

信心尚需提振

——10月金融数据点评

核心观点：

10月金融数据显示社融规模增量为9079亿，比上年同期少7097亿。除委托贷款、信托贷款外，其余分项均同比走弱。人民币贷款和政府债券是最大的拖累项。人民币贷款主要受居民部门拖累，反映出微观主体信心不足；企业部门信贷处于同比多增的状态，略高于市场预期，与稳增长等政策相关。政府债券方面，专项债因财政提前发力已基本发行完毕，地方盘活的5000多亿元专项债结存限额在9月也已经基本发行完毕，政府债券发行基本没有剩余空间。M1与M2剪刀差的走阔体现市场主体预期的回落，当前最重要的是提振市场主体的信心和预期。

事件点评：

➤ 10月金融数据情况

11月10日，人民银行发布10月金融数据，社融规模增量为9079亿，比上年同期少7097亿。除委托贷款、信托贷款外，其余分项均同比走弱。具体看10月新增人民币贷款，当月新增6152亿，同比少增2110亿，数据不及市场预期。企业部门同比多增贷款1525亿；居民部门同比少增4827亿。

➤ 社融新增明显不及预期，市场主体信心需要修复

新增社融大部分细项同比走弱，尤其是人民币贷款和政府债券。新增人民币贷款和政府债券分别为4430亿元和2790亿元，均同比少增超3300亿元以上、占新增社融同比少增的94%以上。人民币贷款方面，根据微观反馈，银行体系流动性充裕，但市场主体（特别是民营企业、居民部门）信心不足、预期偏弱，导致信贷需求疲软。政府债券方面，10月政府债券发行规模再次回落，主要原因是专项债因财政提前发力已基本发行完毕，地方盘活的5000多亿元专项债结存限额在9月也已经基本发行完毕，政府债券发行基本没有剩余空间。

➤ 企业部门信贷继续改善，居民部门信贷进一步收缩

企业部门信贷处于同比多增的状态，略高于市场预期，与稳增长等政策相关。居民部门信贷成为拖累社融的第一大项。10月新冠疫情在全国多个城市反复、以及其他方面的一些不确定因素，影响居民部门消费、投资以及个体工商户的资本开支，进而影响居民部门信贷。实际上，10月CPI同比上涨不及预期，核心CPI中性偏弱，可能也反映出居民部门需求的疲软。

➤ M2增速有所回落，剪刀差走阔

10月M1与M2剪刀差走阔，考虑去年M1低增速的基数效应后，剪刀差或更大。剪刀差的走阔体现市场主体预期的回落。我们预计在通胀回落社融增速整体不及预期的情况下，人民银行或将维持流动性在较宽裕的水平，为经济复苏创造良好的流动性环境——今年年底或者明年年初降准降息仍有一定空间。但更为重要的是，当市场主体信心不足时，通过货币政策、信贷政策刺激经济，犹如“用绳子推车”，所以当前最重要的是提振市场主体的信心和预期。

风险提示：疫情反复超预期，地产修复不及预期，政策效果不及预期。

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《制造业环比增速或见顶 9月PMI数据以及未来经济展望》2022.10.09
- 2、《保教楼的前景》2022.10.09
- 3、《人民币汇率何去何从？——对人民币汇率和政策干预的思考》2022.09.29

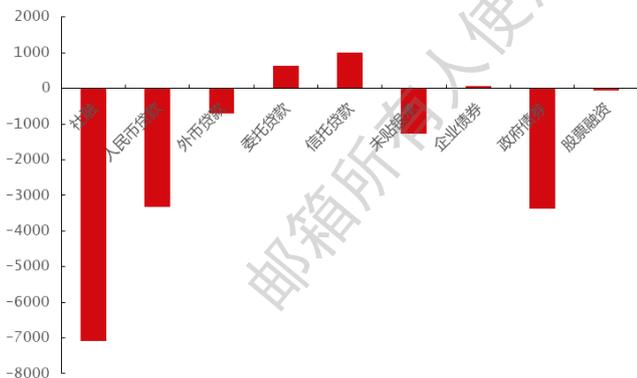
1 10月金融数据情况

11月10日，人民银行发布10月金融数据，社融规模增量为9079亿，比上年同期少7097亿。其中，人民币贷款同比少增3321亿，外币贷款同比多减691亿，委托贷款同比多增643亿，信托贷款同比少减1000亿，未贴现的银行承兑汇票同比多减1271亿，企业债券净融资同比多增64亿，政府债券净融资同比少增3376亿，非金融企业境内股票融资同比少增58亿。除委托贷款、信托贷款外，其余分项均同比走弱。

具体看10月新增人民币贷款，当月新增6152亿（前值2.5万亿）；同比少增2110亿，数据不及市场预期。分项来看，企业部门同比多增贷款1525亿；居民部门同比少增4827亿。企业部门与稳增长发力有关，依然是新增信贷的主要贡献者；居民部门信贷需求下滑态势加剧，且主要由中长期贷款拖累。

10月末，M2余额261.3万亿，同比增长11.8%，增速比9月末低0.3%；M1余额66.2万亿，同比增长5.8%，增速比9月末低0.6%。M2-M1剪刀差略有走阔。

图表 1: 社融及分项同比增量



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: M1、M2 增速剪刀差



来源: Wind, 国联证券研究所

2 社融新增明显不及预期，市场主体信心需要修复

10月新增社融9079亿，同比少增7097亿，大幅低于预期的1.65万亿元。新增社融大部分细项同比走弱，尤其是人民币贷款和政府债券。新增人民币贷款和政府债券分别为4430亿元和2790亿元，均同比少增超3300亿元以上、占新增社融同比少增的94%以上。

