

证券研究报告 / 宏观数据

## 加杠杆进程趋缓

### ——10月金融数据点评

#### 报告摘要：

10月新增信贷进一步向季节性收敛，边际放缓程度超出市场预期。10月新增人民币贷款6898亿元，同比多增285亿元，预期7943亿元。银行涉房信贷额度收紧、地产销售的边际走弱，导致居民加杠杆速度放缓。10月居民新增短期贷款同比多增272亿元，远低于过去三年同期均值，可能与银行加强房地产经营贷有关。10月居民中长期贷款同比多增472亿元，与10月地产销售增速的高位放缓相一致。企业中长期融资需求表现较好，政策对于套利空间的约束持续显现，加杠杆步伐同步放缓，或与银行对地产开发贷投放收紧有关。10月票据融资持续收缩（同比多减1338亿元）；短期贷款小幅增加（同比多增341亿元）；中长期贷款继续向好，但边际贡献小幅放缓（同比多增1897亿元）。

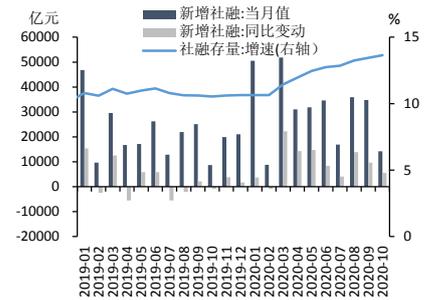
政府债券推动社融增速进一步上行，年内抬升幅度有限，全年社融增速高点基本已现。10月社融存量增速为13.7%，较上月抬升0.2个百分点。结构来看，1）居民和企业部门加杠杆进程趋缓；2）政府债券供给压力逐步缓和，但仍较去年同期多增3060亿元，企业债券发行小幅回暖，股票融资较上月小幅回落；3）非标融资仍在压缩中，同比少减206亿元，收紧幅度仍弱于去年同期。

M2增速较上月末回落0.4个百分点至10.5%，M1增速较上月末明显加快1个百分点至9.1%，二者剪刀差继续收窄。M2增速回落与财政存款回笼流动性、货币派生速度放缓有关。10月财政存款同比多增3499亿元，与当月政府债券发行回笼资金有关，考虑到今年财政支出后移导致四季度财政支出余留空间较大，后续财政投放或将加快。

往后看，随着年内信贷投放接近尾声，居民和企业贷款逐步回归季节性通道，政府债券后续支撑也将逐步放缓，预计全年社融增速高点保持在13.7%附近，11月预计平稳，后续略微放缓，年内社融增速仍处在较高水平。四季度考虑到经济仍在修复通道内，宏观杠杆率大概率趋于平稳。随着经济逐步回归潜在增长区间，明年货币政策存在进一步正常化诉求，但从稳汇率和低通胀的情况来看，货币政策收紧幅度较为可控，预计更多体现为与延期付息、再贷款再贴现等纾困政策的逐步退出。预计明年经历一轮温和“控”杠杆过程，信贷收敛幅度有限，社融增速或将回落至11%附近。

