

社融低预期、居民端拖累一半

事件：

11月10日，央行公布10月货币金融数据：新增人民币贷款6152亿元、预期8242亿元、同比少增2110亿元；新增社融9079亿、预期1.65万亿元、同比减少7097亿元，社融存量增速10.3%、较上月回落0.3个百分点；M2同比增速11.8%、较上月回落0.3个百分点。

■ 社融低预期、主因居民贷款拖累，企业贷款结构延续改善、持续性还待跟踪
 新增社融大幅低预期，受贷款和政府债券拖累明显。10月，新增社融9079亿元、同比少增7097亿元、低于市场预期的1.65万亿元；存量增速10.3%、较上月回落0.3个百分点，代表企业中长期资金来源的有效社融增速较上月回升0.3个百分点至9.7%。分项中，新增人民币贷款和政府债券同比均少增3300亿元以上、占新增社融同比少增的94%以上，直接融资、非标融资与去年同期相当。

贷款低预期有脉冲因素影响，但更多受居民端拖累。10月，新增信贷6152亿元、同比少增2110亿元，与季末贷款高增后回落有一定关系。同时，居民端贷款拖累也非常明显，或缘于预期偏弱、疫情阶段性扰动等。单月居民贷款转负、同比少增超4800亿元，尤其是中长贷、单月新增仅332亿元、同比降幅扩大至3890亿元，创14年来同期新低；短贷表现也较弱，单月新增转负至-512亿元。

企业端贷款结构延续改善、或与稳增长加力等因素有关。10月，新增企业贷款4680亿元左右、同比增加1600亿元以上，其中，企业中长贷同比翻番至4620亿元，或与政策性金融工具使用、政策性银行贷款释放等因素有关；短贷转负至-1840亿元左右、同比多减1500亿元以上，票据冲量再现、同比多增745亿元。

重申观点：地产相关融资约束或压制总量弹性，政策性、开发性金融工具使用，政策性银行贷款释放等，带动企业端融资结构延续改善，持续性还待跟踪（详情参见《社融超预期，能持续吗？》、《结构已有好转迹象》）。

■ 常规跟踪：社融低预期，居民贷款低迷、企业贷款结构改善，M1、M2回落

社融低预期主因贷款和政府债券拖累。10月，新增社融9079亿元，人民币贷款同比少增3321亿元至4431亿元，政府债券同比少增3376亿元至2791亿元，企业债券和股票融资变化不大，同比分别多增64亿元和少增58亿元，委托贷款、信托贷款和表外票据同比分别多增643亿元、1000亿元和少增1271亿元。

信贷分项中，企业端延续改善、居民端依旧拖累。10月，新增信贷同比少增2110亿元至6152亿元。企业中长贷同比多增2433亿元至4623亿元，企业短贷同比降幅扩大至-1843亿元，票据同比多增745亿元至1905亿元；居民中长贷同比少增3889亿元至332亿元，居民短贷新增-512亿元、去年同期426亿元。

M1、M2双双回落。10月，M1同比较上月回落0.6个百分点至5.8%，或与地产销售较差、企业活化动力较弱等有关；M2同比11.8%、较上月回落0.3个百分点，与基数有一定关系。存款分项中，居民、企业存款分别多增和少增7000亿元和6000亿元左右，非银存款大幅减少超万亿元，财政存款同比大体相当。

风险提示：政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、社融低预期、居民贷款拖累一半.....	3
2、货币金融数据常规跟踪.....	4
3、风险提示:	6

