

2022年11月10日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

研究支持

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x
qintai@swsresearch.com

单靠降准能疏通信用需求传导么？

——10月金融数据速评

主要内容：

- **地产需求清淡，基建融资脉冲间隙，新增信贷低于预期。**10月信贷新增6152亿，同比少增2110亿，低于我们此前预期，超预期走低的原因有二：其一，传统购房旺季“金九银十”今年并未出现，居民购房需求冷淡，居民中长贷新增仅332亿，为09年以来同期最低水平，同比少增达3889亿，为7月以来最差单月，显示9月29日宣布的房价连续下跌城市可取消首套商贷利率下限措施未能实质性改善地产需求；其二，基建融资在9月脉冲式超高增长之后10月回归正常，企业中长贷新增4623亿，同比多增2433亿，多增幅度较9月、以及同为基建融资峰值的6月都有明显大幅回落。在保交楼政策推动房地产开发融资不断改善的背景下，基建融资的脉冲属性尤为突出地显示出来。企业短期贷款、票据融资则略好于季节性特征。
- **政策性开发性金融工具峰值也已过去，表外融资不强，与低于预期的信贷共同拖累社融增量偏少。**10月社融新增9079亿，同比少增高达7097亿，亦低于我们预期。主要的拖累因素就是上述的表内信贷。此外，8-9月一度因前两批6000亿政策性开发性金融工具集中发放而大幅推高的委托贷款，10月新增规模也迅速降温至470亿，显示第三批新增额度的政策性开发性金融工具发放速度正在放慢。此外，国常会原要求10月发行完毕的5000亿结存专项债限额实际发行速度也偏慢，10月政府债券新增仅2791亿，同比大幅少增3376亿，较9月（同比少增2563亿）进一步走弱。
- **融资降温、广义财政支出速度或暂时性放缓，M2增速连续回落，M1增速回落或与地产需求再度下行企业生产活跃度下降有关。**10月M2同比11.8%，较上个月和8月高点分别回落0.3、0.4个百分点。10月信用融资需求较弱，贷款派生存款较少，结构上居民存款虽有多增，但企业存款和非银存款均明显少增，呈现出包括金融市场波动在内的混合效应。此外9月之后财政收入不再受存量留抵退税或缓税因素扰动，预计财政收入增速回稳，但政府债券融资较少的情况下，财政存款仍新增达11400亿，同比小幅多增300亿，或显示10月广义财政支出速度暂时性放缓，也是导致M2增速小幅回落的原因之一。10月M1同比回落0.6个百分点至5.8%，与居民地产需求较弱、地产商回款较少，以及企业生产经营活动小幅下降有关。
- **地产需求磨底尚需时日，基建项目约束隐约可见。信用需求偏弱的阶段性格局，呼唤2023年财政扩张赤字改善居民收入分配和消费意愿。**10月金融数据从三个方面凸显出内需下行压力：其一是地产需求再度探底居民中长贷地量，其二是基建投资项目约束隐约可见，专项债发行、政策性银行融资发放速度均大幅放慢，其三是市场寄予厚望的制造业投资至少在融资端并未能抵消地产偏弱、基建脉冲间隙的融资下行幅度。从货币操作的角度来看，这三点内需下行压力的根源都是结构性、长期性的，不是利率偏高的问题，因而当前环境下我们并不会特别期待进一步的7天逆回购利率或LPR下调等降息操作。9月以来随着前期淤积在银行间的货币流动性逐步转化为信用扩张，银行间资金利率逐步向上向政策利率水平靠拢。11月降准仍是有迫切性的，但主要的潜在改善指向流动性投放的规模和对商业银行负债端成本的呵护，降准能够为货币向信用的传导提供可能性，但并不是传导疏通的充分条件。展望2023年，地产需求大幅反弹的概率不大，基建投资在今年下半年的阶段性高光时刻之后行将增速回落，唯有依靠政府部门拉开更大的财政赤字格局，并将宝贵的财政资源用于改善中等收入群体居民收入分配和收入预期、由此直接改善居民消费意愿，才有望提升政策有效性，为稳定内需注入新的动能。货币政策预计将以中性偏松的操作方向予以配合，降准置换MLF可能是贯穿2023年传导效率最高的操作方式，值得期待。
- **风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期。**

