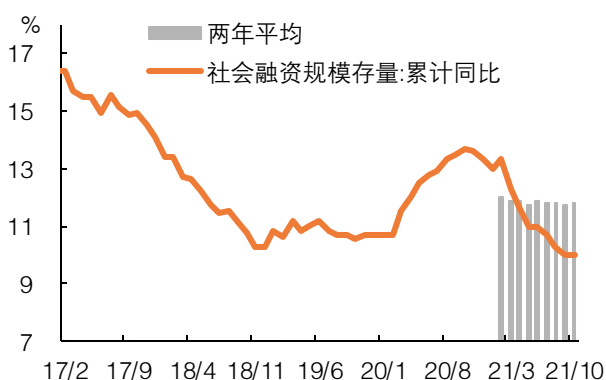
10月新增社融1.59万亿，比上年同期多增1970亿元，比2019年同期多7219亿元；社融存量同比持平于上月的10%，排除基数因素后，两年平均的社融增速小幅回升0.1个百分点至11.8%。10月社融增长好于预期的原因在于：表内贷款、信托贷款和表外票据均较去年同期多增，体现结构性稳信用政策在发力。而地产债融资遇阻、城投债融资严监管仍制约社融增长。政府债券融资对社融的拉动作用开始得到体现，但若年内国债发行欠于计划，或将导致年内剩余两月的社融回升不及我们此前预期。具体地：

表内融资：10月社融口径新增人民币贷款7752亿元，同比多增1089亿元，创过去五年同期最高；外币贷款折合人民币减少33亿元，同比少减142亿元，仍处于近年来同期高位。

表外融资：10月新增委托贷款减少173亿元，同比略微少减1亿元；新增信托贷款减少1061亿元，同比多减186亿元，但相比过去3年同期的差距显著收窄，信托贷款压降出现一定缓和；未贴现银行承兑汇票减少886亿元，同比少减203亿元，为3月以来首次高于去年同期，表外票据压缩也呈现出一定缓和。

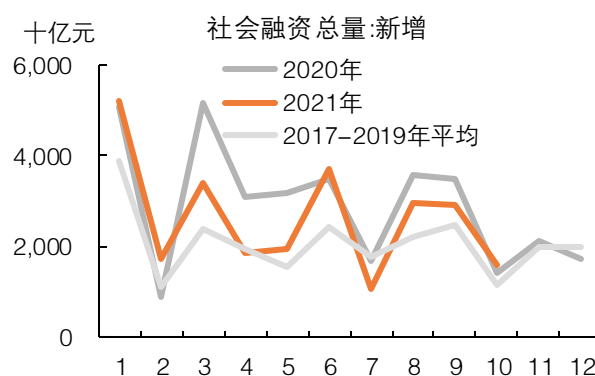
直接融资：10月新增企业债券净融资2030亿元，同比略少233亿元。10月城投债净融资额进一步走低，与地方政府债务监管因素有关，房地产债融资持续遇冷，对企业债券融资形成拖累。非金融企业境内股票融资846亿元，同比少增81亿元，比上月少增幅度收窄。政府债券净融资6167亿元，同比多增1236亿元，也是过去3年同期最高。截至10月，地方专项债发行完成约2.9万亿，尚有5643.35亿元待发；地方一般债发行完成7519.58亿元，尚有480.42亿元待发；国债发行仅完成1.4万亿，比两会财政赤字预算的2.75万亿发行刚过一半，还剩1.35万亿待发。后续地方专项债预计可以按计划发行完成，但考虑到财政收入的完成进度大幅快于财政支出的完成进度，从而今年赤字使用进度将大幅落后于往年。因此，从目前发行进度来看，国债存在欠于计划发行的可能性，这或将导致年内剩余两月的社融回升不及我们此前预期。

图表1 10月社融增速持平上月，两年平均值略回升



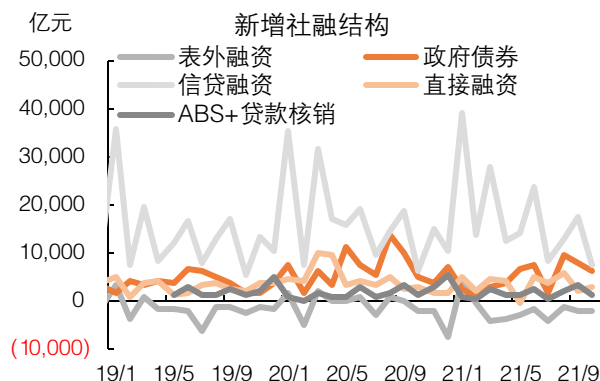
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 10月新增社融为今年第三次高于去年同期