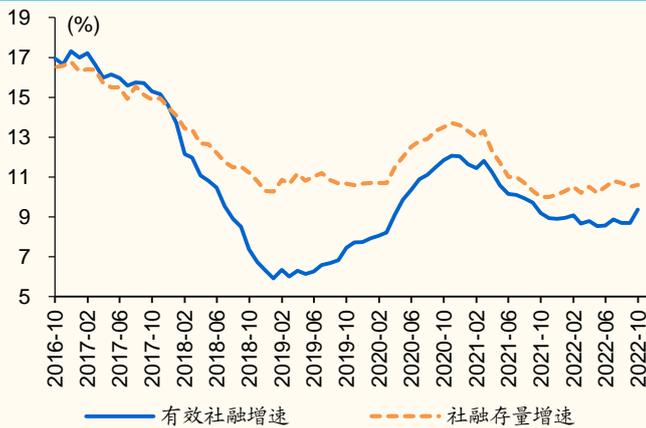
图表目录

图表 1: 社融增速回落, 有效社融增速回升.....	3
图表 2: 社融分项中, 人民币贷款和政府债券拖累明显.....	3
图表 3: 跨季后, 贷款冲高回落.....	3
图表 4: 信贷结构中, 居民端拖累明显.....	3
图表 5: 地产销售依然低于季节性.....	4
图表 6: 10月新增居民中长贷大幅低于往年同期.....	4
图表 7: 10月, 新增企业中长贷同比翻番.....	4
图表 8: 企业贷款结构延续改善.....	4
图表 9: 10月, 社融分项数据情况(亿元).....	5
图表 10: 10月, 信贷分项数据情况(亿元).....	5
图表 11: 10月, M1、M2 双双回落.....	6
图表 12: 居民存款同比少减、非银同比大幅减少.....	6

1、社融低预期、居民端拖累一半

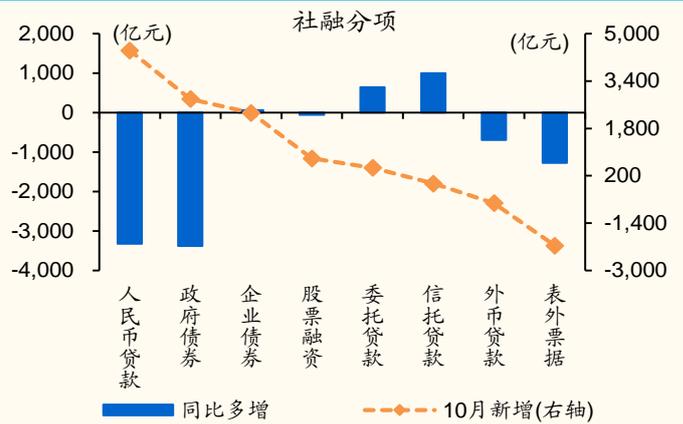
社融大幅低预期，受贷款和政府债券拖累明显。10月，新增社融 9079 亿元、同比少增 7097 亿元、低于市场预期的 1.65 万亿元；存量增速 10.3%、较上月回落 0.3 个百分点，代表企业中长期资金来源的有效社融增速较上月回升 0.3 个百分点至 9.7%。分项中，新增人民币贷款和政府债券同比均少增 3300 亿元以上，占新增社融同比少增的 94%以上，直接融资、非标融资与去年同期相当。

