

# 货币陷于两难，财政加力可期

## ——10月金融数据点评

### 报告摘要

- **10月金融数据大幅下挫，但并未明显脱离季节性。**社融同比略降至10.7%，M2同比持平于8.4%。不过，考虑到10月CPI大幅攀升，这一水平的社融和M2增速相对于名义GDP来说可能是偏向收敛的。
- **社融大幅下挫的拖累因素，首先是信贷的季节性减少，其次则是地方专项债的大规模下滑，此外，表外融资的持续压缩也产生了一定拖累。**1) 考虑到9月的信贷超预期后，10月贷款增量总体上属于比较正常的水平，但企业中长期贷款的强势程度下降，也在一定程度上体现贷款需求依然较为有限。2) 考虑到去年10月地方专项债已基本发行完毕，对同比意义上的社融拖累有限；目前对于11月启动明年专项债提前批次发行仍有预期，倘若如此，专项债可能继续对社融增长构成支撑。
- **当前货币政策陷于两难，一方面，未来一个季度内CPI仍将快速攀升，此时从更稳定通胀预期的角度，不宜给出继续宽松的货币政策信号；另一方面，贷款需求依然有限，PPI同比为负的形势意味着贷款实际利率已趋于上升，从经济增长的角度又需要更有力的货币政策支持。在此情况下，社融信贷投放保持一个平稳的节奏，更多倚重于财政政策发力，也许是政策最好的折中。从这一角度来讲，地方专项债的提前发行仍是个可能的选项。**

### 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto:lzhang@cebm.com.cn)

### 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

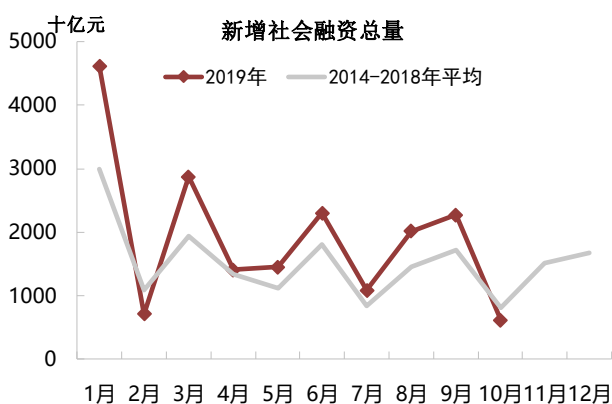
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



## 一、社融“大起大落”

10月新增社融6189亿元，从上月的大幅超预期中跌落，比照季节性规律也下跌较多（图表1），社融存量同比继续小降0.1个百分点至10.7%，同比意义并未失速（图表2）。社融大幅下挫的拖累因素，首先是表内贷款的季节性减少，其次是地方专项债的大规模下滑，此外，表外融资也产生了一定拖累（图表3）。9月新增地方专项债已达2.13万亿，基本完成年内发行计划，10月专项债净融资略微转负。考虑到去年10月地方专项债也已基本发行完毕，对同比意义上的社融拖累有限；目前对于11月启动明年专项债提前批次发行仍有预期，倘若如此，专项债可能继续对社融增长构成支撑。表外融资当中，未贴现承兑汇票和委托贷款均有小幅回落，信托贷款仍保持小幅负增，表外融资仍处于持续压缩的过程之中（图表4）。

