



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1 月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2 月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3 月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4 月份货币信贷数据点评》

《社融增速或现高点、三季度末或开始下行——6 月货币信贷数据点评》

《流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力——7 月央行公开市场操作点评》

《总量货币政策宽松或已有限——二季度货币政策执行报告点评》

货币政策的“财政”色彩愈加鲜明 ——10 月份货币信贷数据点评

投资要点:

● 2022 年 10 月份金融统计数据概览:

2022 年 11 月 10 日, 央行公布 10 月份金融统计数据:

(1) 社会融资规模: 10 月份新增社会融资规模 9079 亿元, 同比少增 7097 亿元。截至 10 月底, 社融存量增速同比增长 10.30%, 环比回落 0.3 个百分点。

(2) 信贷增长: 10 月份金融机构口径新增人民币贷款 6152 亿元, 同比少增 2110 亿元。截至 10 月底, 金融机构各项贷款余额同比增长 11.10%, 环比回落 0.1 个百分点。

(3) 货币供应: 10 月底 M2 同比增长 11.80%, 环比下降 0.3 个百分点, 同比抬升 3.1 个百分点; M1 同比增长 5.8%, 环比下降 0.6 个百分点, 同比抬升 3 个百分点。

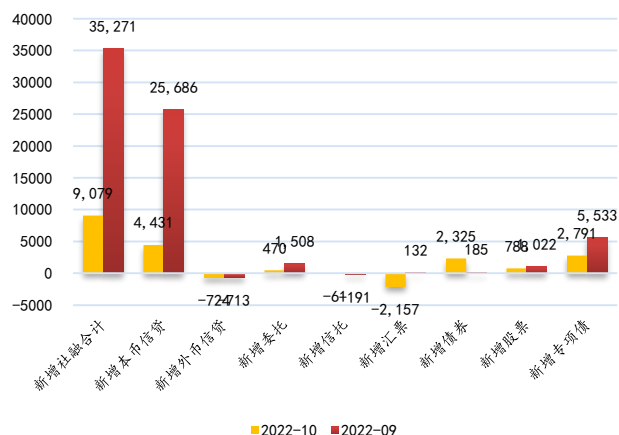
(4) 从流动性环境看, M2-M1 剪刀差收窄至 9 月份的 5.70% 之后重新扩张至 6.0 个百分点。

● **新增社融和信贷带有鲜明的“财政”特点。**从社融结构来看: (1) 财政政策发力体现在新增政府债券融资方面、今年重新启用的政策性金融工具的投放部分体现在“委托贷款”方面。“政府债券融资”同比少增 3376 亿元, 当月新增仅有 2791 亿元, 成为拖累社融的主要因素, 或与 8 月底国常会动用的 5000 多亿地方政府专项债结余限额发行滞后有关; “委托贷款”在经过 8 月和 9 月新增 3200 多亿之后, 10 月份陷入沉寂, 表明政策性金融工具基本投放使用完毕。(2) 新增人民币贷款低于季节性, 同比少增 3321 亿元, 或与 10 月份疫情反复扰动生产秩序有关。

● **经济内生性融资需求疲弱、专项再贷款或是推动中长期贷款增长的主因。**(1) 居民贷款同比少增 4827 亿元, 表征按揭贷款的中长期贷款同比少增 3889 亿元, 短期贷款同比少增 938 亿元。降息对房贷利率下调的引导作用、对居民部门加杠杆的刺激效应还没有显现。(2) 非金融企业部门贷款同比多增 1525 亿元, 票据融资同比多增 745 亿元、表征投资意愿的中长期信贷同比多增 2433 亿元。企业部门中长期信贷需求三季度以来持续保持稳步的同比多增势头, 8 月和 9 月企业部门中长期贷款回升的原因或是 6000 亿元政策性金融工具投放撬动配套信贷投放, 那么 10 月份中长期贷款同比多增或体现出设备改造更新专项再贷款的刺激作用。但是从居民部门、企业部门债券融资需求来看, 经济内生性融资需求继续疲弱。