人民币贷款方面，根据微观反馈，银行体系流动性充裕，监管部门也要求银行体系增加对实体经济的信贷，但市场主体（特别是民营企业、居民部门）信心不足、预

期偏弱，导致信贷需求疲软。即使银行工作人员上门放贷，也难以得到积极响应。市场主体信心需要修复。

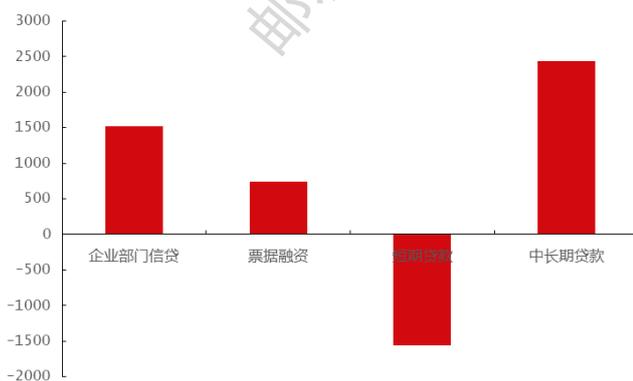
政府债券方面，10月政府债券发行规模再次回落，主要原因是专项债因财政提前发力已基本发行完毕，地方盘活的5000多亿元专项债结存限额在9月也已经基本发行完毕，政府债券发行基本没有剩余空间。

3 企业部门信贷继续改善，居民部门信贷进一步收缩

企业部门信贷处于同比多增的状态，略高于市场预期，与稳增长等政策相关。10月企业信贷同比多增1525亿元，其中短期贷款同比少增1555亿元，中长期贷款同步多增2433亿元。我们认为企业中长期贷款较去年同期明显增长有三方面因素推动：1) 虽然盘活的5000亿元专项债结存限额基本已经在9月发放完毕，但得益于后续的带动作用，以及6000亿政策性银行开发性金融工具持续投向基建领域；2) 9月末起，各大银行加快2000亿元设备更新改造贷款和制造业中长期贷款投放；3) 10月银行负债端继续新增1543亿元抵押补充贷款(PSL)——可能用于“保交楼”和基建。

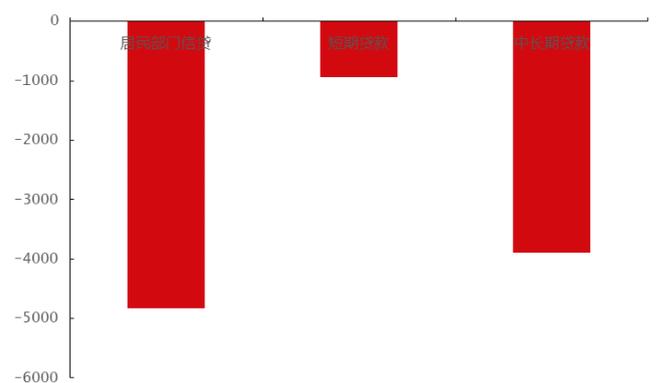
居民部门信贷成为拖累社融的第一大项，短期贷款同比少增938亿元，中长期贷款同比少增3889亿元，不仅连续11个月同比少增，更达到14年以来的同期新低。10月新冠疫情在全国多个城市反复、以及其他方面的一些不确定因素，影响居民部门消费、投资以及个体工商户的资本开支，进而影响居民部门信贷。实际上，10月CPI同比上涨不及预期，核心CPI中性偏弱，可能也反映出居民部门需求的疲软。

图表 3: 企业部门信贷及分项同比增量



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 居民部门信贷及分项同比增量



来源: Wind, 国联证券研究所

4 M2 增速有所回落，剪刀差走阔

10月M2同比增长11.8%，增速比上月末低0.3%。M2增速比上月略低，但市

场流动性仍维持在充裕的范围内、货币供应量仍然充足。10 月份同业拆借加权平均利率为 1.41%，比上年同期低 0.63 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.46%，比上年同期低 0.58 个百分点，也体现了宽松的货币金融环境。

10 月 M1 与 M2 剪刀差走阔，考虑去年 M1 低增速的基数效应后，剪刀差或更大。剪刀差的走阔体现市场主体预期的回落。M1 为现金加活期存款，是居民用于消费、企业用于生产活动的主要货币量；M2 为 M1 加定期存款再加上其他存款。M1-M2 的负剪刀差扩大，表示居民和企业预期收缩，经济活力较弱。目前虽然 M1-M2 的负剪刀差提示了市场主体对经济预期的走弱，但该信号可能由去年 M1 低增速的基数效应而被低估，如何改善市场主体对于经济的预期需要高度重视。

我们预计在通胀回落社融增速整体不及预期的情况下，人民银行或将维持流动性在较宽裕的水平，为经济复苏创造良好的流动性环境——今年年底或者明年年初降准降息仍有一定空间，特别是在美元指数可能已经见顶回落的情况下。监管部门也或将推动银行体系加大对实体经济的信贷支持。但更为重要的是，当市场主体信心不足时，通过货币政策、信贷政策刺激经济，犹如“用绳子推车”，所以当前最重要的是提振市场主体的信心和预期。

5 风险提示

疫情反复超预期，地产修复不及预期，政策效果不及预期。

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_48632