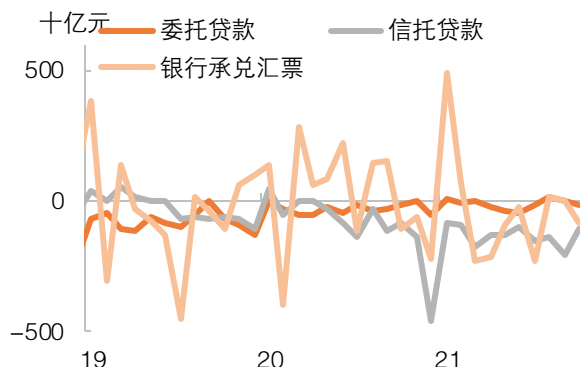
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 10月政府债券融资对社融同比的拉动开始展现



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 10月信托贷款降幅显著收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

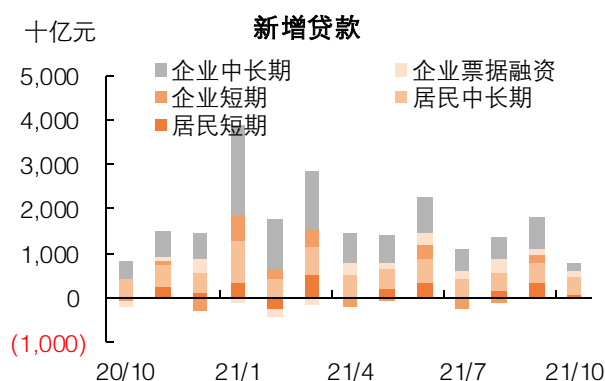
二、居民中长期贷款增长加快

10月新增人民币贷款8262亿元，同比多增1364亿元，为近5年同期最高；贷款存量增速持平于11.9%。10月信贷同比多增主要来自于居民中长期贷款的拉动，与住房按揭贷款监管的放松相联系；同时，居民短期贷款、企业短期贷款和票据融资也比去年同期多增，这可能是结构性“稳信用”政策发力的结果。但企业中长期贷款仍然显著低于往年同期，意味着实体融资需求仍显不足，特别是对房地产贷款的放松，可能主要体现为“保房”而非“保房企”。具体地：

新增居民短期贷款426亿元，同比转为多增154亿，体现居民消费意愿可能有所提升。**新增居民中长期贷款**4221亿元，同比略微多增162亿，也是6月以来居民中长期贷款首度同比多增，其占新增人民币贷款的比例超过50%。这体现10月房地产贷款的严监管出现了明显的暂时性松动，此前积压的按揭贷款可能已被加速投放，并对10月的稳信用贡献了举足轻重的力量。

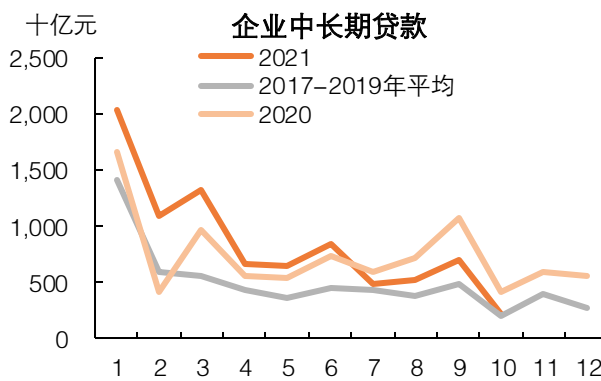
新增企业短期贷款减少288亿元，比去年同期少降549亿，且为过去3年同期最高。**新增票据融资**1160亿元，比去年同期继续多增2284亿，今年4月以来企业票据贴现持续处于高位，这种融资形式被企业更多采用，表明产业链上下游的资金链偏紧（下游企业盈利增长疲软）。而7月以来银票转贴现利率开始显著低于去年同期水平，且至今未见明显修复，表明实体融资需求依然不足。**新增企业中长期贷款**2190亿元，比去年同期仍然显著少增1923亿。尽管央行9月推出了3000亿支小再贷款额度，且从放款利率来看可能主要对应于中长期贷款，但从9月和10月数据来看其效果尚不明显，或者说未能抵消房地产等监管因素带来的冲击。

