

社融止跌 结构小幅修复

——10月金融数据点评


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

2021年11月10日

10月新增社会融资总额1.59万亿（前值2.9万亿），较去年同期多增1700亿元。社融存量同比增长10%（前值10%），持平上月。M2同比增长8.7%（前值8.3%），增速较去年同期低1.8个百分点，M1同比增长3.7%（前值4.2%），年初至今连续9个月回落。

- 10月社融同比止跌，持平上月。人民币贷款、政府债券同比多增明显，非标末期继续收敛。其中人民币贷款增加7752亿，同比多增1089亿。未贴现承兑汇票同比少减203亿元。政府债券当月值为6167亿，财政发行环比小幅回落（前值8066亿），同比多增1236亿元，共同支撑社融同比多增，非标融资继续收敛，信托融资同比多减186亿元，对社融多减拖累。
- M1、M2分歧仍在，M2增速继续向上，M1增速继续回落。10月份M2同比增速继续由8.3%小幅上行至8.7%，M1同比增速由3.7%小幅下行至2.8%。
- 结构上，企业和居民贷款小幅改善，但相比去年同期，除企业中长期贷外，其他分项均小幅回升。其中企业中长期贷同比继续4个月少增反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。居民中长期贷小幅回升，多地政策的微调下，居民融资端多转为观望，居民中长期贷小幅回升，大框架下房地产投资及相关融资趋势向下，但以不触发系统性风险为限，后续政策仍有望继续加码将明年上半年计划投放的部分贷款或将提前到今年下半年投放以此对冲信贷失速风险，稳预期管理，助力房地产市场软着陆。

预计后续社融、M2增速震荡回稳，后续或将回升但结构性宽信用的环境下幅度不宜预期过高，年内社融11%左右为限。可能的上行拉动是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度以及房地产调控或有微放松，不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软。

- 企业中长期贷同比继续少增或反映了海外供给端修复进行中出口谨慎预期下生产扩张趋缓，这点在PMI新订单中也有所印证。制造业端，工业企业利润受到上游成本挤压较为明显，制造业投资谨慎性仍高。边际上看，随中小企业政策对融资环境的继续倾斜、订单回升推动盈利预期修复中小企业经营或有所改善。后续会结构性宽信用的主要发力点，但通胀高位掣肘政策宽松空间（具体可参考《宽信用能实现么：——复盘信用周期》）。
- 地产端，中长期看房地产投资下行，但地产作为经济总量中最重要的分项过快收敛可能触发系统性风险，后续政策上的对地产相关信贷及新开工或有边际放松仅不改政策定调，且在跨周期框架内，稳预期管理，以时间换空间，避免系统性风险（如多房企爆雷，多城市房价下跌超预期）。
- 基建端，随高基数效应减弱及政治局会议提到积极的财政政策要“提升效能”，推动今年底明年初形成实物工作量的拉动下，地方政府专项债下半年将加速，对社融增速提供支撑。

风险提示：货币政策过紧、经济修复不及预期、信用风险。

2021年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

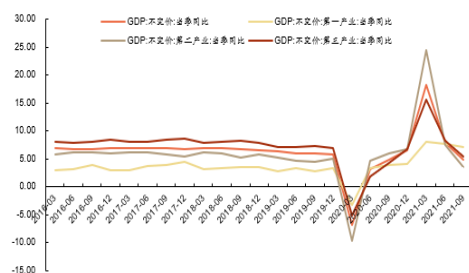
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《投资端压力初现：9月经济数据点评》2021-10-18
- 2、《PPI继续新高 4季度或难缓解 CPI小幅回落：9月通胀数据点评》2021-10-14
- 3、《社融继续磨底：9月金融数据点评》2021-10-14
- 4、《宽信用能实现么：——复盘信用周期》2021-10-11
- 5、《经济数据全面放缓：8月经济数据点评》2021-09-16

证券研究报告

CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 10月金融数据拐点或现.....	4
1.1 社融同比止跌 M2 同比继续上升	4
1.2 结构上小幅改善 居民端同比小幅回升 企业中长期贷继续少增	4

