

报告日期：2022年11月11日

分析师

蒋飞 0755-83537175
Email:jiangfei@cgws.com
执业证书编号：S1070521080001

李相龙 0755-23820694
Email:lxlong@cgws.com
执业证书编号：S1070522040001

联系人（研究助理）：
全垚炜 0086-13680337457
Email:tongyaowei@cgws.com
从业证书编号：S1070122040023

联系人（研究助理）：
贺昕煜 0086-13021212875
Email:hexinyu@cgws.com
从业证书编号：S1070122050027

相关报告

《人民币汇率料将兑现我们预期》2022-04-25
《美国消费增速向正常水平回归》2022-04-18
《疫情影响超预期，政策放松再加码》2021-04-11
《中美十年期国债利差继续缩窄》2021-03-28
《宽松货币、地产政策可期》2021-03-21
《稳增长需地产、货币政策发力》2021-03-14

宽信贷政策仍需接力

——10月金融数据点评

数据

10月份，M2余额为261.3万亿元，同比增长11.8%，前值为12.1%，涨幅缩窄了0.3个百分点；M1余额为66.2万亿元，同比增长5.8%，前值为6.4%，涨幅缩窄了0.6个百分点；

10月份新增人民币贷款为6152亿元，去年同期为8262亿元，另外9月份新增人民币贷款为24700亿元；

10月份社会融资规模存量为341.42万亿元，同比增长为10.3%，前值为10.6%，增速回落了0.3个百分点，10月当月社会融资规模为9079亿元。

要点

10月份M1同比增速为5.8%，与前值6.4%相比大幅下滑，且为继七月、八月、九月连续同比在6%以上后，再次回到5%时代。M2同比增速为11.8%，前值为12.1%，增速回落了0.3个百分点，且从8月份以来三连降，M2的小幅回落我们认为有几部分原因：一是10月新增存款，企业存款减少11700亿元，降幅为2015年以来各年10月最大值；二是财政支出也在下降，之前M2高增的原因也与财政支出高增有较大关系；三是前期退税等政策对于企业的帮助逐渐消弱。

10月份新增人民币贷款为6152亿元，前值为24700亿元，大幅减少。我们梳理了今年4月份以来新增人民币贷款的数值，发现似乎已经出现了周期性趋势，我们认为，这种周期性或部分代表着金融政策执行的规律性：即金融政策的出台会带来金融数据短期的上升，但随着政策利好的不断释放，金融数据会随着利好边际效应递减而不断回落，这或也体现了由金融政策推动的信贷数据短期回暖可能不具备持续性，只在金融政策刺激时释放一定当量。

本月社融下滑首先主要原因就是受到信贷的拖累，反映融资需求再次不足，10月份的新增信贷不济再次对社融造成下拉作用。其次，政府债的减少也对社融造成较大影响。另外，非标虽然数值下降，但同比还是上升，对社融仍起到一定支撑作用，使得社融下降速度没有政府债券增速下降的快。

针对当前的融资信贷总体再次偏弱，降息就再次变得可期。这种降息可以分为两种情形：一种是结构性降息，另一方面是全面降息（降低5年期LPR）。我们认为，经济需求回落，融资需求下滑，短期内仍可靠降息、财政等政策再次刺激，但这种周期性现象很容易产生流动性陷阱，长期不是办法，要从根本上解决，因此改革还是需要再进一步加快。