图表5 10月居民中长期贷款的贡献超过50%



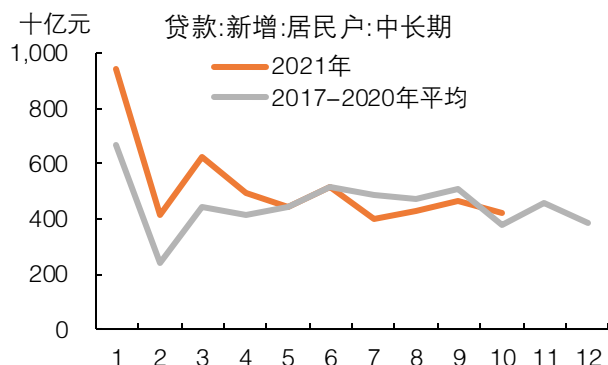
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 10月企业中长期贷款仍显著低于去年同期



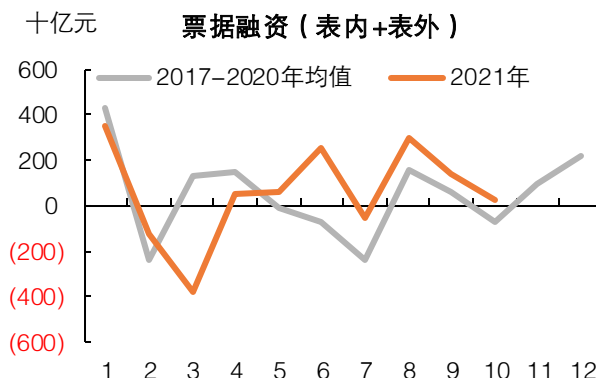
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 10月居民中长期贷款转为高于平均



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 10月表内+表外票据融资延续强势



资料来源: wind, 平安证券研究所

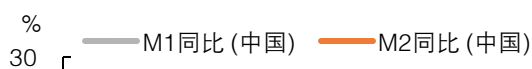
三、M2 与 M1 增速背向而驰

10月 M2 同比回升 0.4 个百分点至 8.7%，再度好于社融增速的走势。其主要原因可能在于，非银金融机构存款的大幅多增。10月非银金融机构存款大幅增长 1.24 万亿，是过去 5 年同期最高。非银金融机构存款多增，可能部分源于银行向非银金融机构资金融出增加（譬如增加购买资管产品）。银行向非银融出资金的过程会计入 M2、但不计入社融，如果资金这样滞留在了金融体系内部（资管产品没有形成对实体融资、并被企业花出去），也会造成 M2 增长好于社融的情况。此外，10月财政存款也大幅强于往年同期，表明政府债券融资所得资金滞留账上、支出偏慢，财政发力的进展可能一般。10月新增企业存款和居民存款也均弱于往年同期，意味着非政府部门现金流可能偏向紧缺。

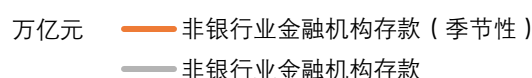
10月新增人民币存款 7649 亿元，存款余额增速进一步回升 0.5 个百分点至 9.1%，存款增长情况好于贷款增长情况。结合以上存款结构，意味着在加快地方政府专项债发行的过程中，可能出现了一定程度的资金空转问题，专项债支出仍然缺乏合适项目对接。

10月 M1 同比进一步下滑 0.9 个百分点至 2.8%，与翘尾因素的下行幅度相一致。结合企业和居民部门存款增长乏力，再度表明非政府部门现金流紧缺的问题（这在很大程度上与中国经济下行压力加大相联系，中下游企业盈利、房地产销售均承压）。国内货币政策有进一步放松的必要性，但四季度通胀压力加大、美联储启动缩减购债形成了重要掣肘。

图表9 10月 M2 与 M1 增速继续反向而行



图表10 10月非银金融机构存款大幅高增



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_29261

