



张瑜 10 月金融数据点评：货币宽松有了期待的条件



意见领袖 | 张瑜

事项

2022 年 10 月，新增社融 9079 亿元（前值 3.53 万亿），新增人民币贷款 6152 亿（前值 2.47 万亿）。社融存量同比增长 10.3%（前值 10.6%），M2 同比增长 11.8%（前值 12.1%），M1 同比增长 5.8%（前值 6.4%）。



主要观点

当下社融反应了什么现状？

首先是信用驱动层面，我们强调“社融已从过去的自动挡更换为当下的手动挡”。过去的信用扩张逻辑分为三步，1、货币政策宽松，2、居民

加杠杆推动房地产，政府加杠杆刺激基建；3、地产基建投资带动上下游产业链，进而企业信用得以扩张。然而当下的困境在于，房地产本轮不再作为刺激经济的手段，因此过往的双轮驱动变成了基建的独木难支。在此背景下，居民的信贷更多体现为与普惠金融领域相关的经营贷款，企业的贷款则更多流向基建、制造业、小微、绿色等政策鼓励的领域。剔除居民和企业贷款的剩余部分则主要是表征政府逆周期调节力度的政府债。社融已经从过去的三步曲转变为现在的政策填充。具体参考《信用扩张从“自动挡”到“手动挡”》。

其次针对社融数据，我们强调“社融迎来高波动时代”。社融一个月超预期，下一个月低于预期的情景在未来一段时间可能还会反复出现。其中超预期缘自当月稳增长政策的发力，而低于预期则发生在稳增长政策减缓的观察期。具体参考《高基建搭配低地产下的“高波动”社融——2022年9月金融数据点评》。

第三是未来央行的货币政策有望更为宽松，政策利率调降值得更多期待。社融数据映射出当下积极投资主体仅有政府和国企。在这样的宏观背景下，政府要承担的责任更多，但由于土地收入的回落等原因收入要受到抑制。常态下的“以收定支”策略难以满足当下政府对经济的支撑效用。因此未来我们预计央行会予以更多地配合。一方面创新更多的类似于设备更新改造专项再贷款的结构性工具予以支持，另一方面也会采用较低的利率政策助力政府债务滚续。此外当下工业企业利润同比为负叠加 MLF 到期

量加大也预示央行降息降准概率加大，不过时点层面难以预测。总而言之，当全球仍做加息交易的背景下，央行降息窗口被压缩的较小。但如果全球暂停加息交易，那么央行见缝插针降息概率边际提高。详见《静等：降息降准——2022 年 8 月金融数据点评》。

2023 年社融如何判断？

基准情境下，2023 年社融同比增速预计 9.5%，较今年有所下滑。若想社融同比回到 10%，需要货币政策较大的调整或发力。

居民信贷预计较今年同比少增 2000 亿。居民消费贷款的差缘自地产和疫情的拖累，明年疫情扩散的情况和地产修复的力度将是影响消费信贷的关键；而居民经营贷款的强来自普惠金融政策的推动。明年居民信贷若要同比回正，疫情拖累明显好转、地产预期显著改善、普惠金融支持加码三者至少需要实现其一。

预计企业中长期贷款同比多增 3000 亿，短贷和票据融资同比少增 7000 亿。中长期贷款缘自政策推动，基准假设明年针对基建和制造业的贷款支持力度与今年持平。短期贷款和票据融资回落缘自历史规律，过去几轮企业短期贷款+票据融资仅有近一年做到 6.2 万亿，之前三轮均在 4.5 万亿左右。企业贷款实现更大突破需要政策性金融工具进一步加大或结构性货币政策的更多进一步出台。

政府债券预计同比少增 2000 亿。我们预计财政的支持力度较今年相

对较弱。财政力度加大一般来自于三大诉求：目标诉求、中美竞速诉求、就业稳定底线诉求；2022 年是三者皆有的财政发力超级大年，2023 年面临的目标诉求、中美竞速诉求或将弱化。