**风险提示：**内需修复放缓，货币政策进一步收紧。

#### 相关数据



#### 相关报告

《年内紧货币概率较低，预计社融增速高位走稳——9月金融数据点评》

-20201011

《信贷增速见顶趋缓，后续社融增速抬升有限——8月金融数据点评》

-20200911

《信用扩张速度放缓，社融增速持续上升动能有限——7月金融数据点评》

-20200811

《下半年信用投放将见缓，但同比表现趋稳——6月金融数据点评》

-20200710

《社融延续高增格局，资金运用效率提升——5月金融数据点评》

-20200612

**证券分析师：沈新风**

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

**研究助理：刘星辰**

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

## 1. 主要数据

10月社会融资规模增量 1.42 万亿元，同比多增 5493 亿元，预期 1.4 万亿元。

10月社融存量 281.28 万亿元，同比增长 13.7%，前值 13.5%。

10月新增人民币贷款 6898 亿元，同比多增 285 亿元，预期 7943 亿元。

10月 M2 货币供应同比 10.5%，前值 10.9%。

10月 M1 货币供应同比 9.1%，前值 8.1%。

10月 M0 货币供应同比 10.4%，前值 11.1%。

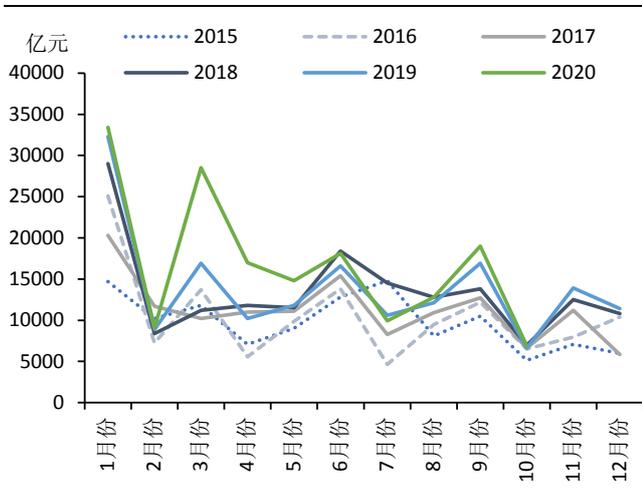
## 2. 居民及企业部门加杠杆进程放缓

10月新增信贷进一步向季节性收敛，边际放缓程度超出市场预期。10月新增人民币贷款 6898 亿元，同比多增 285 亿元，预期 7943 亿元。其中，居民和企业信贷扩张速度均出现一定程度的放缓。

居民端来看，银行涉房信贷额度收紧、地产销售的边际走弱，导致居民加杠杆速度放缓。10月居民新增贷款 4331 亿元，同比多增 121 亿元。其中，居民新增短期贷款同比多增 272 亿元，远低于过去三年同期均值 1000 亿元。考虑到 10月家电、汽车零售表现不弱，消费端的改善或仍在持续。居民短贷的收缩可能与银行加强房地产经营贷有关。同时，居民中长期贷款也出现同步放缓，10月新增 4059 亿元，同比多增 472 亿元，与 10月地产销售增速的高位放缓相一致。

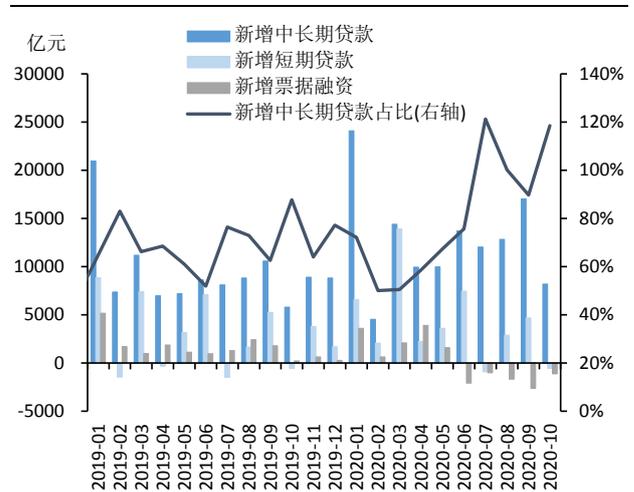
企业端来看，中长期融资需求表现较好，政策对于套利空间的约束持续显现，加杠杆步伐同步放缓。10月企业新增贷款 2335 亿元，同比多增 1073 亿元。分项来看，票据融资持续收缩（同比多减 1338 亿元），拖累企业贷款整体表现；短期贷款小幅增加（同比多增 341 亿元）；中长期贷款继续向好，但边际贡献小幅放缓（同比多增 1897 亿元，上月同比多增近 5000 亿元），或与银行对地产开发贷投放收紧有关。

图 1: 新增人民币贷款的季节性表现



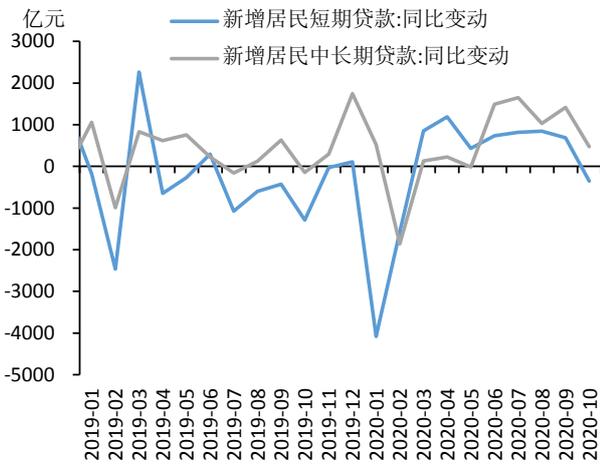
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 新增中长期贷款贡献突出



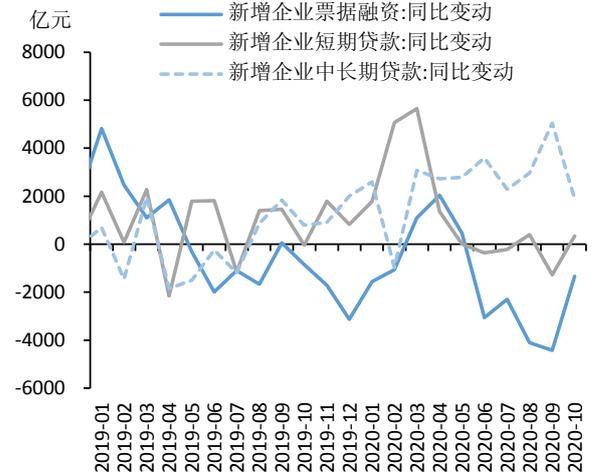
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 新增居民贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 新增企业贷款结构