图表 1：社融增速回落，有效社融增速回升



来源：Wind、国金证券研究所

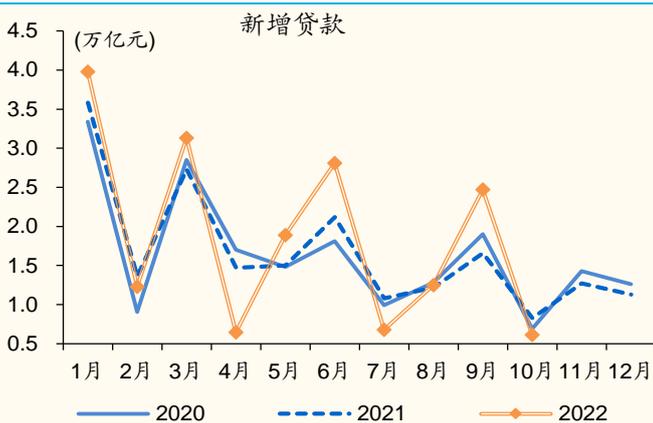
图表 2：社融分项中，人民币贷款和政府债券拖累明显



来源：Wind、国金证券研究所

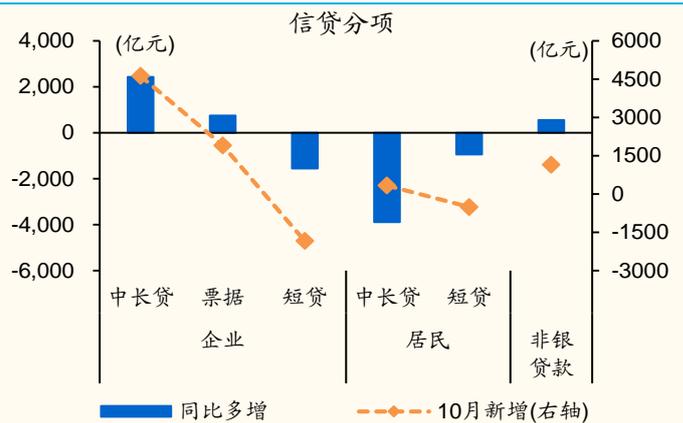
贷款低预期有脉冲因素影响，也受居民端拖累。10月，新增信贷 6152 亿元、同比少增 2110 亿元，与季末贷款高增后回落有一定关系。同时，居民端贷款拖累也非常明显，或缘于预期偏弱、疫情阶段性扰动等。单月居民贷款转负、同比少增超 4800 亿元，尤其是中长贷、单月新增仅 332 亿元、同比降幅扩大至 3890 亿元，创 14 年来同期新低；短贷表现也较弱，单月新增转负至 -512 亿元。

图表 3：跨季后，贷款冲高回落



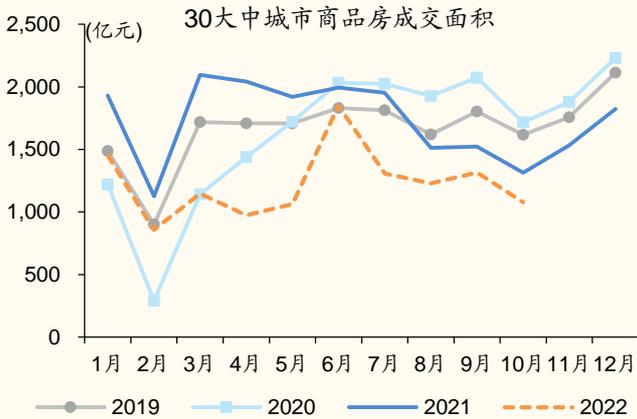
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：信贷结构中，居民端拖累明显



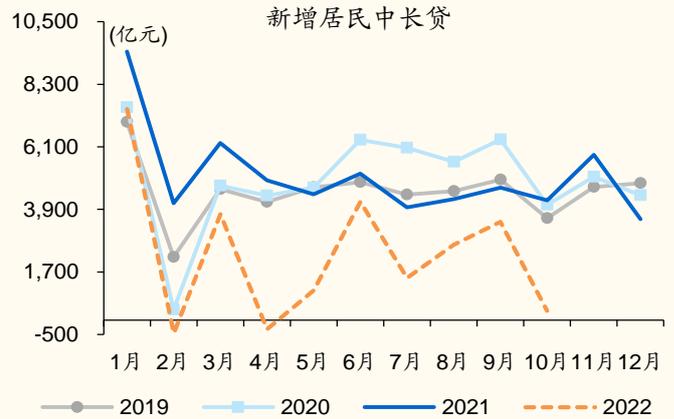
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5: 地产销售依然低于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