风险提示：国内宏观经济政策不及预期；货币政策不及预期；财政政策不及预期；新冠疫情再次爆发。

目录

1. M1 同比增速大幅下滑	4
2. 新增信贷再次大幅回落，呈现一定周期性特点	4
3. 社融数据也在下降	6
4. 降息再次可期	7
5. 风险提示	8

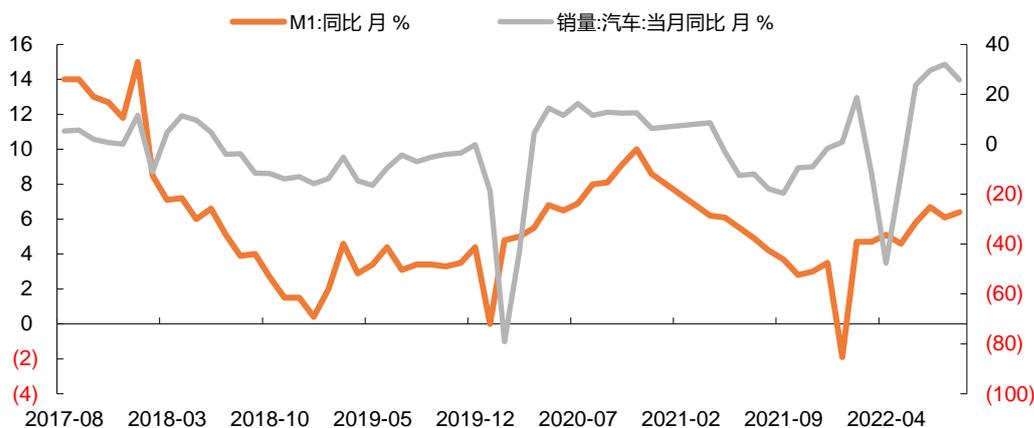
图表目录

图 1: M1 同比和汽车销量同比 (剔除异常值)	4
图 2: M2 同比和公共财政支出同比	4
图 3: 金融机构新增人民币存款当月值	5
图 4: 金融机构新增人民币中长期贷款当月值	5
图 5: 商品房销售面积增速和居民贷款增速	6
图 6: 金融机构各项贷款余额同比和各项存款余额同比	6
图 7: 社会融资规模存量同比和政府债券同比	7
图 8: 5 年期 LPR 和房价同比	8
表 1: 10 月份新增人民币贷款结构 (亿元)	6
表 2: 10 月份新增社融结构 (亿元)	7

1. M1 同比增速大幅下滑

10 月份 M1 同比增速为 5.8%，与前值 6.4% 相比大幅下滑，且为继七月、八月、九月连续同比在 6% 以上后，再次回到 5% 时代。主要原因可能是近期疫情多点散发（郑州、兰州，广深等）再次对局部经济造成了比较大的影响。另外，根据中汽协公布的 10 月份汽车产销数据，10 月份，我国汽车产销量分别达 259.9 万辆和 250.5 万辆，环比为 -2.7% 和 -4%，同比增长 11.1% 和 6.9%（9 月份产销分别为 267.2 万辆和 261 万辆，环比分别增长 11.5% 和 9.5%，同比分别增长 28.1% 和 25.7%），可以看到，无论是环比还是同比，汽车产销都大幅下滑，这也印证了 10 月份 M1 下滑的情形。

图 1: M1 同比和汽车销量同比（剔除异常值）

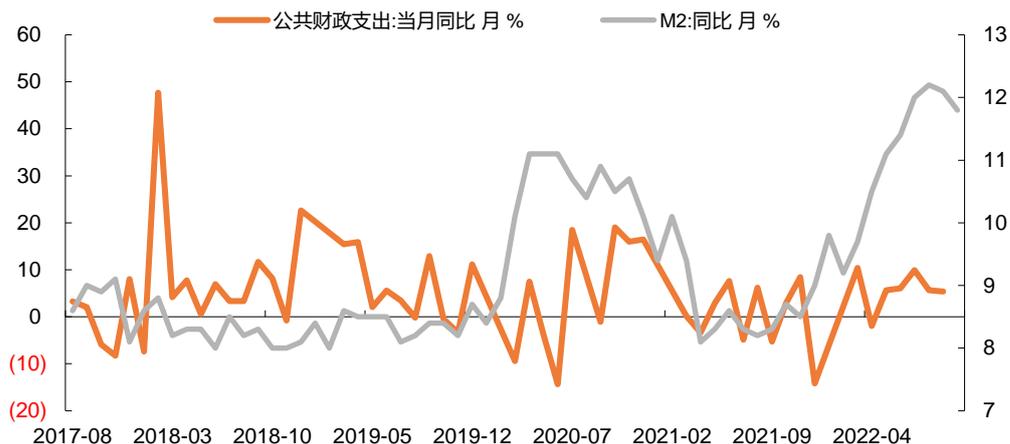


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2. 新增信贷再次大幅回落，呈现一定周期性特点

10 月份 M2 同比增速为 11.8%，前值为 12.1%，增速回落了 0.3 个百分点，且从 8 月份以来三连降，M2 的小幅回落我们认为有几部分原因：一是 10 月新增存款，企业存款减少 11700 亿元，降幅达到 2015 年以来各年 10 月最大值；二是财政支出也在下降，之前 M2 高增的原因也与财政支出高增有较大关系；三是前期退税等政策对于企业的帮助逐渐削弱。当然 M2 虽然再次小幅下跌，却仍在高位，这符合我们前期报告《社融需求依然不忘——8 月金融数据点评》和《结构性降息促使信贷高增——9 月金融数据点评》中对 M2 同比仍维持高位的判断。