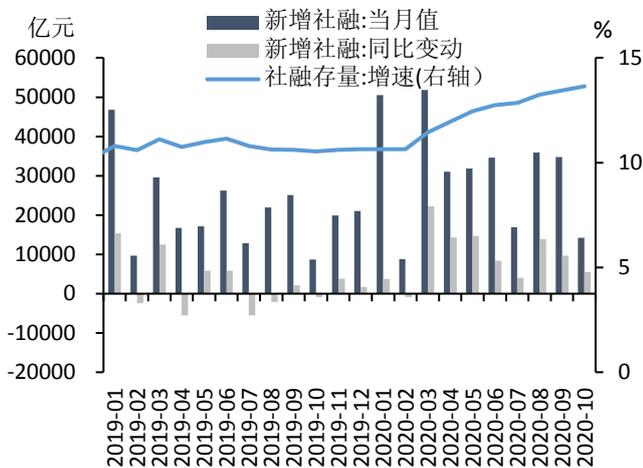
数据来源: 东北证券, Wind

### 3. 政府债券助力社融增速进一步上行, 年内高点基本已现

10月社融存量增速为13.7%，较上月抬升0.2个百分点。10月新增社融1.42万亿，同比多增5493亿元。政府债券推动社融增速进一步上行，年内持续抬升幅度有限，全年社融增速高点基本已现。

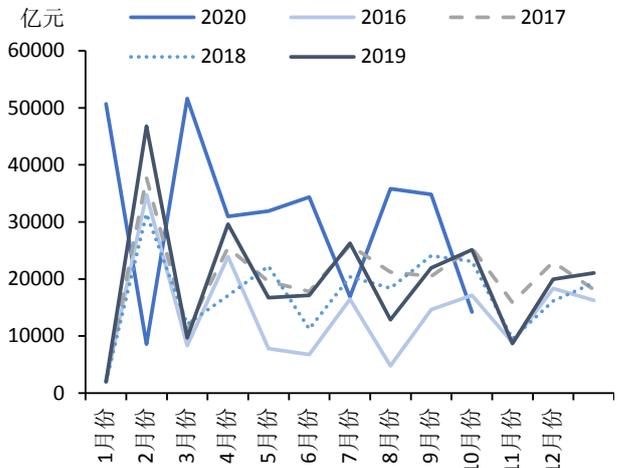
结构来看，1)对实体经济发放的人民币贷款新增6663万亿元，同比多增1193亿元，居民和企业部门加杠杆进程趋缓；2)企业债券发行小幅回暖，当月净融资2522亿元，同比多490亿元，上月为1412亿元；3)政府债券净融资4931亿元，同比多3060亿元，尽管政府债券供给压力逐步缓和，但专项债和国债发行规模仍高于去年同期；4)股票融资较上月小幅回落，当月净融资927亿元，同比多747亿元；5)非标融资-2138亿元，同比少减206亿元。各分项非标规模仍在压缩中，但收紧幅度仍弱于去年同期。具体来看，信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别多减251亿元、36亿元，委托贷款同比少减493亿元。

图 5: 社融增量与社融存量表现



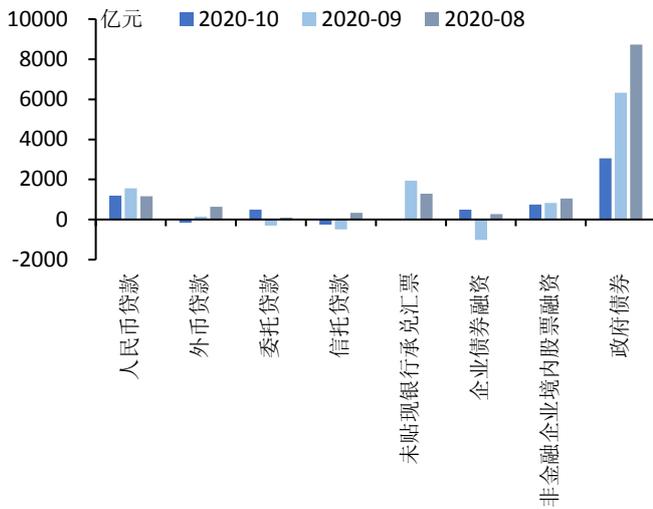
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 社融增量的季节性表现



