

10月金融数据点评

财政政策也在正常化么？

核心摘要：

1、10月新增社融 1.42 万亿，呈季节性下降，相比 8、9 月份的强势程度也有明显减弱。社融存量增速进一步攀升至 13.7%，或为本轮社融增速的顶部。10 月表内融资、政府债券和股票融资均向往年均值回归（后两者仍对社融有较强支撑），而企业债券融资相较三季度有所好转。

2、10月新增人民币贷款 6898 亿，回归到往年平均水平上，贷款存量增速回落 0.1 个百分点，至 12.9%。不同于社融增速在政府债券支持下持续上扬，贷款余额同比 6 月即已见到本轮顶点，已呈现出温和走弱之势。10 月中长期贷款对新增贷款构成了绝对贡献，尤其企业中长期贷款仍显著偏强，体现实体经济融资需求仍在改善。10 月表内与表外票据规模呈现“此涨彼消”，企业开票减少、贴现增加，有融资环境边际收紧的迹象。

3、10月新增人民币存款-3971 亿，显著弱于往年同期，存款余额增速回落 0.4 个百分点至 10.3%。企业和居民部门存款均显著弱于季节性，而财政存款再度显著强于往年同期，这意味着政府债券资金的使用再度放缓。结合近期地方专项债资金用于棚改和土储的比例显著提升来看，亟需疏通政府债券发行向基建投资的传导效率。

4、10月 M1 同比显著攀升 1 个百分点至 9.1%，M2 同比再度回落 0.4 个百分点至 10.5%，二者呈现剪刀差收敛态势。政府债券资金落地基建存在阻滞，再度造成 M2 增速与社融增速的背离；M1 增速攀升则体现实体经济内生动能增强，实体现金流更加充沛。随着经济复苏的推进，M1 与 M2 剪刀差仍将趋于收敛。

5、10月金融数据体现出在中国经济持续复苏背景下，货币政策正常化仍在进行时。经过今年前三季度的大力宽信用后，进入四季度银行贷款额度趋紧，新增贷款回归往年平均水平，且主要向企业和居民中长期贷款倾斜。中国经济持续复苏，带动 M1 增速攀升，企业融资需求继续改善，在寻求贷款之余再度诉诸债券融资。除了货币政策回归常态，财政资金使用进度也颇为迟滞不前。截至目前，今年超过 45%的地方专项债资金又被投入棚改和土储领域，真正的基建项目投资仍然起色不足。考虑到今年财政资金使用进度一直偏慢，今年末到明年初可能会有财政资金滞后到位。展望明年，财政政策正常化应是大概率事件。因此，若后续经济复苏势能发生变化，可以预见响应更加灵活的货币政策仍会“打头阵”，一如今年货币政策“动若脱兔”，之后财政政策续力的情形一样。经济回升与政策后撤的角力，将成为影响未来一段时间资本市场的重要宏观变量。

一、社融常态回归

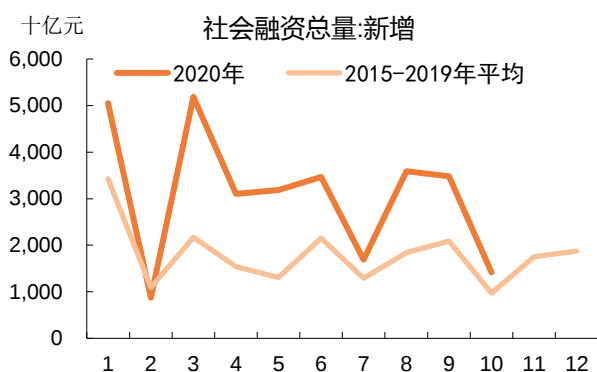
10月新增社融 1.42 万亿，呈季节性下降，相比 8、9 月份强势程度也有明显减弱（图表 1）；社融存量增速进一步攀升 0.2 个百分点，至 13.7%，或为本轮社融增速的顶部（错误未找到引用源。）。10 月表内融资、政府债券和股票融资均向往年均值回归（后两者仍对社融有较强支撑），表外票据融资明显减弱，而企业债券融资相较三季度有所好转（错误未找到引用源。）。

表内融资：10 月社融口径新增人民币贷款 6663 万亿，回到往年同期水准；新增外币贷款-175 亿，较上月略微回升。

表外融资：10 月新增委托贷款-174 亿，延续温和收缩状态；新增信托贷款-875 亿，较上月略有回升，信托行业风险暴露仍对信托贷款构成压制；新增未贴现承兑汇票-1089 亿，降至近年来同期平均水平，而今年 5-9 月表外票据融资显著强于往年同期（错误未找到引用源。）。