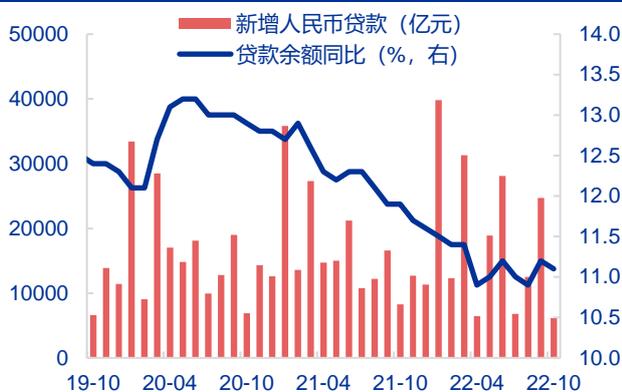


申万宏源研究微信服务号

一、地产需求清淡，基建融资脉冲间隙，新增信贷低于预期。

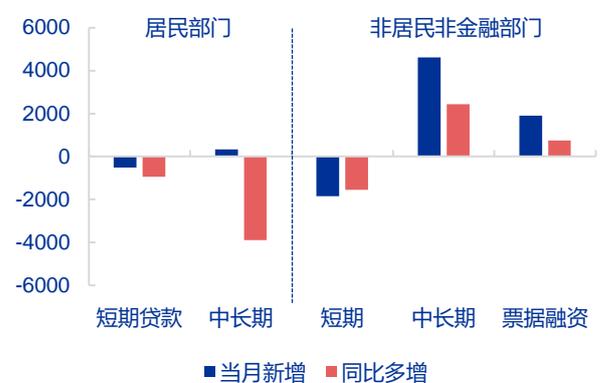
10月信贷新增6152亿，同比少增2110亿，低于我们此前预期，超预期走低的原因有二：其一，传统购房旺季“金九银十”今年并未出现，居民购房需求冷淡，居民中长贷新增仅332亿，为09年以来同期最低水平，同比少增达3889亿，为7月以来最差单月，显示9月29日宣布的房价连续下跌城市可取消首套商贷利率下限措施未能实质性改善地产需求；其二，基建融资在9月脉冲式超高增长之后10月回归正常，企业中长贷新增4623亿，同比多增2433亿，多增幅度较9月、以及同为基建融资峰值的6月都有明显大幅回落。在保交楼政策推动房地产开发融资不断改善的背景下，基建融资的脉冲属性尤为突出地显示出来。企业短期贷款、票据融资则略好于季节性特征。

图 1：新增人民币贷款与贷款余额同比增速



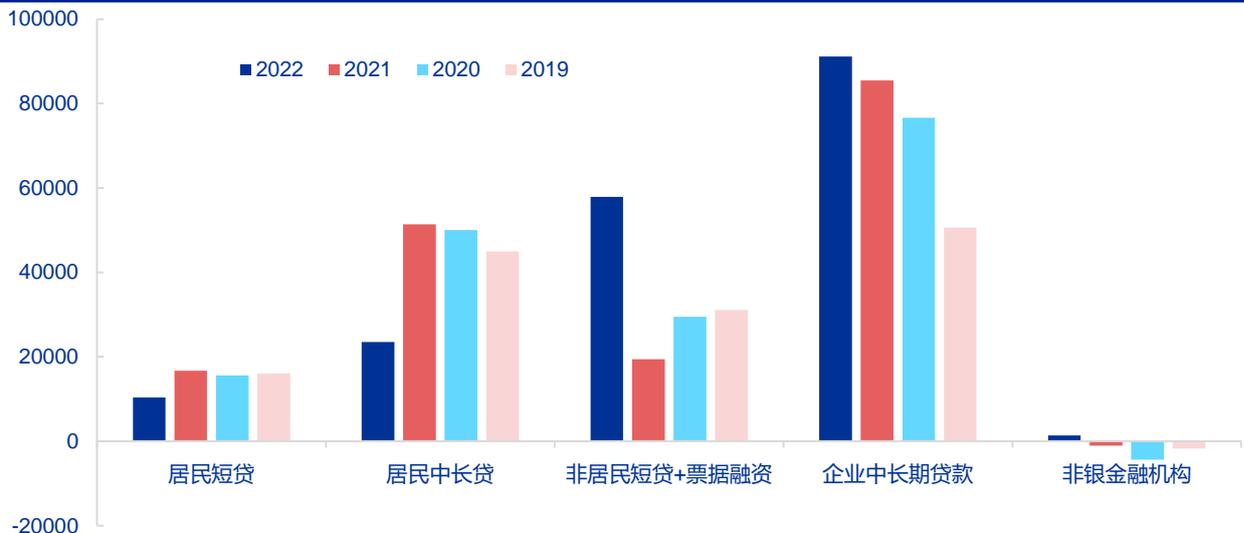
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：新增贷款结构及同比变化（亿元）