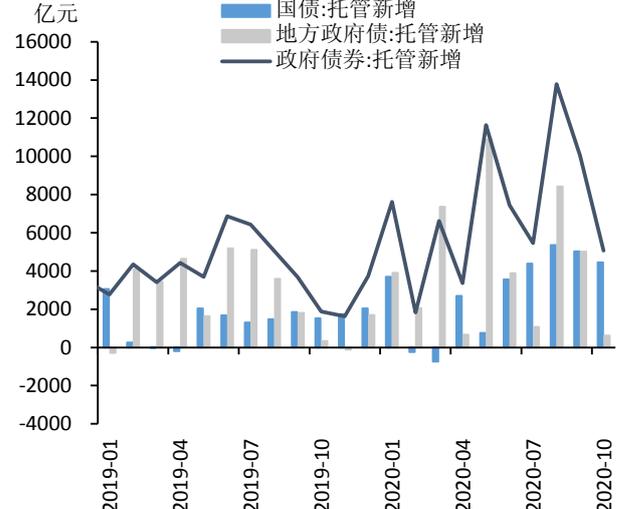
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 新增社融分项同比变动值



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 政府债券托管数据



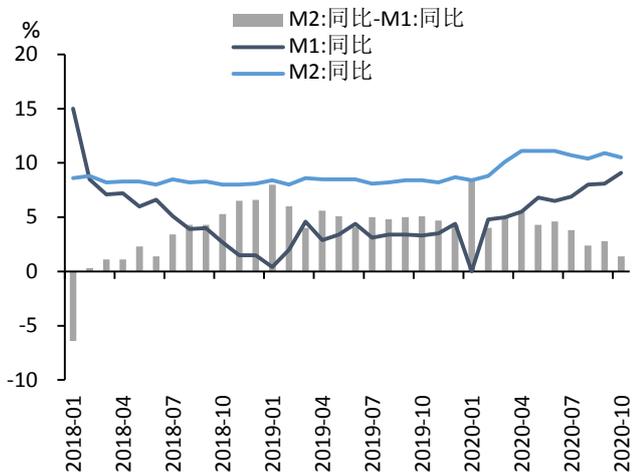
数据来源: 东北证券, Wind

#### 4. 财政回笼、货币派生放缓导致 M2 增速回落

M2 增速回落, M1 增速加快, 二者剪刀差继续收窄。其中, M1 增速较上月末明显加快 1 个百分点至 9.1%, 实体资金运用效率进一步提高。M2 增速较上月末回落 0.4 个百分点至 10.5%, 与财政存款回笼流动性、货币派生速度放缓有关。10 月财政存款同比多增 3499 亿元, 与当月政府债券发行回笼资金有关, 考虑到今年财政支出后移导致四季度财政支出余留空间较大, 后续财政投放或将加快, 银行间流动性或将边际缓和。

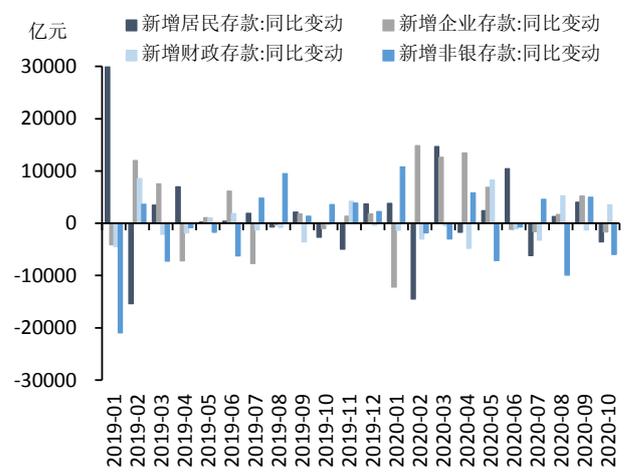
10 月份新增人民币存款-3971 亿元, 同比少增 6343 亿元。其中, 非银存款大幅收紧, 同比少增 5947 亿元, 与避险情绪升温导致资金流出有关; 企业新增存款同比多减 1649 亿元, 居民新增存款同比多减 3557 亿元。

图 9: M2 与 M1 剪刀差小幅走阔



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 新增存款结构同比变动值



数据来源: 东北证券, Wind

## 5. 四季度宏观杠杆率有望趋稳

往后看，随着年内信贷投放接近尾声，居民和企业贷款逐步回归季节性通道，政府债券后续支撑也将逐步放缓，预计全年社融增速高点保持在 13.7% 附近，11 月预计平稳，后续略微放缓，年内社融增速仍处在较高水平。

四季度考虑到经济仍在修复通道内，宏观杠杆率大概率趋于平稳。随着经济逐步回归潜在增长区间，明年货币政策存在进一步正常化诉求，但从稳汇率和低通胀的情况来看，货币政策收紧幅度较为可控，预计更多体现为与延期付息、再贷款再贴现等纾困政策的逐步退出。预计明年经历一轮温和“控”杠杆过程，信贷收敛幅度有限，社融增速或将回落至 11% 附近。

**风险提示：**内需修复放缓，货币政策进一步收紧。

**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\\_1456](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1456)