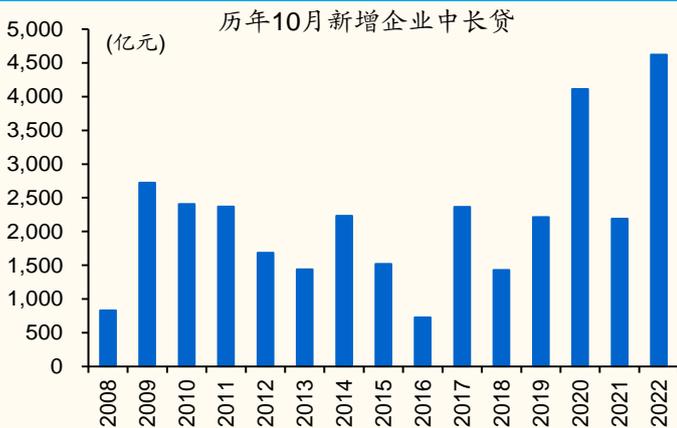
图表 6: 10月新增居民中长贷大幅低于往年同期



来源: Wind、国金证券研究所

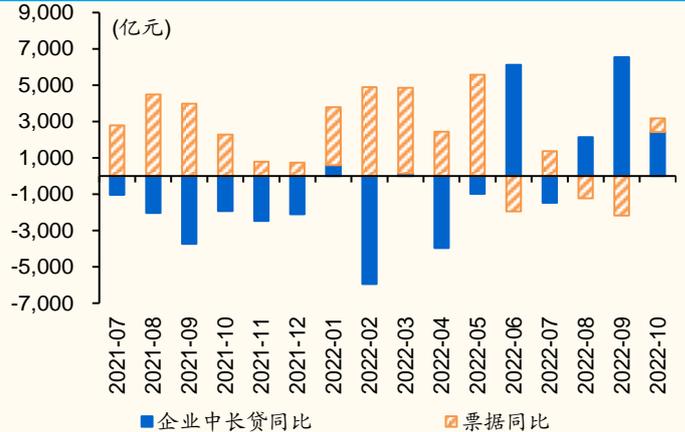
企业贷款结构延续改善、或与稳增长加力等有关。10月,新增企业贷款4680亿元左右、同比增加1600亿元以上,其中,企业中长贷同比翻番至4620亿元,或与政策性金融工具使用、政策性银行贷款释放等因素有关;短贷转负至-1840亿元左右、同比多减1500亿元以上,票据冲量再现、同比多增745亿元。

图表 7: 10月,新增企业中长贷同比翻番



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 企业贷款结构延续改善



来源: Wind、国金证券研究所

2、货币金融数据常规跟踪

社融受贷款和政府债券拖累低预期。10月,新增社融9079亿元,人民币贷款同比少增3321亿元至4431亿元,政府债券同比少增3376亿元至2791亿元,企业债券和股票融资变化不大、同比分别多增64亿元和少增58亿元,委托贷款、信托贷款和表外票据同比分别多增643亿元、1000亿元和少增1271亿元。

图表 9：10月，社融分项数据情况（亿元）

月份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2021-09	29,026	17,755	-19	-22	-2,098	14	1,137	772	8,066
2021-10	16,176	7,752	-33	-173	-1,061	-886	2,261	846	6,167
2021-11	25,983	13,021	-134	35	-2,190	-383	4,006	1,294	8,158
2021-12	23,682	10,350	-649	-416	-4,553	-1,419	2,167	2,075	11,674
2022-01	61,693	41,988	1,031	428	-680	4,733	5,773	1,439	6,026
2022-02	12,274	9,084	480	-74	-751	-4,228	3,714	585	2,722
2022-03	46,542	32,291	239	107	-259	287	3,728	958	7,074
2022-04	9,453	3,616	-760	-2	-615	-2,557	3,778	1,166	3,912
2022-05	28,363	18,230	-240	-132	-619	-1,068	314	292	10,582
2022-06	51,802	30,540	-291	-380	-828	1,066	2,222	589	16,216
2022-07	7,722	4,088	-1,137	89	-398	-2,744	897	1,437	3,998
2022-08	24,608	13,344	-826	1,755	-472	3,486	1,407	1,251	3,045
2022-09	35,271	25,686	-713	1,508	-191	132	185	1,022	5,533
2022-10	9,079	4,431	-724	470	-61	-2,157	2,325	788	2,791
较上月	-26192	-21255	-11	-1038	130	-2289	2140	-234	-2742
较去年同期	-7097	-3321	-691	643	1000	-1271	64	-58	-3376

来源：Wind、国金证券研究所

信贷分项中，企业端延续改善、居民端依旧拖累。10月，新增信贷同比少增2110亿元至6152亿元。企业中长贷同比多增2433亿元至4623亿元，企业短贷-1843亿元，票据同比多增745亿元至1905亿元；居民中长贷同比少增3889亿元至332亿元，居民短贷新增-512亿元、去年同期426亿元。

