

下游需求低迷 需要超预期的货币政策

2022 年 10 月金融数据点评

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

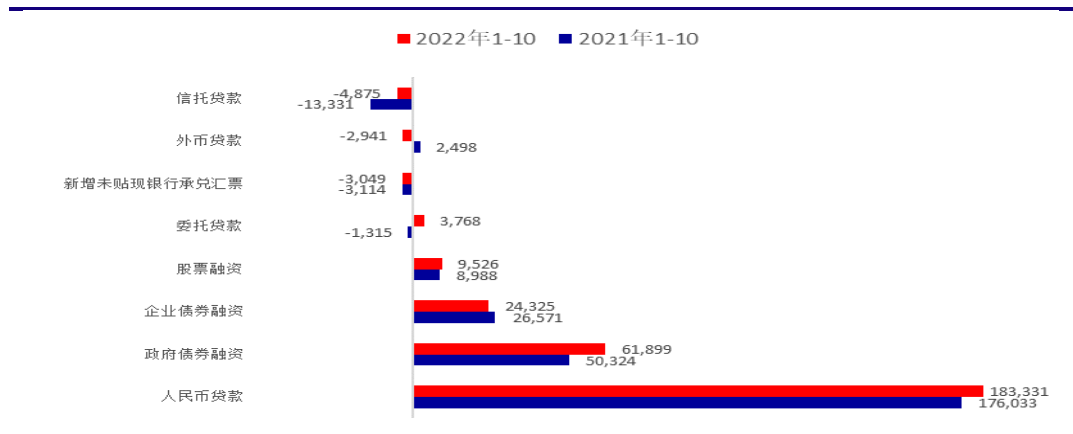
- **社会融资回落** 10 月份社融总体数量环比下行，贷款比 9 月份大幅回落，主要是居民和企业短贷，银行承兑汇票回落，企业债券融资上行。对比 9 月份情况来说，实体经济仍然显得较为弱势，融资需求回落：(1) 9 月份的贷款一定程度上占用了 10 月份的额度；(2) 企业贷款意愿不强，加上 10 月份缴税，企业短贷回落；(3) 居民消费意愿低迷，居民短贷和短贷均大幅下滑；(4) 政策层面稳增长措施继续进行，新增政策性银行金融债等支持房地产和基建资金下放，企业长债融资继续上行；(5) 10 月份的政府证券的发行拖累了社会融资。
- **社会融资在 4 季度继续上行** 整体来说社会融资超预期下行是经济持续走弱的表现，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷全年的增长。10 月份社融总量下滑下，企业中长期贷款仍然上行，政策层面以及金融机构对于经济的支持仍然在发挥作用，而下游需求低迷的情况需要政策进一步的放松和支持。预计 2022 年全年新增社融约 32 万亿，即社融存量同比增速约在 10.4% 左右，那么新增社融全年增速约在 8.0% 左右
- **企业长贷继续上行，居民仍然较弱** 2022 年 10 月份新增信贷增速回落，居民信贷全线走弱，企业短期贷款回落，长期贷款增速继续回升。疫情封控影响房地产需求和居民消费需求，居民长期贷款仍然较弱。企业贷款结构继续改善，企业中长期贷款上行，说明：(1) 稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2) 稳信贷措施在逐步起作用。
- **社融和 M2 匹配度显示宽松持续** 10 月份央行货币操作平稳，M1 和 M2 增速同时回落。M2 回落于存款下滑相关，10 月份缴税使得企业存款下滑，居民偿还短贷幅度上行也使得存款下降。10 月份 M1 显示企业资金状况下滑，宽信用对企业的推动仍然需要持续。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和 M2 的比例本月稍有回升，说明实体经济的金融状况稍有紧张。
- **需要超预期的货币政策才能提振经济** 2021 年 10 月份经济回落，封控影响了经济运行，政策层面的稳增长政策仍然在持续发力。货币宽松政策已经在持续进行，鉴于美联储仍然在加息进程中，央行继续下调利率的难度仍然较大。

我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 2023 年上半年。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，鉴于疫情封控仍处于不确定的状态，高频数据并没有好转。我国现阶段信贷投放的难点在于企业和居民的贷款意愿降低，对经济前景缺乏信心，在经济和信心低迷的情况下，超预期的政策才能奏效。

一、社会融资回落

2022 年 10 月份社会融资规模 0.90 万亿，预期 1.6 万亿，同比减少 7,097 亿。10 月份新增贷款 6,152 亿，预期 8,000 亿。1-10 月份社融增速下滑，影子银行增速回落，政府债券发行处于低位，企业债券发行回升。

图 1：1-10 月份社会融资总量（亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1-10 月份社融同比下滑的主要原因在于人民币贷款、银行承兑汇票以及政府融资的走低。1-10 月份社会融资总额 28.7 万亿，比去年同期上行 8.8%，新增信贷 18.3 万亿，同比上行 4.1%。1-10 月份政府债券融资达到 6.18 万亿，同比增长 23.0%；企业债券融资 2.43 万亿。

10 月份社融总体数量环比下行，贷款比 9 月份大幅回落，主要是居民和企业短贷，银行承兑汇票回落，企业债券融资上行。对比 9 月份情况来说，实体经济仍然显得较为弱势，融资需求回落：（1）9 月份的贷款一定程度上占用了 10 月份的额度；（2）企业贷款意愿不强，加上 10 月份缴税，企业资金继续下滑；（3）居民消费意愿低迷；（4）政策层面稳增长措施继续进行，新增政策性银行金融债等支持房地产和基建资金下放，企业长债融资继续上行。