图表 1：10月新增社融超季节性下挫

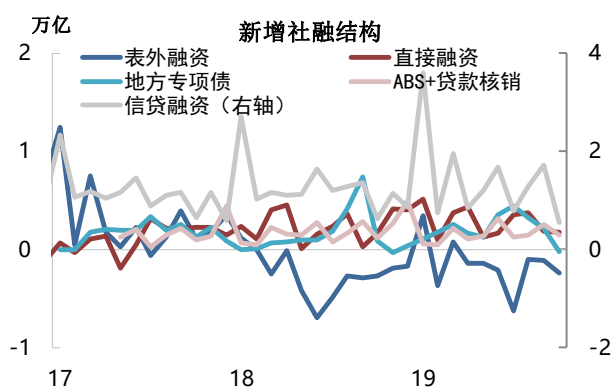


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：10月社融增速继续温和走弱



图表 3：10月社融的主要拖累是地方专项债



来源：Wind，莫尼塔研究

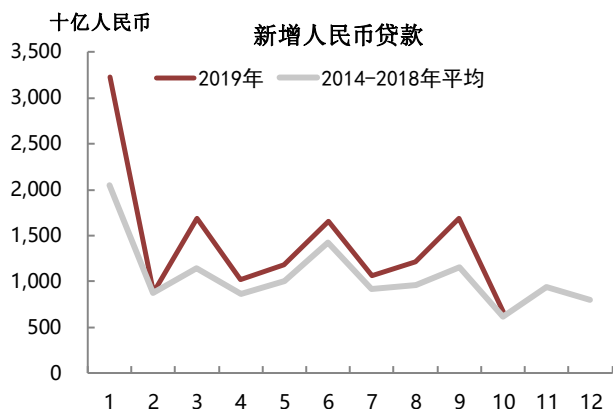
图表 4：10月委托贷款和票据融资小幅回落



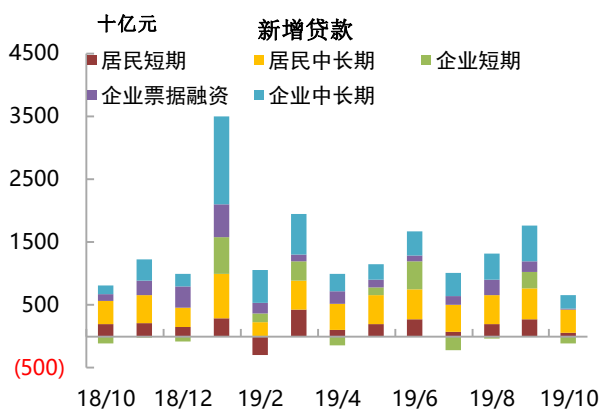
## 二、信贷有乏力迹象

10月新增人民币贷款6613亿元，从上月高位大幅下挫，与季节性对照，增长也显著弱于今年前9个月，这可能与9月贷款冲量“透支”较多有关（图表5）。贷款结构良好，居民部门贷款4210亿元，企业部门贷款1262亿元，结构上向居民部门倾斜。相比于去年同期，居民中长期贷款仍相对坚挺、而短期贷款压缩较多（可能主要与禁止消费贷流入房地产的力度加强有关），企业中长期贷款增长势头良好、而企业票据少增较多，整体中长期贷款占比达到87.8%（图表6）。企业中长期贷款尽管强势程度明显不及上月，但仍好于今年二季度（图表7）。表内和表外的票据融资从上月的超季节性增长，回归到正常的季节性规律上来，并没有过度收缩（图表8）。总体上，考虑到9月的信贷超预期后，10月贷款增量属于比较正常的水平，但企业中长期贷款强势程度下降，一定程度上体现贷款需求依然较为有限。