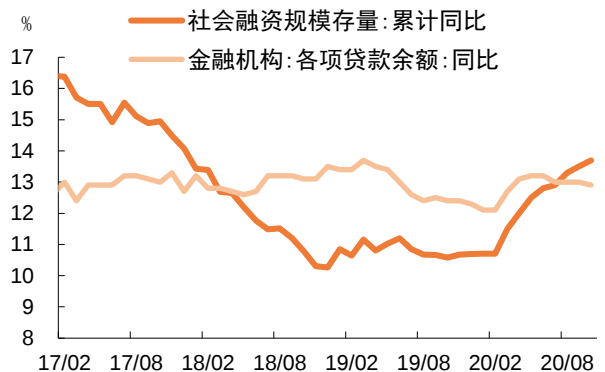
直接融资：10 月新增企业债券融资 2522 亿，较上月有较明显回升。债券融资相比 7-9 月有所好转，目前已超额完成“公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”的任务；非金融企业股票融资 927 亿，从高位连续第二个月回落；政府债券融资 4931 万亿，延续高位回落态势，但增量依然明显高于往年同期。根据今年“两会”部署，今年政府债券融资将达到 8.43 万亿（包括地方债 4.73 万亿、国债 3.78 万亿），前 10 月实现新增融资 7.22 万亿，后续 2 个月还剩 1.21 万亿，仍将支持社融增速维持在高位。

图表1 10月新增社融规模向常态回归



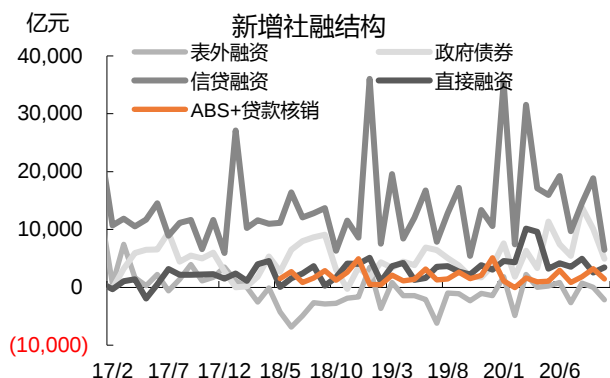
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 10月社融存量增速或达本轮顶点



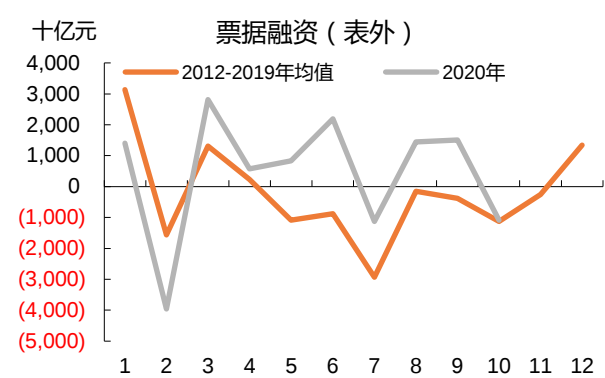
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 10月政府债券和直接融资仍对社融构成支持



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 10月表外票据融资显著减弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

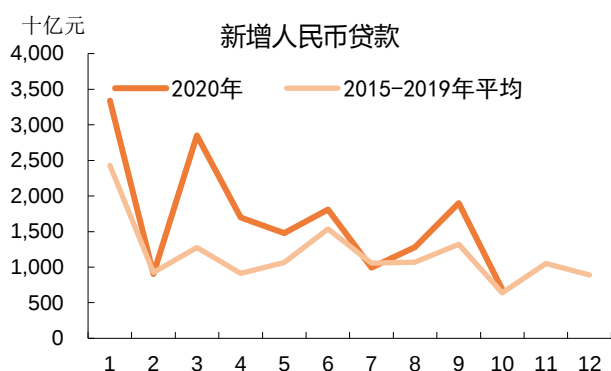
二、信贷面临紧约束

10月新增人民币贷款 6898 亿，回归到往年平均水平上（图表 5），贷款存量增速回落 0.1 个百分点，至 12.9%。不同于社融增速在政府债券支持下持续上扬，贷款余额同比 6 月即见到了本轮顶点，已呈现出温和走弱之势。10 月中长期贷款对新增贷款构成了绝对贡献（图表 6），尤其企业中长期贷款显著偏强，实体融资需求仍然较强。

新增居民短期贷款 272 亿，显著下滑至弱于往年同期；新增居民中长期贷款 4059 亿，仍强于往年同期，但强势程度明显弱于 6-9 月（图表 7）。

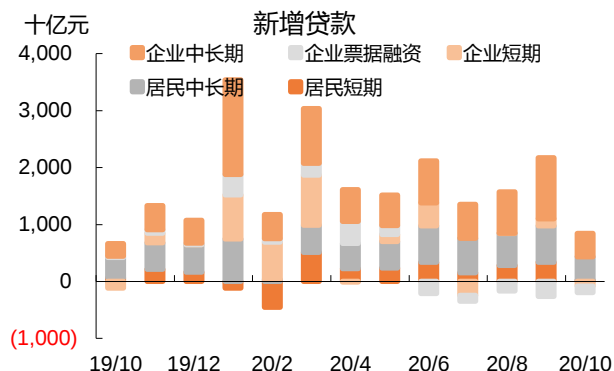
新增企业短期贷款 -837 亿，呈正常季节性回落；新增企业中长期贷款 4113 亿，仍然明显强于往年同期，反映信贷结构较好，实体融资需求强劲（图表 8）；新增票据融资 -1124 亿，相比上月降幅明显收窄，但仍然显著弱于往年同期。10 月表内与表外票据规模呈现“此涨彼消”，企业开票减少、贴现增加，有融资环境边际收紧的迹象。合并表外与表内来看，目前票据融资仍然较弱，资金空转套利问题得到有效遏制。