风险提示：货币政策超预期，疫情扩散超预期

报告目录

一、10 月社融的分析框架？	4
二、如何判断 2023 年社融增速？	6
（一）居民贷款：预计 2023 年居民贷款同比或仍将负增	6
（二）企业贷款：政策力度决定了企业贷款能否抬升	6
（三）其他部分：政府债是主要推动因素	7
三、10 月数据：企业中长期贷款的一枝独秀	7
（一）信贷：企业中长期贷款的一枝独秀	7
（二）社融：增长主要是政府发力	8
（三）存款：M1 同比相较于 M2 仍然过低	8

报告正文

—

10 月社融的分析框架？

对于 10 月社融的观察来看，我们认为有三个层面值得重点关注：

首先是信用驱动层面，我们强调“社融已从过去的自动挡更换为当下的手动挡”。过去的十年，国内每一轮的信用扩张均离不开地产和基建投

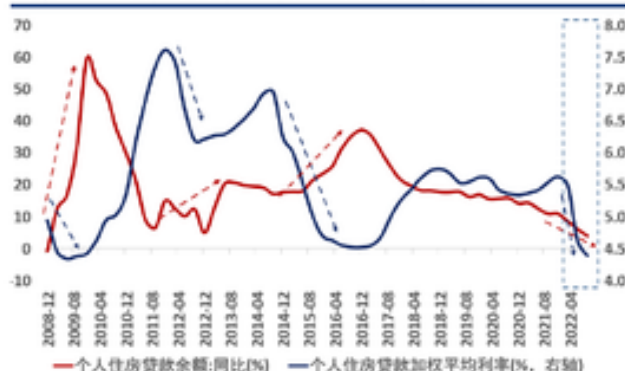
资的推动。整体的信用扩张逻辑体现为第一步货币政策宽松，第二步居民加杠杆推动房地产，政府加杠杆刺激基建；第三步地产基建投资带动上下游产业链，进而企业信用得以扩张。然而当下的困境在于，房地产本轮不再作为刺激经济的手段，因此过往的双轮驱动变成了基建的独木难支。在此背景下，居民的信贷更多体现为与普惠金融领域相关的经营贷款，企业的贷款则更多流向基建、制造业、小微、绿色等政策鼓励的领域。剔除居民和企业贷款的剩余部分则主要是表征政府逆周期调节力度的政府债。社融已经从过去的三步曲转变为现在的政策填充。具体参考《信用扩张从“自动挡”到“手动挡”》。

图表 1 历史来看，先有逆周期投资，再有信用扩张



资料来源: wind, 华创证券

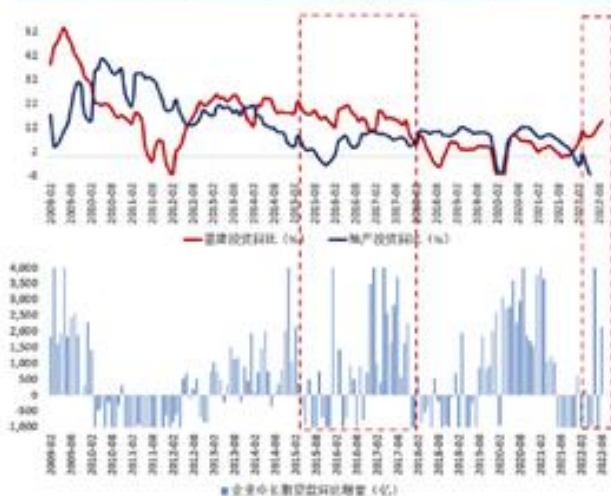
图表 2 同样的利率下降，不同的信贷走势



资料来源: wind, 华创证券

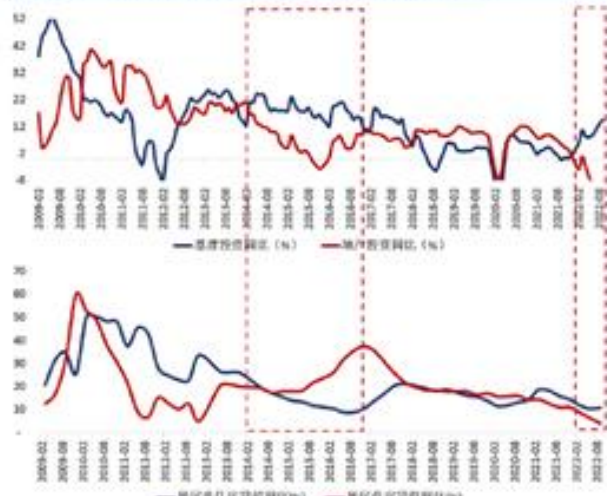
其次是数据统计层面，我们强调“社融迎来高波动时代”。我们认为社融一个月超预期，下一个月低于预期的情景在未来一段时间还会反复出现。其中超预期缘自当月稳增长政策的发力，而低于预期则发生在稳增长政策减缓的观察期。具体参考《高基建搭配低地产下的“高波动”社融——2022年9月金融数据点评》。