10 月份的政府证券的发行拖累了社会融资的上升。政府信贷是发行节奏变化带来了同比的变化，总体来看，1-10 月份的政府债券融资仍然大幅增长。

整体来说社会融资超预期下行是经济持续走弱的表现，我国金融机构在下游需求较弱的环境下努力完成信贷全年的增长。10 月份社融总量下滑下，企业中长期贷款仍然上行，政策层面以及金融机构对于经济的支持仍然在发挥作用，而下游需求低迷的情况需要政策进一步的放松和支持。

图 2：社融增速上行（%）

图 3：社融各部门变化（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

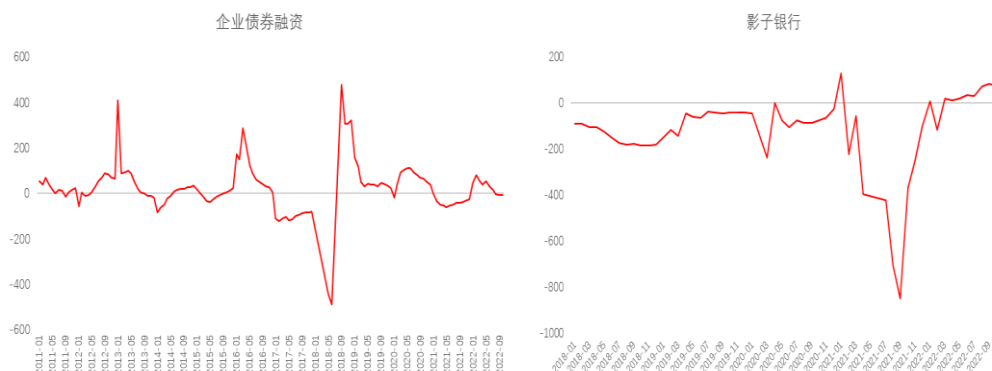
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

10 月份新增贷款规模大幅下行, 经济仍然弱势。贷款总体水平已经超出去年, 但下游需求仍然弱势, 这种弱势主要表现在: (1) 居民长期贷款在各地地方政府鼓励房地产消费的情况保持在较低的水平上; (2) 企业和居民收入下降后, 对未来收入增长缺乏足够的信心, 从而使得负债消费动力匮乏; (3) 房地产信贷限制虽然在改善, 但速度较慢, 房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行, 预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

鉴于央行对经济增长的支持, 2022 年全年新增社融约 32 万亿, 即社融存量同比增速约在 10.4% 左右, 那么新增社融全年增速约在 8.0% 左右。

图 4: 企业债融资持续弱势 (%)

图 5: 影子银行贷款增速回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、企业长贷继续上行, 居民仍然较弱

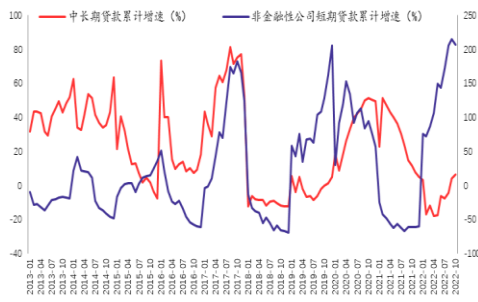
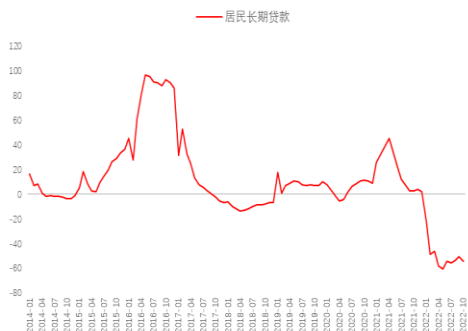
2022 年 10 月份新增信贷增速回落, 居民信贷全线走弱, 企业短期贷款回落, 长期贷款增速继续回升。疫情封控影响房地产需求和居民消费需求, 居民长期贷款仍然较弱。企业贷款结构继续改善, 企业中长期贷款上行, 说明: (1) 稳增长措施下企业借贷难度减弱; (2) 稳信贷措施在逐步起作用。

从居民信贷来看, 10 月份居民长贷新增 332 亿元, 居民长贷大幅低于去年同期水平, 疫情防控影响房地产消费, 居民本身的消费意愿低迷。10 月份居民长短贷款增速继续下滑, 短期贷款和长期贷款增速均处于负增长, 居民消费整体仍然弱势。1-10 月份居民贷款增速 -54.2%, 其中长期贷款 -54.2%, 短期贷款 -37.9%。

从企业信贷来看，1-10 月份企业中长期贷款增速继续回升，短期贷款增速回落。10 月份企业贷款增长超过去年，主要是长期贷款带来的。央行对于实体经济信贷继续大力支持，宽松的金融环境仍然存在。企业长贷恢复是稳增长措施的结果，预计长期贷款可能会继续小幅恢复。

图 6：居民长期贷款回落 (%)

图 7：企业贷款回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、社融和 M2 匹配度显示宽松持续

10 月份央行货币操作平稳，M1 和 M2 增速同时回落。M1 显示企业资金紧张程度，10 月份企业资金同比下滑，但是总量比上个月减少 2435 亿元。存款在 10 月份下行带动了 M2 回落，M2 减少 1.37 万亿，其中居民和企业存款减少 1.68 万。10 月份 M1 增速为 5.8%，比上月下行 0.6 个百分点，M2 增速 11.8%，比上月下行 0.3 个百分点。

M2 回落于存款下滑相关，10 月份缴税使得企业存款下滑，居民偿还短贷幅度上行也使得存款下降。10 月份 M1 显示企业资金状况下滑，宽信用对企业的推动仍然需要持续。

我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和 M2 的比例本月稍有回升，说明实体经济的面临金融状况稍有紧张。

图 8：M1、M2 增速回落 (%)

图 9：社融/M2 回升 (%)



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_48610