图 2: M2 同比和公共财政支出同比

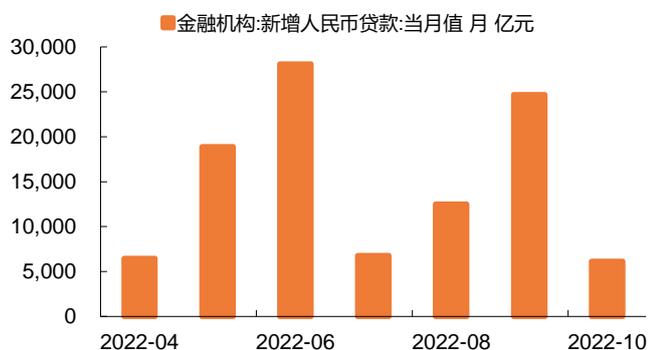


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

10月份新增人民币贷款为6152亿元,前值为24700亿元,大幅减少。我们梳理了今年4月份以来新增人民币贷款的数值,发现似乎已经出现了周期性趋势:4月份新增人民币贷款为6454亿元,5月为18900亿元,6月为28100亿元,此后7月大幅下降,7、8、9三月新增信贷又分别为6790亿元,12500亿元,24700亿元,而10月本月新增信贷又回落至6152亿元,不可否认,季末往往由于冲贷等原因,会出现信贷的高增量,且一个季度内也会有一定的周期迹象,但当前信贷的周期性趋势却比以往年份更为明显(体现为明显的低,中,高循环趋势)。我们认为,这种周期性或部分代表着金融政策执行的规律性:即金融政策的出台会带来金融数据短期的上升,但随着政策利好的不断释放,金融数据会随着利好边际效应递减而不断回落,这或也体现了由金融政策推动的信贷数据短期回暖可能不具备持续性,只在金融政策刺激时释放一定当量。

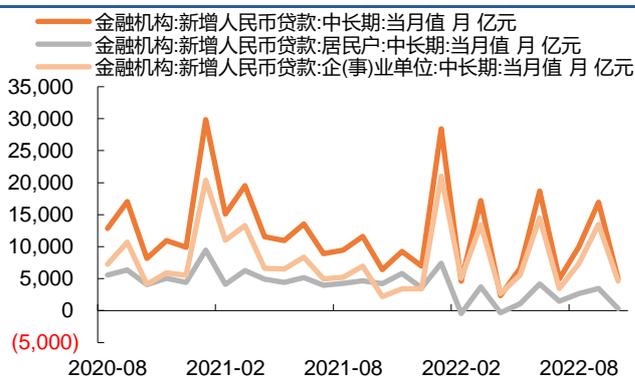
其中,10月份信贷中长期贷款为4955亿元,与前值16944相比大幅回落;居民户中长期贷款为332亿元,企业中长期贷款为4623亿元,两者与前值相比也均大幅回落,且居民中长期贷款回落的幅度远远大于企业中长期贷款。但细看后发现,其实4月以来,中长期贷款、居民户中长期贷款、企业中长期贷款也呈现着“低、中、高”的循环周期性趋势。

图3: 金融机构新增人民币存款当月值



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图4: 金融机构新增人民币中长期贷款当月值



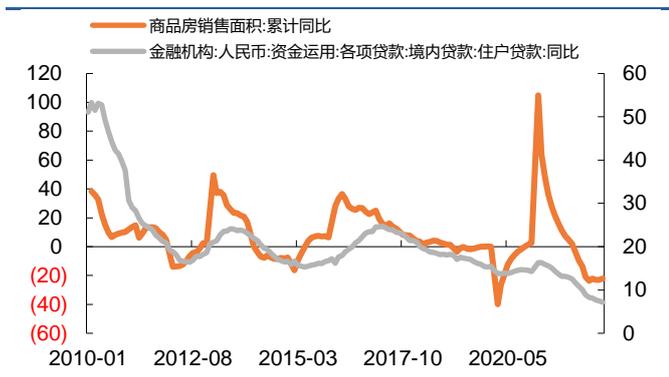
资料来源: 百度, 长城证券研究院

企业中长期贷款的减少,主要是前期更新设备贷款、国务院给予国开行等政策性银行的8000亿信贷额度,以及两次3000亿用于项目资本金过桥的政策性金融工具等优惠政策已经结束,后期政策没有跟上导致。对于居民中长期贷款,我们在上月金融数据点评中就说过,9月份居民中长期贷款虽有一定的量(3456亿元),但实际与去年同期相比还

