

增量政策工具支撑减弱

——2022 年 10 月金融数据点评

10 月我国新增社融 9,079 亿（预期 1.65 万亿），较去年同期少增 7,097 亿；对实体经济发放的人民币贷款 4,431 亿（预期 8,242 亿），较去年同期少增 3,321 亿；M2 同比增长 11.8%（预期 12.0%）。

一、信贷：居民贷款增长乏力

10 月新增信贷大幅低于预期。新增人民币贷款同比少增 2,110 亿，其中中长期贷款同比少增 1,456 亿，短期贷款同比少增 2,493 亿，票据融资同比增加 745 亿。

尽管信贷总量表现较弱，企业中长期贷款在政策托举下仍略有改善。10 月非金融企业贷款新增 4,626 亿，同比多增 1,525 亿，环比下降 14,547 亿。其中，中长贷当月新增 4,623 亿，同比多增 2,433 亿；短贷减少 1,843 亿，同比多减 1,555 亿。企业中长贷表现稳定，据测算，设备更新改造专项再贷款落地对本月新增信贷的贡献约为 500 亿，政策性开发性金融工具撬动的基建融资需求约为 3,300 亿，但仅部分以表内贷款形式呈现。表内票据融资增加 1,905 亿，同比新增 745 亿，叠加 10 月末国股银票转贴利率明显下行，指向票据需求再度明显上升。

居民贷款增长仍然乏力，在疫情散发和房地产市场信心不足的双重压制下，居民短贷和中长贷均同比少增。10 月居民贷款减少 180 亿，同比少增 4,827 亿，已连续 12 个月同比负增长。其中，居民短贷同比少增 938 亿，受疫情散发影响，短贷较上月走弱；居民中长贷同比少增 3,889 亿，居民加杠杆购房意愿仍然较弱，表现在房地产销售仍未见起色，30 大中城市商品房成交面积已连续 17 个月负增长。

二、社融：信贷和政府融资成为主要拖累

10 月新增社融 **9,079 亿**，环比大幅少增 **2.62 万亿**，同比少增 **7,097 亿**，低于市场预期，存量同比增速回落 **0.3pct** 至 **10.3%**。从结构上看，企业债结束了连续四个月的同比少增，与企业中长贷共同支撑社融；但信贷、政府融资、未贴现票据和外币贷款对社融构成拖累。

一是受去年“财政前置”带来的高基数影响，尽管地方政府专项债结存限额的使用小幅支撑社融，但政府融资的拖累仍再度走阔。10 月专项债净融资约 **4,300 亿元**，带动新增政府债融资 **2,791 亿**，但同比少增 **3,376 亿**，环比少增 **2,742 亿**。

二是实体经济结算需求不强，叠加信贷需求偏弱引致票据贴现上升，使得未贴现票据大幅收缩。非标融资当月减少 **1,748 亿**，环比多减 **3,197 亿**，但同比仍多增 **372 亿**。其中，未贴现银行承兑汇票减少 **2,157 亿**，同比大幅多减 **1,217 亿**；信托贷款减少 **61 亿**，同比大幅少减 **1,000 亿**；委托贷款增加 **470 亿**，同比多增 **643 亿**。未贴现票据同比大幅收缩与贴现票据同比多增相呼应，指向实际信贷需求再次走弱；基建投资在继续托举企业中长贷的同时亦对信托贷款和委托贷款构成支撑，尽管房地产相关信托贷款萎缩，但基建项目配套融资需求拉动信托贷款萎缩幅度减小，委托贷款来自政策性开发性金融工具的持续投放。

三是受美国持续加息带来人民币贬值预期和进口持续低迷的影响，外币贷款连续第八个月同比少增。10 月新增外币贷款融资减少 **724 亿**，同比多减 **691 亿**。

三、货币：流动性边际收敛，货币活化程度不足

10 月 M2 同比增速小幅回落 **0.3pct** 至 **11.8%**，主要受信贷扩张边际

减速拖累。财政存款增加 1.14 万亿，同比多增 300 亿，与去年同期差别不大。值得注意的是，企业存款减少 1.17 万亿，同比多减 5,979 亿，降幅达到 2015 年来同期最大值。原因可能是 10 月税收基数和征收力度有所上升，而财政支出规模相对较小，企业存款向财政存款转移，流动性边际收敛。居民存款减少 5,103 亿，同比多增 6,997 亿，降杠杆倾向仍然明显。