图表目录

图 1： 社融、M1、M2 增速.....	4
图 2： 企业与居民贷款结构	5

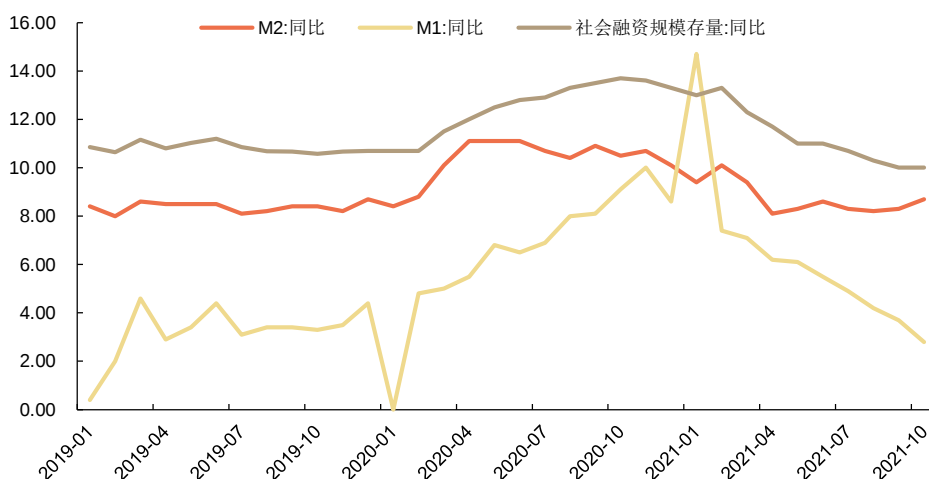
1. 10月金融数据拐点或现

1.1 社融同比止跌 M2 同比继续上升

10月新增社会融资总额 1.59 万亿（前值 2.9 万亿），较去年同期多增 1700 亿元。社融存量同比增长 10%（前值 10%），持平上月。M2 同比增长 8.7%（前值 8.3%），增速较去年同期低 1.8 个百分点，M1 同比增长 3.7%（前值 4.2%），年初至今连续 9 个月回落。

- ◆ **10月社融同比止跌，持平上月。**人民币贷款、政府债券同比多增明显，非标末期继续收敛。其中人民币贷款增加 7752 亿，同比多增 1089 亿。未贴现承兑汇票同比少减 203 亿元。政府债券当月值为 6167 亿，财政发行环比小幅回落（前值 8066 亿），同比多增 1236 亿元，共同支撑社融同比多增，非标融资继续收敛，信托融资同比多减 186 亿元，对社融多减拖累。
- ◆ **M2 增速继续向上，M1 增速继续回落。**10 月份 M2 同比增速继续由 8.3% 小幅上行至 8.7%，M1 同比增速由 3.7% 小幅下行至 2.8%。

图1：社融、M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 结构上小幅改善 居民端同比小幅回升 企业中长期贷继续少增