图表 5 10 月新增人民币贷款回归往年均值



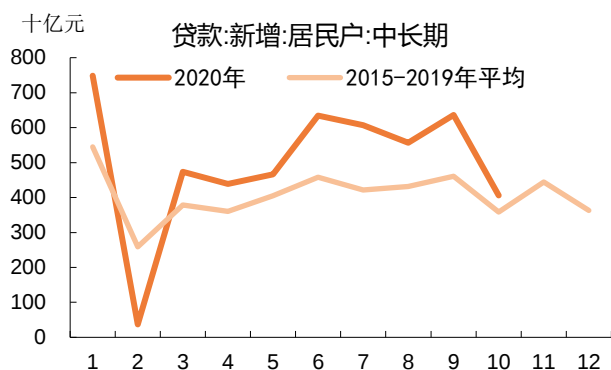
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 6 10 月中长期贷款占绝对主导



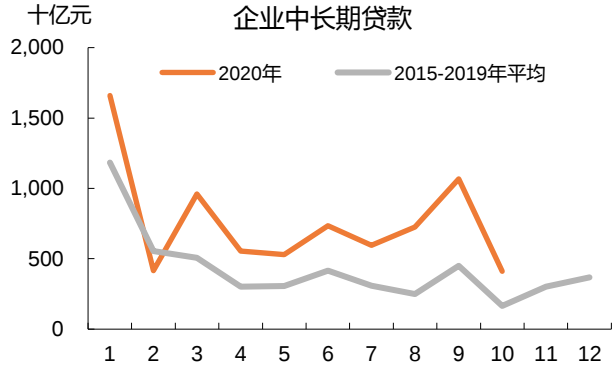
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 7 10 月新增居民中长期贷款出现明显走弱



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 8 10 月新增企业中长期贷款依然显著强于季节性



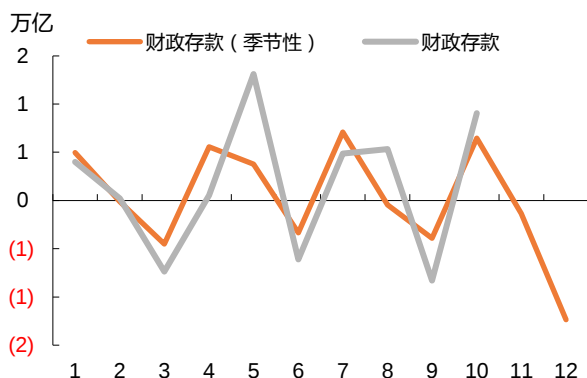
资料来源: wind, 平安证券研究所

三、M1 与 M2 剪刀差收敛

10月新增人民币存款-3971亿，显著弱于往年同期，存款余额增速回落0.4个百分点，至10.3%。企业和居民部门存款均显著弱于季节性，而财政存款再度显著强于往年同期（图表9），这意味着政府债券资金的使用再度放缓。结合近期地方专项债资金用于棚改和土储的比例显著提升来看，亟需疏通政府债券发行向基建投资的传导效率。非银行金融机构存款符合季节性规律，股市持续震荡，资金入市趋势仍不明显。

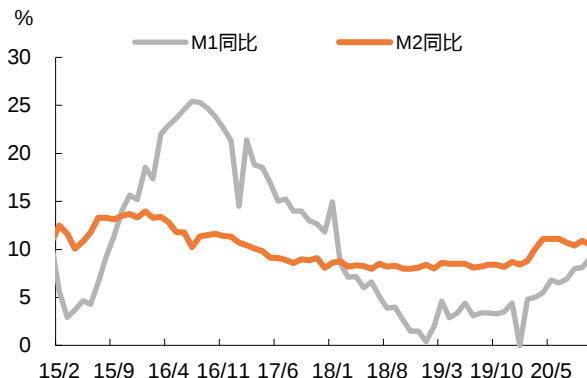
10月M1同比显著攀升1个百分点，至9.1%，M2同比再度回落0.4个百分点，至10.5%，二者呈现剪刀差收敛态势（图表10）。政府债券资金落地基建存在阻滞，在很大程度上造成了M2增速与社融增速的背离；M1增速攀升体现实体经济内生动能增强，经济活跃程度在提升。随着中国经济复苏的推进，预计M1与M2剪刀差仍有进一步收敛的空间。

图表9 10月财政存款再度多增



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 10月M1同比加速抬升



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_1482