M2 同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅扩大 0.05pct 至 1.55pct。近期资金利率中枢上行，资金面总体维持充裕但边际收紧，实体经济有效融资需求仍未显著修复，商业银行“资产荒”格局仍待改善，货币政策宽松预期升温。M1 同比增速下滑 0.6pct 至 5.8%，比 M2 降幅更大。“M2-M1”增速剪刀差边际扩大 0.4pct 至 6.1%，货币活化程度仍处低位。

四、债市影响：收益率小幅下行

10 月社融数据发布后，债券收益率整体小幅下行 1-2bp，10 年期国债和国开债活跃券分别成交在 2.71% 和 2.87%。10 月至今债券收益率波动幅度不大，绝对利率水平仍保持在历史低位，1 年期国债收益率持平于 10 月初，10 年期国债收益率下行 6bp 至 2.70%。当前利率水平呈现下行空间有限的态势，主要有两方面原因：

从金融市场流动性看，10 月资金面有所收敛，日间波动加大，货币市场利率水平较前期有较为明显的抬升，10 月以来 DR001 和 DR007 利率中枢分别为 1.43% 和 1.68%，较上月中枢上行 10-14bp，尤其是自 10 月下旬起隔夜利率上行至 1.6%-1.7% 的水平，为今年 4 月以来最高。在融资成本上升的情况下，期限利差不断压缩，利率难有进一步下行空间。

从市场行为方面看，前期市场对于经济疲弱和货币宽松预期已较为

充分，中短期信用利差明显压缩，3 年期中票到期收益率与同期限国债利差已至 30bp 左右的历史最低水平。在此情况下，市场对于债券利多因素逐渐钝化，而对于利空因素更加敏感。叠加近期地方债额度提前下达，债券供给量或将进一步增加，市场谨慎情绪加重。

五、前瞻：增量政策工具支撑减弱

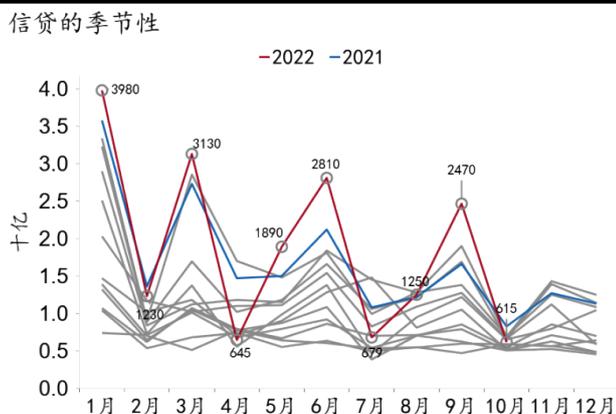
总体而言，随着增量工具实施节奏放缓，仅企业中长贷有所支撑，居民和政府融资表现不佳，显示经济内生动力仍待恢复。私人部门需求延续疲弱，叠加增量工具支撑减弱，导致居民中长贷、政府债券融资、未贴现票据和外币贷款均同比少增，拖累社融表现不及预期。受企业存款向财政存款转移的影响，流动性边际收紧，但同时融资需求不足，“资产荒”格局未变。

前瞻地看，年末私人部门融资需求边际改善或将助力社融企稳，但广义流动性盈余局面仍将持续。一方面，疫情防控优化二十条措施出台叠加双十一到来有望刺激私人部门短期融资需求；另一方面，政策性银行新增信贷额度和设备更新改造再贷款仍将支撑企业信贷。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 牛梦琦 王天程 张巧栩)