图表 3 政府投资发力为主，企业信贷高波动



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 政府投资发力为主，居民信贷靠地产

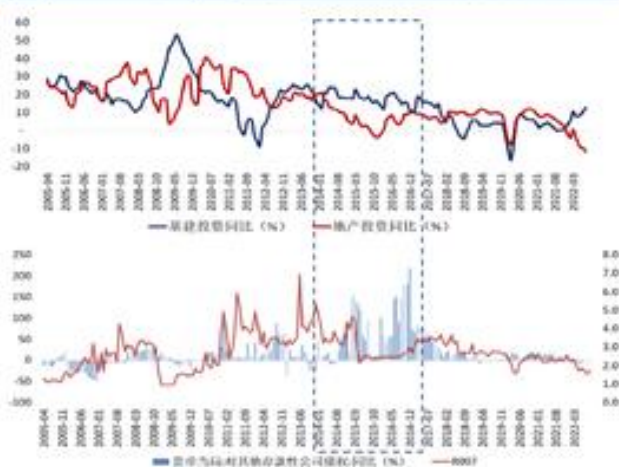


资料来源: wind, 华创证券

最后，未来央行的货币政策有望更为宽松，政策利率调降值得更多期待。整体而言，从社融反应的经济现状是，积极投资主体仅有政府和国企。在这样的宏观背景下，政府一方面承担的责任更多，另一方面由于土地收入的回落等原因收入要受到抑制。常态下的“以收定支”策略难以满足当下政府对经济的支撑效用。因此未来我们预计央行会予以更多地配合。一方面创新更多的类似于设备更新改造专项再贷款的结构性工具予以支撑，另一方面也会采用较为宽松货币政策助力政府债务滚续。回顾 08~09 年以及 14~16 年的政府投资主导的时代，政策利率下行的幅度相对更大，银行间利率维持低位的时间也相对更长。

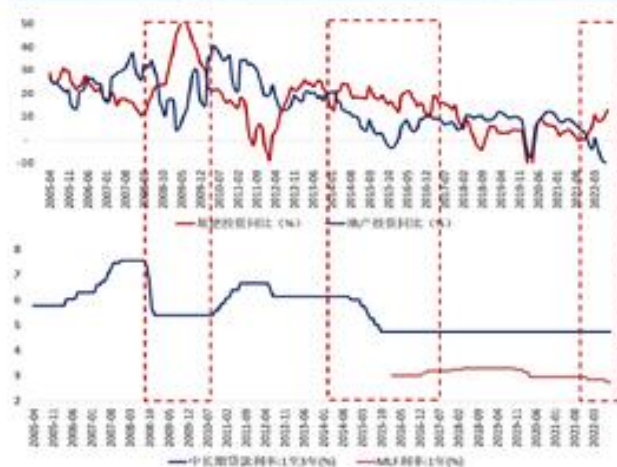
此外当下工业企业利润为负叠加 MLF 到期量加大也预示央行降息降准概率加大，不过时点层面难以预测。总而言之，当全球仍做加息交易的背景下，央行降息窗口较小。但如果全球暂停加息交易，那么央行见缝插针降息概率提高。详见《静等：降息降准——2022 年 8 月金融数据点评》。

图表 5 政府投资发力期间，银行间利率维持低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 6 政府投资发力期间，央行降息幅度更大



资料来源: wind, 华创证券

二

如何判断 2023 年社融增速？

对于 2023 年社融的判断，我们分别从居民贷款，企业贷款以及社融的其他部分等三个方面进行展望。

(一) 居民贷款：预计 2023 年居民贷款同比或仍将负增

针对居民贷款的预测，我们分为三个部分。居民住房贷款，居民非住房消费贷款和居民经营贷款。

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_48696