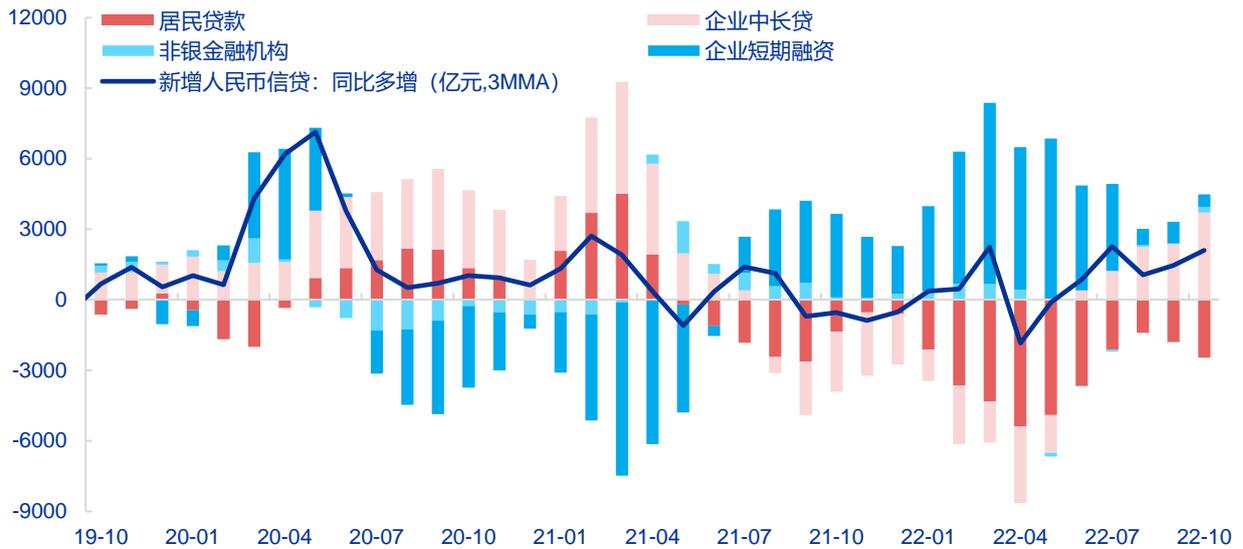
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：历年 1-10 月新增信贷结构（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：新增人民币贷款同比多增及其拆分（亿元）

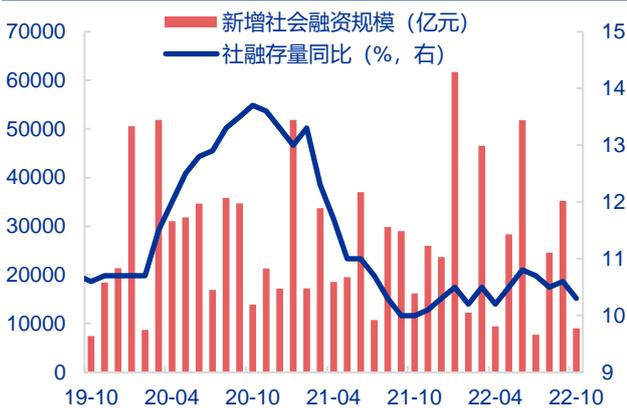


资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、政策性开发性金融工具峰值也已过去，表外融资不强，与低于预期的信贷共同拖累社融增量偏少。