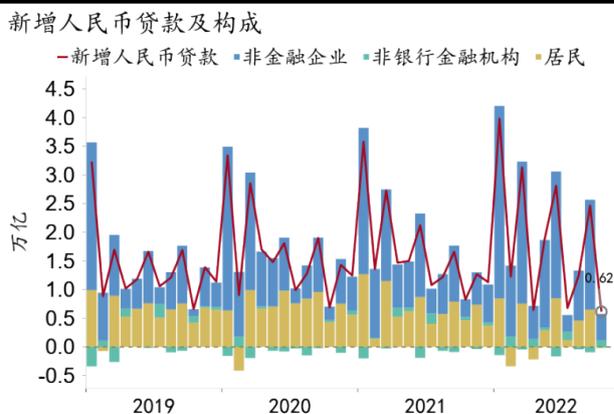
附录

图 1: 10 月信贷增量不及预期



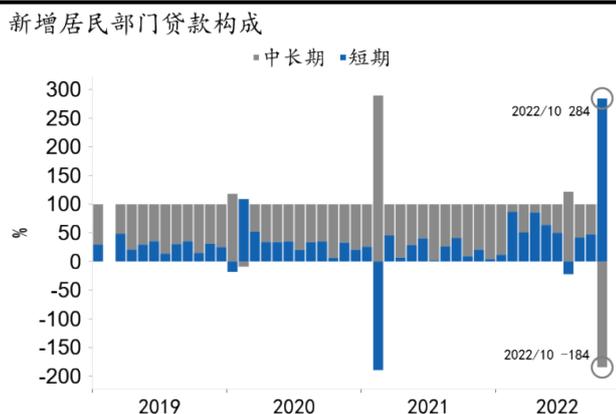
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 新增人民币贷款及构成



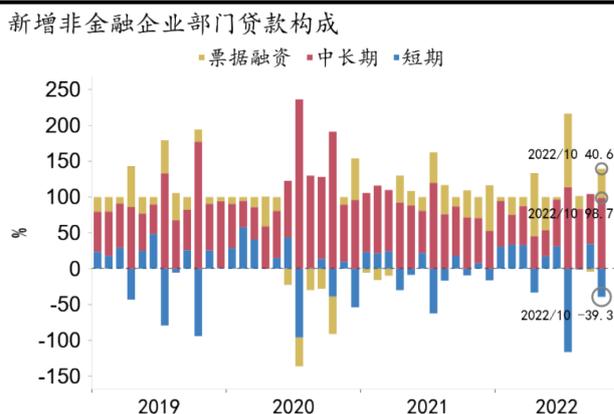
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



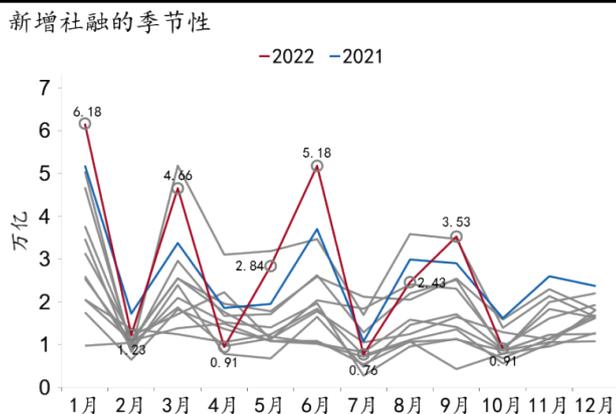
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



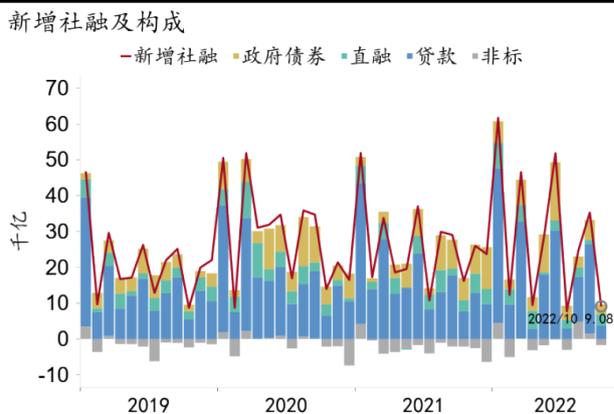
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 10 月社融表现不佳



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 信贷和政府债是社融主要拖累项



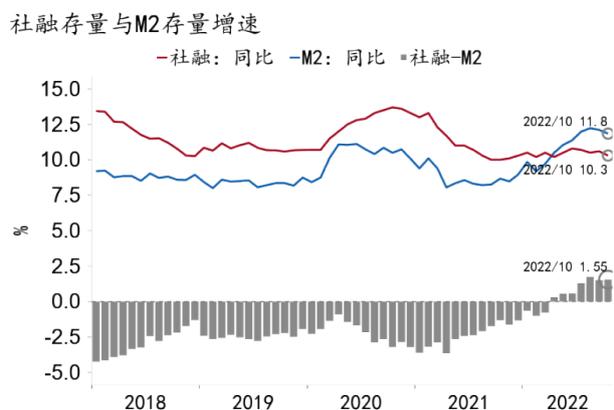
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 10 月 M2-M1 剪刀差扩大



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余小幅扩张



资料来源: Macrobond、招商银行研究院