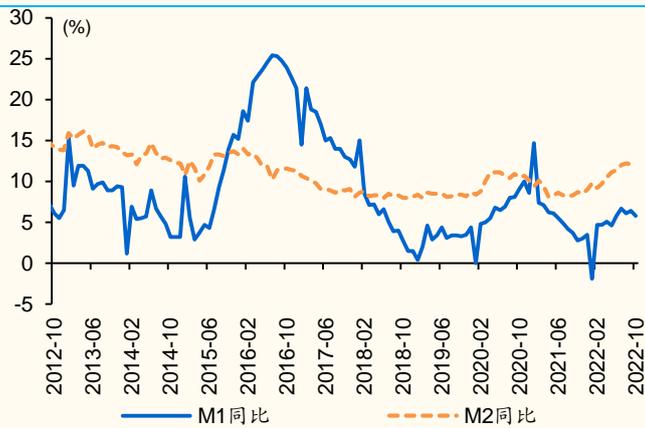
图表 10：10月，信贷分项数据情况（亿元）

月份	新增信贷	短期信贷	票据融资	中长期信贷	企业中长期信贷	居民中长期信贷	企业短期信贷	居民短期信贷	非银贷款
2021-09	16,600	5,045	1,353	11,615	6,948	4,667	1,826	3,219	-880
2021-10	8,262	138	1,160	6,411	2,190	4,221	-288	426	583
2021-11	12,700	1,927	1,605	9,238	3,417	5,821	410	1,517	-364
2021-12	11,300	-897	4,087	6,951	3,393	3,558	-1,054	157	553
2022-01	39,800	11,106	1,788	28,424	21,000	7,424	10,100	1,006	-1,417
2022-02	12,300	1,200	3,052	4,593	5,052	-459	4,111	-2,911	1,790
2022-03	31,300	11,937	3,187	17,183	13,448	3,735	8,089	3,848	-454
2022-04	6,454	-3,804	5,148	2,338	2,652	-314	-1,948	-1,856	1,379
2022-05	18,900	4,482	7,129	6,598	5,551	1,047	2,642	1,840	461
2022-06	28,100	11,188	796	18,664	14,497	4,167	6,906	4,282	-1,656
2022-07	6,790	-3,815	3,136	4,945	3,459	1,486	-3,546	-269	1,476
2022-08	12,500	1,801	1,591	10,011	7,353	2,658	-121	1,922	-425
2022-09	24,700	9,605	-827	16,944	13,488	3,456	6,567	3,038	-930
2022-10	6,152	-2,355	1,905	4,955	4,623	332	-1,843	-512	1,140
较上月	-18548	-11960	2732	-11989	-8865	-3124	-8410	-3550	2070
较去年同期	-2110	-2493	745	-1456	2433	-3889	-1555	-938	557

来源：Wind、国金证券研究所

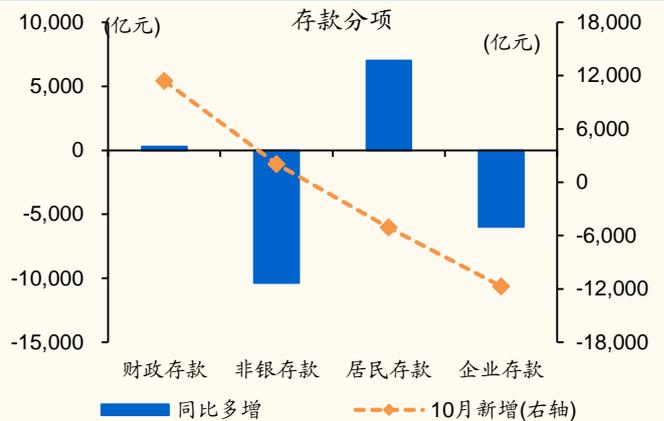
M1、M2 双双回落。10月，M1 同比较上月回落 0.6 个百分点至 5.8%，或与地产销售较差、企业活化动力较弱等有关；M2 同比 11.8%、较上月回落 0.3 个百分点，与基数有一定关系。存款分项中，居民、企业存款分别多增和少增 7000 亿元和 6000 亿元左右，非银存款大幅减少超万亿元，财政存款同比大体相当。

图表 11: 10月, M1、M2 双双回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 居民存款同比少减、非银同比大幅减少



来源: Wind、国金证券研究所

3、风险提示:

政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402