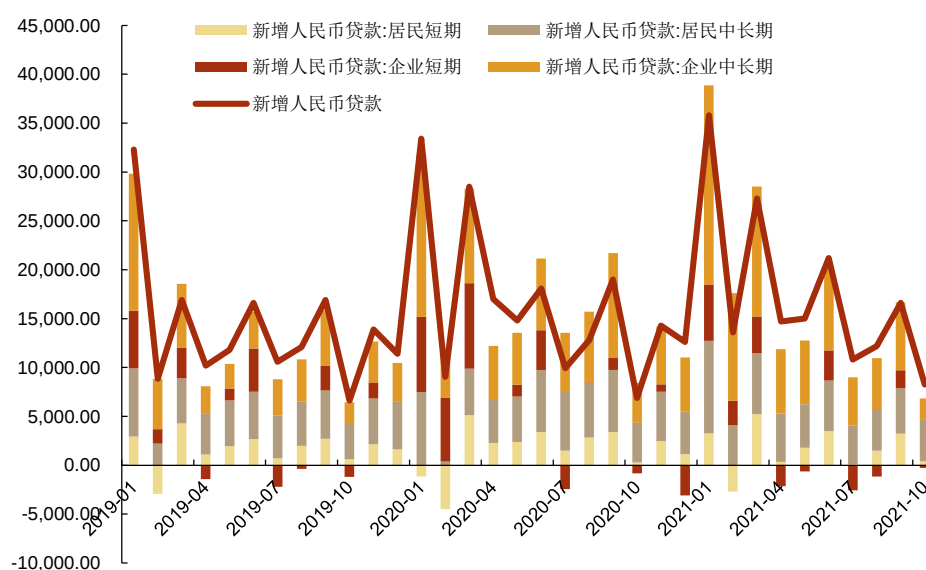
结构上，企业和居民贷款小幅改善，但相比去年同期，除企业中长期贷外，其他分项均小幅回升。相比去年同期，除企业中长期贷款继续回落外，企业短贷、居民短期、中长期贷款均小幅回升，其中企业中长贷同比继续 4 个月少增反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。居民中长期贷小幅回升，多地政策的微调下，居民融资端多转为观望，居民中长期贷小幅回升，大框架下房地产投资及相关融资趋势向下，但以不触发系统性风险为限，后续政策仍有望继续加码将明年上半年计划投放的部分贷款或将提前到今年下半年投放以此对冲信贷失速风险，稳预期管理，助力房地产市场软着陆。

- ◆ **10月，企业中长贷同比继续少增，较9月环比回落，结构上，企业中长期贷同比连续4个月少增。**10月，新增企业短期贷款-288 亿元，同比多增 549 亿元。新

增企业中长期贷款 2190 亿，同比少增 1923 亿，作为实体融资需求的代表，企业中长期贷款同比连续 4 个月少增反映当前上游材料涨价、企业现金流周转难度加大的情况下仍对实体融资需求有所制约。

- ◆ **居民贷款中长期贷款、短期贷款同比均小幅回升。**居民部门贷款增加 4647 亿，同比多增 316 亿。其中居民短期贷款较去年同期同比多增 154 亿，中长期贷款较去年同期同比多增 162 亿。多地政策的微调下，居民融资端多转为观望，居民中长期贷款小幅回升，大框架下房地产投资及相关融资趋势向下，但以不触发系统性风险为限，后续政策仍有望继续加码将明年上半年计划投放的部分贷款或将提前到今年下半年投放以此对冲信贷失速风险，稳预期管理，助力房地产市场软着陆。

图2：企业与居民贷款结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计后续社融、M2 增速震荡回稳，后续或将回升但结构性宽信用的环境下幅度不宜预期过高，年内社融 11% 左右为限。可能的上行拉动是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度以及房地产调控或有微放松，不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软。

- ◆ 企业中长贷同比继续少增或反映了海外供给端修复进行中出口谨慎预期下生产扩张趋缓，这点在 PMI 新订单中也有所印证。制造业端，工业企业利润受到上游成本挤压较为明显，制造业投资谨慎性仍高。
- ◆ 边际上看，随中小型企业政策对融资环境的继续倾斜、订单回升推动盈利预期修复中小企业经营或有所改善。后续会结构性宽信用的主要发力点，但通胀高位掣肘政策宽松空间（具体可参考《宽信用能实现么：——复盘信用周期》）。
- ◆ 地产端，中长期看房地产投资下行，但地产作为经济总量中最重要的分项过快收敛可能触发系统性风险，后续政策上的对地产相关信贷及新开工或有边际放松仅不改政策定调，且在跨周期框架内，稳预期管理，以时间换空间，避免系统性风险（如多房企爆雷，多城市房价下跌超预期）。
- ◆ 基建端，随高基数效应减弱及政治局会议提到积极的财政政策要“提升效能”，推动今年底明年年初形成实物工作量的拉动下，地方政府专项债下半年将加速，对社

融增速提供支撑。

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_29278