是处于低值，而 10 月中长期贷款更是达到了 332 亿的更低值，可以看出，国庆节前的地产三连发政策短期内并没有达到较好的效果，后续效果仍待验证，并需要更大的政策刺激相互配合。

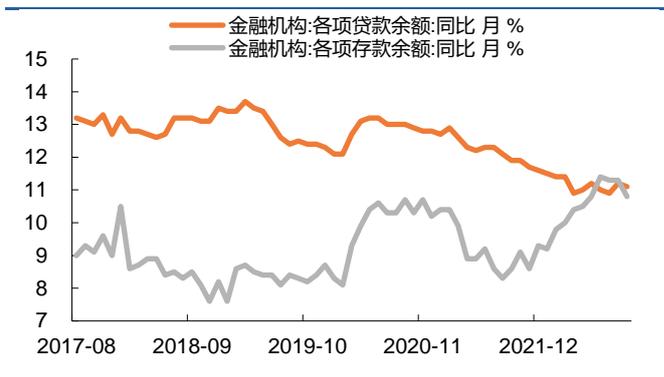
另外，10 月份贷款余额增速为 11.1%，存款余额增速为 10.8%，M2/M1 的比值为 3.95，与上月相同，结束了连续四个月增长的局面。贷款余额增速虽再次高于存款余额增速，但是居民新增人民币贷款为-180 亿元，新增人民币存款为-5103 亿元，两者都为负值，这与今年 4 月份的现象相同（当时也是贷款余额增速大于存款余额增速，且两者都为负），4 月和 10 月两个共同点，一个是季初，一个是疫情散发，因此我们或许可以认为 10 月居民储蓄意向更像一个优化后的 4 月。

图 5: 商品房销售面积增速和居民贷款增速



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 6: 金融机构各项贷款余额同比和各项存款余额同比



资料来源: 百度, 长城证券研究院

表 1: 10 月份新增人民币贷款结构 (亿元)

月份	人民币贷款	居民贷款	企业短期贷款	企业长期贷款	票据融资
2022 年 10 月	6152	-180	-1843	4623	1905
2021 年 10 月	8262	4647	-288	2190	1160
增加	-2110	-4827	-1555	2433	745

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

3. 社融数据也在下降

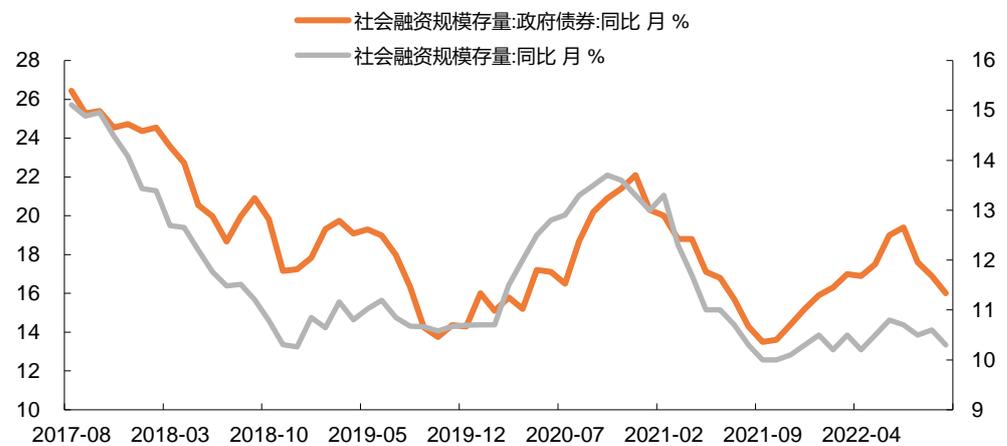
10 月份社会融资规模存量为 341.42 万亿元，同比增长 10.3%，前值为 10.6%，增速下滑了 0.3 个百分点，10 月份社融当月值为 9079 亿元，大幅少于上月的 35271 亿元，也少于去年同期的 16176 亿元。