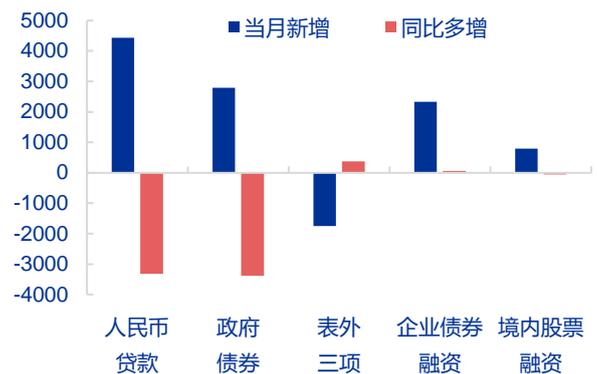
10 月社融新增 9079 亿，同比少增高达 7097 亿，亦低于我们预期。主要的拖累因素就是上述的表内信贷。此外，8-9 月一度因前两批 6000 亿政策性开发性金融工具集中发放而大幅推高的委托贷款，10 月新增规模也迅速降温至 470 亿，显示第三批新增额度的政策性开发性金融工具发放速度正在放慢。此外，国常会原要求 10 月发行完毕的 5000 亿结存专项债限额实际发行速度也偏慢，10 月政府债券新增仅 2791 亿，同比大幅少增 3376 亿，较 9 月（同比少增 2563 亿）进一步走弱。

图 5：新增社融规模与社融存量同比



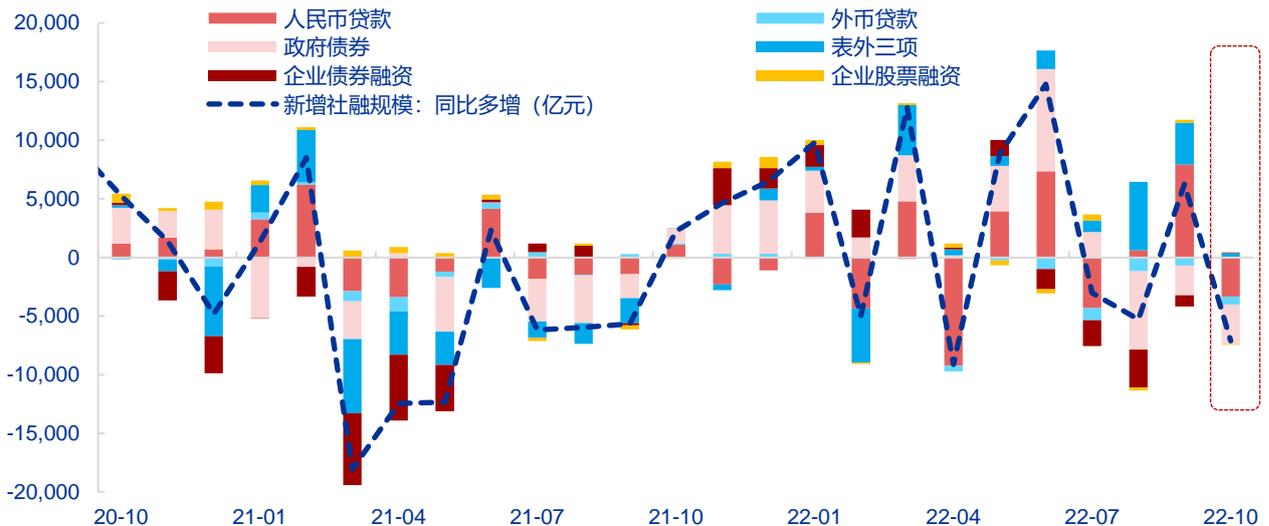
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：新增社融结构与同比变化（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：新增社融同比多增及其拆分（亿元）

