

宽信用的梦想与现实

报告日期: 2021-11-11

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？》2021-11-09
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI 触底了吗？价格传导如何？》2021-11-11

主要观点:

● **事件:** 10月新增人民币贷款 8262 亿，预期 7378 亿，前值 1.66 万亿；新增社融 1.59 万亿，预期 1.58 万亿，前值 2.9 万亿；M2 同比 8.7%，预期 8.4%，前值 8.3%。

● **10月金融数据有什么特点？总量高、结构差、按揭松、地产弱。**

1、信贷: 10月新增贷款 8262 万亿，较去年同期多增 1364 万亿，较 2019 年同期多增 1649 万亿，贷款余额同比持平前值的 11.9%，总体看总量高。但结构仍差，表现为企业票据和短贷高，长贷差。具体看：

1) 居民端: 居民短贷增加 426 万亿，较去年同期多增 154 万亿，反映消费稳定修复，与汽车消费小幅改善相印证（10月乘用车销量两年复合同比降幅收窄）；居民中长贷新增 4221 万亿，较去年同期多增 162 万亿，与近期央行对按揭贷款边际放松有关。根据央行统计，2021 年 10 月末，个人住房贷款余额 37.7 万亿元，当月增加 3481 亿元，较 9 月多增 1013 亿元。

2) 企业端: 表内票据增加 1160 亿元，同比多增 2284 亿元；企业短贷减少 288 亿元，同比少减 549 亿元；企业中长贷增加 2190 亿元，同比少增 1923 亿元。一方面，票据和短贷高增可能更多体现为政策意志，而融资需求偏弱。一般来说，票据和短贷多用于中小企业融资，10 月中国企业经营状况指数(BCI)、BCI 企业销售前瞻指数、BCI 企业投资前瞻指数分别较前值回落 2.9、5.6、2.9 个百分点至 51.6、69.1、65.9，显示中小企业景气度趋于回落。与此同时融资回升，两者的背离，反映票据和短贷可能更多体现了政策的稳增长意图。另一方面，企业中长贷走弱与房地产和制造业偏弱有关：一是受房地产融资收紧等影响，房地产景气回落，虽近期政策试图缓和开发贷收紧趋势，但银行风险偏好仍低，开发贷增长乏力。二是 10 月制造业 PMI 延续走弱，三季度贷款需求指数回落 2.2 个百分点，银行家宏观经济热度指数大幅回落 7.3 个百分点，10 月通胀数据显示 PPI 向 CPI 传导仍有限，表明下游企业盈利受成本压制的情况尚未实质性缓解，制造业资本开支意愿仍不足，对贷款的需求也偏弱。

2、社融: 社融主要受政府融资支撑，存量增速仍在筑底。10 月新增社会融资规模 1.59 万亿，同比多增 1971 亿元，较 2019 年同期多增 7220 亿元。结构拆分看，社融主支撑在于新增人民币贷款和政府债券；信托等表外融资、企业债券、股票融资均低于去年同期。因此，总体看，10 月社融主要靠政府债券托底，但其实也并非政府债券发行量巨大，而是因为与去年发行节奏错位，导致同比多增量较多，事实上完成全年目标仍有压力。10 月政府债券净融资 6167 亿元，同比多增 1236 亿元，1-10 月累计新增 5 万亿，较全年目标 7 万亿仍差 2 万亿，意味着 11 月专项债发行压力较大，且也可能会预留一部分至明年发完。10 月社融存量同比持平前值的 10%，剔除政府债券的社融存量同比持平前值的 9.3%，信用仍在筑底。

3、存款: 实体差，非银高，政府存款多、支出弱。

10 月 M1 同比回落 0.9 个百分点至 2.8%，M2 同比回升 0.4 个百分点至 8.7%。其中：M1 同比回落主因房地产销售增速回落，10 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 25.5%（9 月为下滑 30%），较 2019 年同期下滑 18.7%（9 月为下滑 22.4%）。M2 同比回升主因贷款增速仍较高，对存款产生派生。存款端，季度考核结束，季初居民和企业存款通常回流非银存款，但是同比来看，居民存款同比少增 2531 亿元，企业存款同比小幅多增 2921 亿元，非银机构存款同比大幅多增 9482 亿元，除去季节性因素外，10 月居民和企业存款仍大幅向非银存款转移。此外，财政存款增加 1.11 万亿，同比多增 2050 万亿，与缴税增加财政收入和财政支出偏弱有关。

● **货币、信用后续会怎么走？**

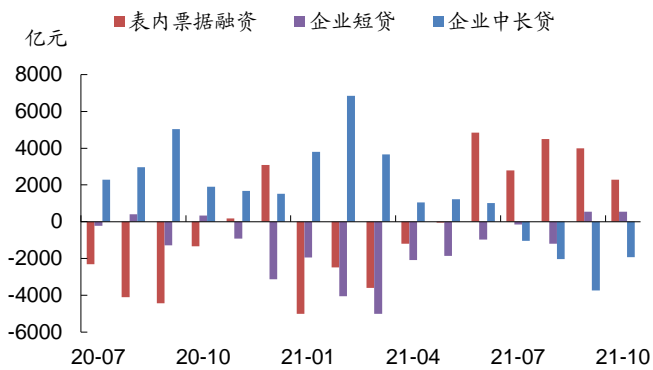
1、货币政策维持稳健: 我们维持报告《五问碳减排支持工具，对大类资产有何影响？》中的观点，即央行将灵活运用 MLF、OMO 等方式维持流动性平稳，并运用 3000 亿元支小再贷款、碳减排支持工具进行结构性降成本，精准加大对小微企业、绿色、科技、新经济等重点领域的支持力度。此外，把握好房地产调控力度，在“房住不炒”基调下进行边际调整和纠偏。对于市场期待的降准，后续仍有一定空间，但在碳减排工具推出后，近期降准紧迫性下降。