本月社融下滑首先主要原因就是受到信贷的拖累，反映融资需求再次不足，10 月份的新增信贷不济再次对社融造成下拉作用。

其次，政府债的减少也对社融造成较大影响，10月当月政府债券只有2791亿元，是今年以来的第二低位（最低为2月份的2722亿元），可以看到前期受专项债等政府债券融资的影响，社融一直处于较高的位置，但随着8月底专项发行和使用完毕，新调增的5000亿专项债规模又较小，因此政府债对社融的托举效应就在逐渐减弱。9月份5533亿元的政府债融资只占整个社融规模的15.7%，本月虽占比上升至30.1%，但主要是总量变小所致。

另外，虽然10月份的新增委托贷款只有470亿元，与上月1508亿元相比大幅减少，新增未贴现银行承兑汇票为-2157亿元，新增信托贷款为-61亿元，都少于上月，但10月非标融资总体为-1748亿元，高于去年同期的-2120亿元，因此非标虽然数值下降，但同比还是上升，对社融仍起到一定支撑作用，使得社融下降速度没有政府债券增速下降的快。

图 7: 社会融资规模存量同比和政府债券同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

表 2: 10 月份新增社融结构 (亿元)

月份	新增信贷	新增政府债	新增企业债	新增股票	新增非标
2022 年 10 月	4431	2791	2325	788	-1748
2021 年 10 月	7752	6167	2261	846	-2120
增加	-3321	-3376	64	-58	372

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

4. 降息再次可期

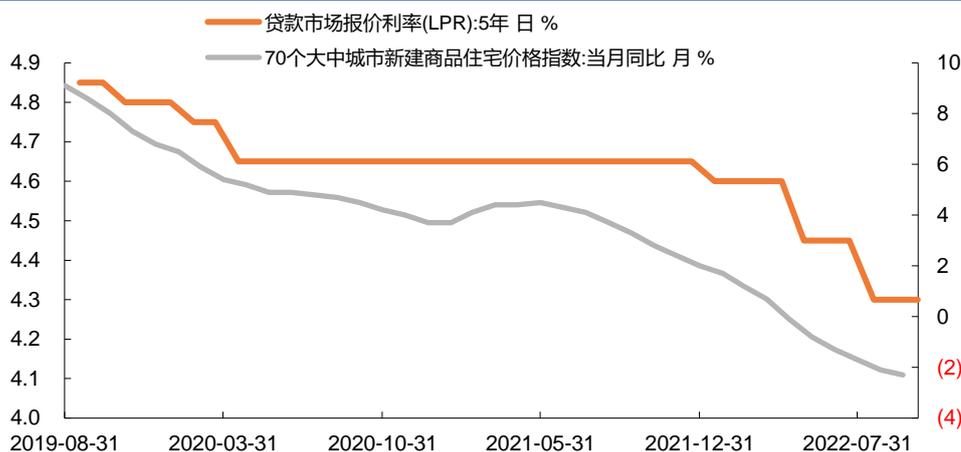
从总体来看，10月份的金融数据不及预期，无论是M1、M2还是新增人民币贷款和社融都有不少程度的回落，再次反应出整体融资需求的大幅下滑态势。并且经过我们之前的分析，当前的信贷数据似乎已经有了一个“低，中，高”的循环趋势，彰显出一定的周期性。

而针对当前的融资信贷总体再次偏弱，降息就再次变得可期，这种降息可以分为两种情形：一种是结构性降息，这一点我们在上月的金融数据点评报告中就已经指出：当前稳信用不仅仅需要提振信贷投放量，更需要提振居民企业的信心和融资需求。更新设备专项优惠政策就是案例，只要利率足够低，融资需求仍然可以提振。为了维持当前的社融增速，结构性降息的优惠政策会进一步扩大；为了提振居民企业信心，制度上的改革会进一步加快推出。

另一方面是全面降息（降低 5 年期 LPR），由于今年两次调降 5 年期 LPR 分别在 5 月和 8 月，都是公布的信贷数据偏弱的月份，也就是季初的第二月，因此我们认为后续再次全面降息仍可期，最快或就在 11 月本月。另外，日前公布的通胀数据来看，10 月份 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅比上月回落 0.7 个百分点，因此下降的通胀对货币政策并不形成掣肘。

最后我们认为，经济需求回落，融资需求下滑，短期内仍可靠降息、财政等政策再次刺激，但这种周期性现象很容易产生流动性陷阱，长期不是办法，要从根本上解决，因此改革还是需要再进一步加快。

图 8: 5 年期 LPR 和房价同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

5. 风险提示

国内宏观经济政策不及预期；货币政策不及预期；财政政策不及预期；新冠疫情再次爆发

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>