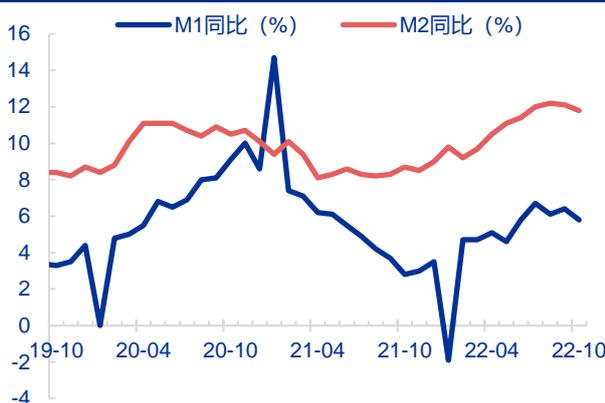


资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、融资降温、广义财政支出速度或暂时性放缓，M2 增速连续回落，M1 增速回落或与地产需求再度下行企业生产活跃度下降有关。

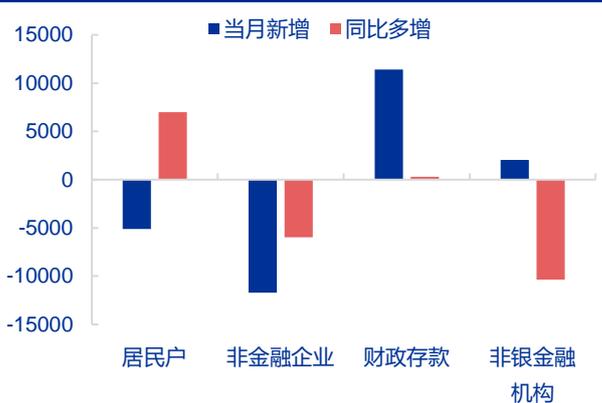
10 月 M2 同比 11.8%，较上个月和 8 月高点分别回落 0.3、0.4 个百分点。10 月信用融资需求较弱，贷款派生存款较少，结构上居民存款虽有多增，但企业存款和非银存款均明显少增，呈现出包括金融市场波动在内的混合效应。此外 9 月之后财政收入不再受存量留抵退税或缓税因素扰动，预计财政收入增速回稳，但政府债券融资较少的情况下，财政存款仍新增达 11400 亿，同比小幅多增 300 亿，或显示 10 月广义财政支出速度暂时性放缓，也是导致 M2 增速小幅回落的原因之一。10 月 M1 同比回落 0.6 个百分点至 5.8%，与居民地产需求较弱、地产商回款较少，以及企业生产经营活跃度小幅下降有关。

图 8：M2 与 M1 同比增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：新增人民币存款结构与同比变化（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、地产需求磨底尚需时日，基建项目约束隐约可见。信用需求偏弱的阶段性格局，呼唤 2023 年财政扩张赤字改善居民收入分配和消费意愿。

10 月金融数据从三个方面凸显出内需下行压力：其一是地产需求再度探底居民中长贷地量，其二是基建投资项目约束隐约可见，专项债发行、政策性银行融资发放

速度均大幅放慢,其三是市场寄予厚望的制造业投资至少在融资端并未能抵消地产偏弱、基建脉冲间隙的融资下行幅度。从货币操作的角度来看,这三点内需下行压力的根源都是结构性、长期性的,不是利率偏高的问题,因而当前环境下我们并不会特别期待进一步的 7 天逆回购利率或 LPR 下调等降息操作。9 月以来随着前期淤积在银行间的货币流动性逐步转化为信用扩张,银行间资金利率逐步向上向政策利率水平靠拢。11 月降准仍是有迫切性的,但主要的潜在改善指向流动性投放的规模和对商业银行负债端成本的呵护,降准能够为货币向信用的传导提供可能性,但并不是传导疏通的充分条件。展望 2023 年,地产需求大幅反弹的概率不大,基建投资在今年下半年的阶段性高光时刻之后行将增速回落,唯有依靠政府部门拉开更大的财政赤字格局,并将宝贵的财政资源用于改善中等收入群体居民收入分配和收入预期、由此直接改善居民消费意愿,才有望提升政策有效性,为稳定内需注入新的动能。货币政策预计将以中性偏松的操作方向予以配合,降准置换 MLF 可能是贯穿 2023 年传导效率最高的操作方式,值得期待。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。