图表 5：10月新增贷款强势程度明显下降

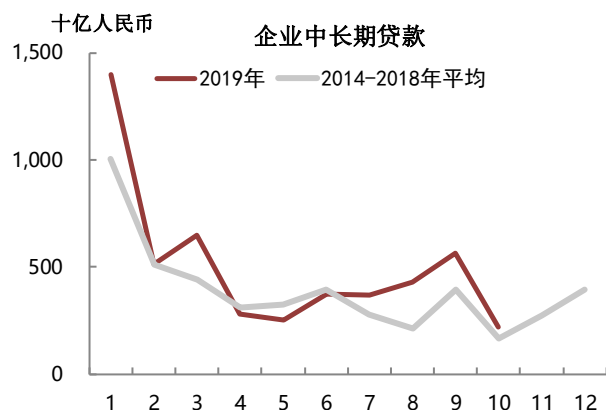


图表 6：10月新增贷款集中于中长期

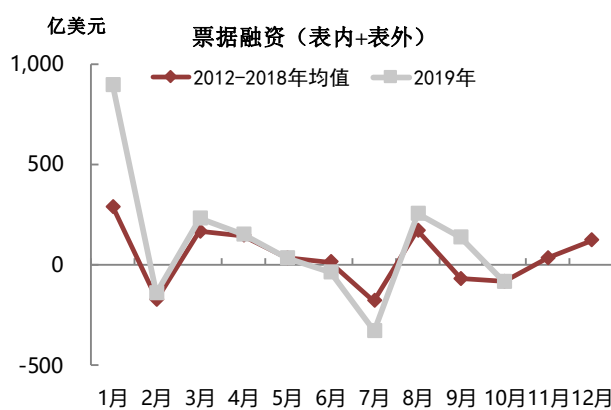


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：10月企业中长期贷款仅小幅强于季节性



图表 8：10月票据融资恢复到正常水平

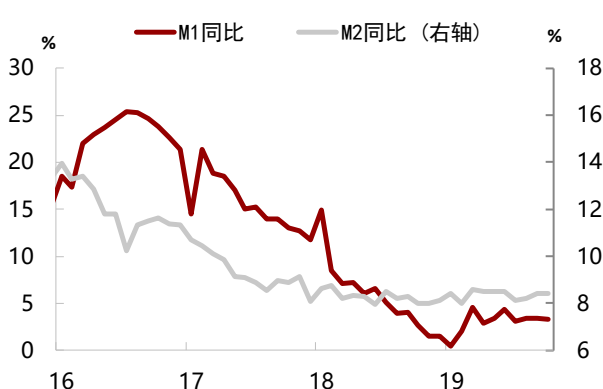


来源：Wind，莫尼塔研究

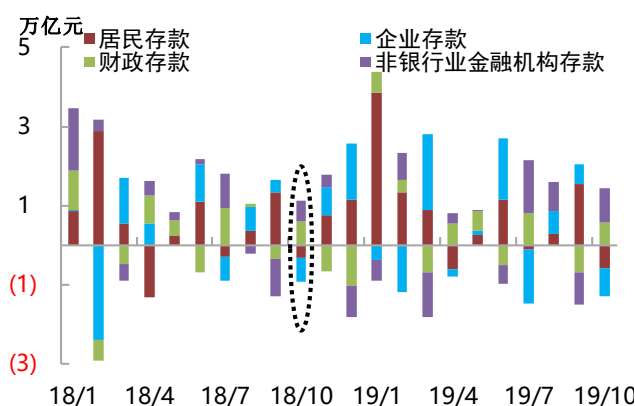
### 三、M2 增长持平上月

10月M2同比持平于8.4%，M2同比略降0.1个百分点至3.3%，体现信贷、社融的下挫并未对货币派生的节奏产生影响（图表9）。考虑到10月CPI大幅上升，保持不变的M2增速和略微下降的社融增速，相对于名义GDP来说可能是偏收敛的，如此，也有助于抑制通胀预期的自我实现。从存款端来看，10月居民部门存款同比下降较多，除了对应于短期贷款减少外，可能也与猪价上涨和双十一预售背景下，名义消费的加速增长有关。而非银金融机构存款增长较多，非银金融机构存款可以理解为非银金融机构的待融出资金，可能一定程度上反映了10月债市调整、股市横盘、地产融资收紧、贷款需求疲软的情况下，金融机构“资产荒”的状态（图表10）。

图表 9：10 月 M2 同比持平于上月



图表 10：10 月居民和企业存款降幅较大



来源：Wind，莫尼塔研究

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\\_9062](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9062)