2、对信用企稳应谨慎乐观: 我们预计信用宽松幅度有限，后续可能只是“微宽”。地产收紧对于社融中的企业中长贷、非标等均是拖累；绿色、制造业、小微企业能够承接的信用较为有限，且当下制造业、小微企业景气并不高，绿色经济体量有限，信用或“宽之无门”，至年底社融存量增速可能仅会回升至 10.5% 以下。展望明年，维持报告《转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》中的观点，即考虑明年名义 GDP 同比较今年回落，赤字率和专项债规模可能收缩，预计明年信贷、社融、M2 同比较 2021 年继续回落，其中社融存量同比回落 1 个百分点左右（即落在 9%-10% 之间）。最大不确定性仍在地产，目前新开工等地产数据全线下行，考虑到地产风险，预计未来开发贷和个贷将继续边际放松，以缓解地产企业融资压力，确保存量项目的完工，也将对社融形成一定支撑。

● **风险提示**

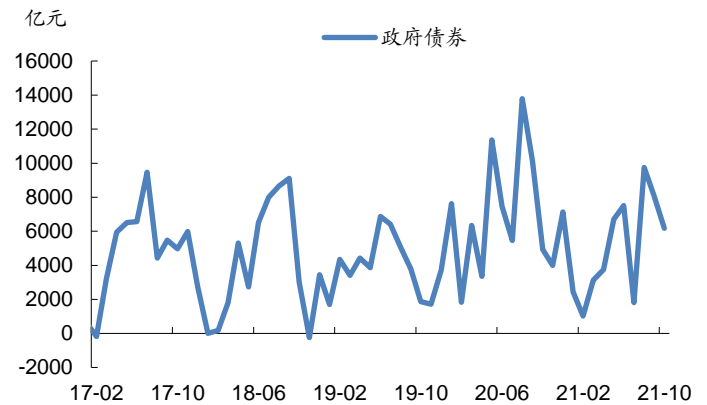
货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 企业中长贷同比少增



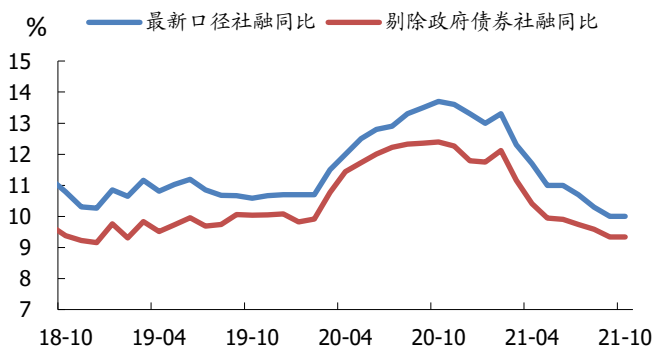
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 政府债券融资是 10 月社融的主支撑



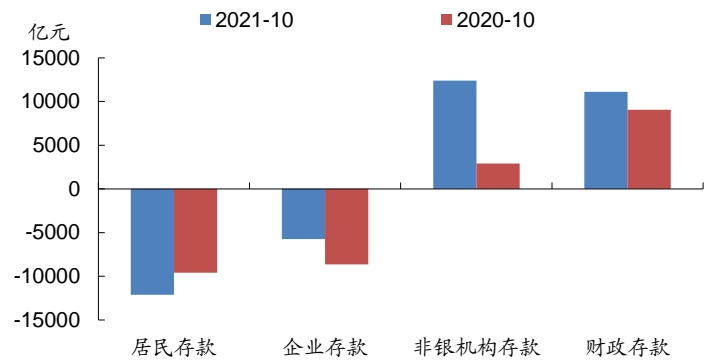
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 社融存量同比维持平稳



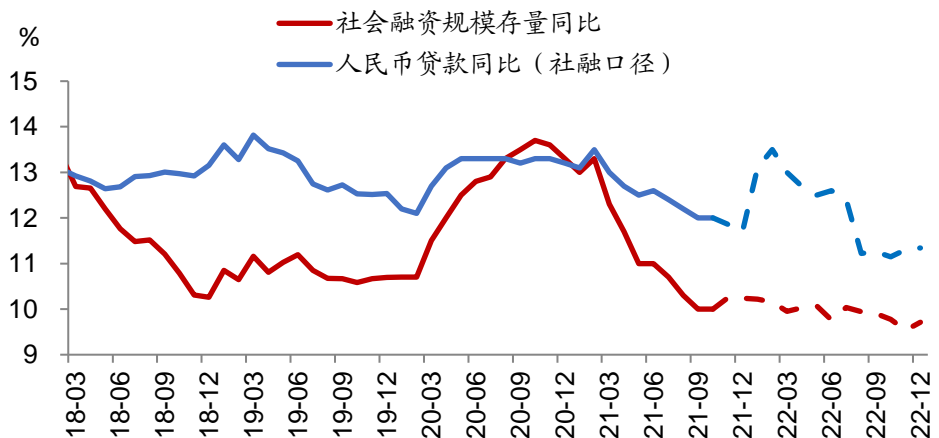
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 10 月居民和企业存款向非银机构转移



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 信贷、社融同比增速预测



资料来源: WIND, 华安证券研究所 注: 图中虚线代表预测值

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

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_29276