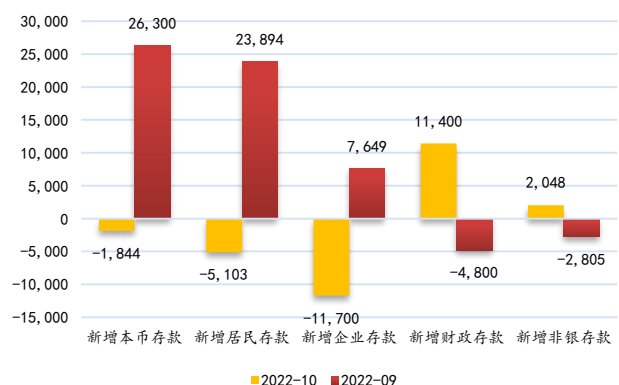
- **货币政策：效应观察期或继续保持观望。**今年以来社融和信贷增长呈现“一个月好、一个月差”的高波动状态，其背后固然有地产风险尚未出清、财政主导基建投资的经济结构背景，但是今年以来货币政策呈现的重要特点是带有鲜明的“财政”属性，在流动性传导层次中“绕过”商业银行体系直插实体部门，二季度至三季度表现为通过上缴利润配合财政实施留抵退税、进入四季度以来除了政策性金融开发工具之外，新增制造业设备改造更新再贷款等专项工具也带有鲜明的“政策偏好”，当货币政策的“货币”属性减弱、“财政”属性凸显之时，货币政策本身表征的信用周期变化就愈加不明显，而这一特征或将继续贯彻至年底。但是由于 8 月份“降息”还未传导至存量贷款，政策效应还未显现，预计本月总量货币政策继续保持观望，“降息”和“降准”的概率均较低。
- **市场：狭义流动性的拐点或已经过去、收益率曲线或继续趋于平坦**
我们在专题报告《狭义流动性的拐点或已到来》中提及，财政因素对流动性的支撑或在四季度之后逐渐消退、商业银行获取准备金的机会成本重新回到货币市场利率上来时，“流动性周期”对货币市场利差的上行引导作用就自然增强。在货币政策渐渐主导流动性供给之后，如果 11 月至 12 月人民银行“降准”、继续释放准备金补充流动性，那么 DR007 和超储利率利差的回升趋势或被抑制；如果 11 月至 12 月“降准”缺位，货币市场利差和利率绝对值或延续回升态势。从金融统计数据反馈的信息来看，狭义流动性在回归货币政策主导之后，资金供需最宽松的时候已经过去，而在总量政策暂时观望的情况下，资金利率继续向“利率走廊”中枢回归，同业存单等短端资产收益率或延续上行，中长端利率则在经济复苏和信用扩张基础不稳固的情况下保持平稳，带动收益率曲线或继续趋于平坦化。
- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**（1）重点城市疫情形势发展超预期；（2）货币政策效应低于预期；（3）美联储加息等外部风险增大。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：非金融企业部门内生融资需求低迷

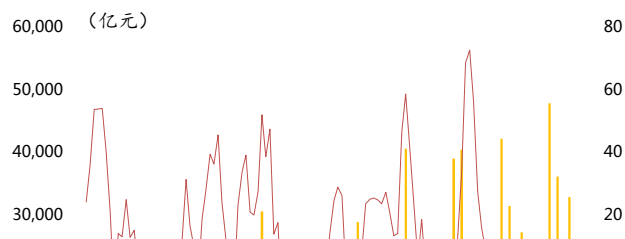
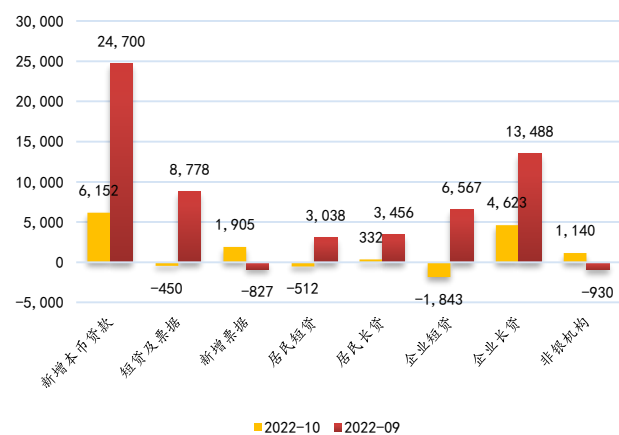
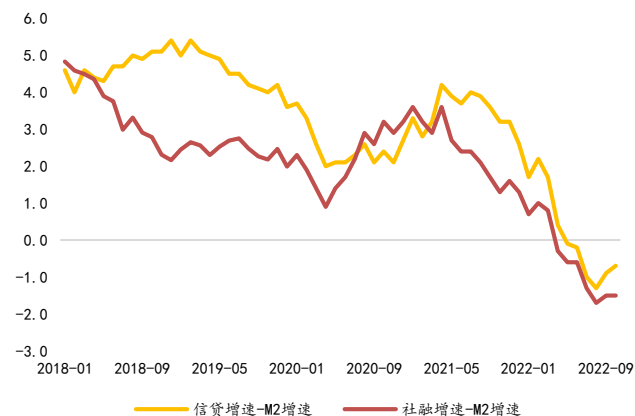


图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



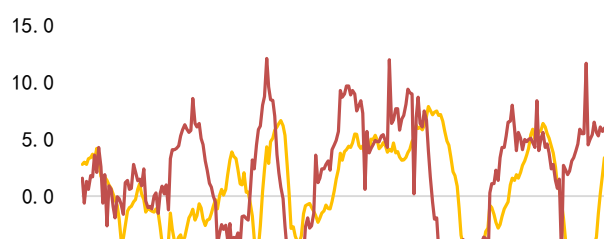
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：CPI-PPI 剪刀差与 M2-M1 剪刀差继续收敛（单位：%）



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_48626

