增量放缓，存量尚未见顶—10 月金融数据点评

2020 年 11 月 11 日

事件

- 央行公布 10 月金融数据，新增信贷 6898 万亿，前值 1.9 万亿；社融增量 1.42 万亿，前值 3.48 万亿；社融存量同比 13.7%，前值 13.5%；M2 同比 10.5%，前值 10.9%。

观点

- **信贷投放弱于季节性，结构上亮点仍存。**10 月新增人民币贷款 6898 亿，略高于去年同期，从信贷投放的季节性规律来看则明显偏弱（图 1），这主要是央行加强了对商业银行的窗口指导，在供给端进行压降。然而从结构上看，10 月新增贷款中中长期贷款的贡献率达到了 118%，为今年来的次高，同比多增 2369 亿中主要由新增企业中长期贷款贡献；新增居民中长期贷款受制于按揭贷款的压降，同比仅多增 472 亿，为三季度月均水平的 1/3（图 2）。由此来看，当前实体经济的融资需求并未衰减，1-10 月新增贷款 16.9 万亿，在全年新增贷款控制在 20 万亿以内的目标下，预计 11-12 月短端和按揭贷款仍将受到控制，而与基建和制造业相关的企业中长期的扩张有望延续。

- **M1 加速回升，M2 回落不足虑。**10 月 M1 同比回升 1 个百分点至 9.1%，为年内新高，亦印证了企业经济活力继续增强。10 月 M2 同比回落至 10.5%，低于市场预期，财政存款的大增（同比多增 3499 亿）是一个因素；同时企业、居民、非银存款的回落对 M2 亦形成拖累，反映出 9 月季末冲存款后的腾挪效应。年内随着后续财政资金的投放以及信贷投放的达标，预计 M2 将小幅反弹。

- **非标拖累社融增量略不及预期，但政府债券发行支撑社融存量增速继续上行。**10 月新增社融 1.42 万亿，略低于市场预期；但同比仍多增 5520 亿元，并推升社融存量同比增速进一步上行至 13.7%，较前值加快了 0.2 个百分点；前 10 个月新增社融累计超过 31 万亿。结构上来看，政府部门加杠杆仍然是社融增量的主要支撑，9 月政府债券净融资 4931 亿元，同比多增 3060 亿元，虽然相较于 8、9 月份出现明显回落，但仍贡献了 10 月新增社融同比增量的 55%；非标中为贴现票据融资出现大幅收缩是拖累 10 月社融略低于市场预期的关键，10 月未贴现票据减少 1089 亿元，同比多降 35 亿元，这是今年 3 月份以来首次出现同比收缩。

- **展望后市，社融存量增速尚未见顶。**一方面，政府债券仍将是支撑年内社融增量的主要支撑。前 10 个月政府债券净融资 7.2 万亿，全年 8.5 万余的额度仍剩余 1.3 万亿，同比多增 7500 亿元。另一方面，假设除了政府债券外的新增社融部分符合过去 3 年的季节性规律，再加上 1.3 万亿政府债券额度发行完毕，那么未来两个月新增社融规模在 4.5-4.9 万亿左右，全年新增社融规模 35.5-35.9 万亿左右，全年社融存量增速在 13.7%-13.9%

- **风险提示：**监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

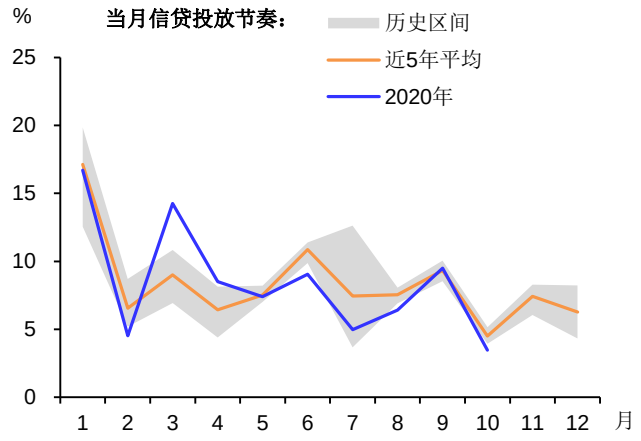
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20201106：经济稳、价格降、融资强》2020-11-07
2、《宏观点评 20201103：“十四五”规划：九大安全议题和投资机会》2020-11-03
3、《宏观点评 20201029：从五中全会公报看”十四五”布局》2020-10-29
4、《宏观点评 20201025：五中全会前瞻（Ⅰ）：五大关注点》2020-10-25
5、《宏观点评 20201019：经济再提速：哪些顺风？哪些逆风？》2020-10-19

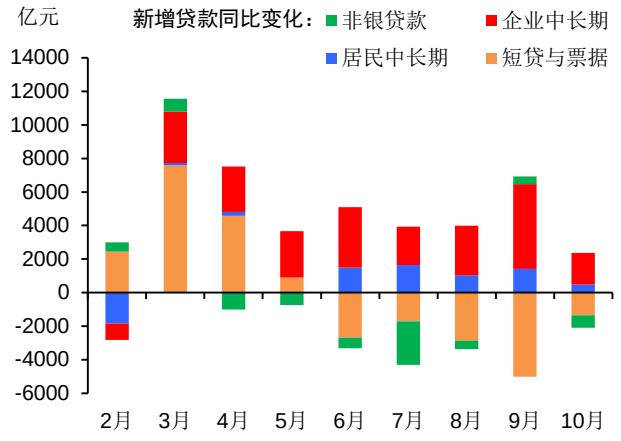
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：10 月新增贷款回落且弱于季节性



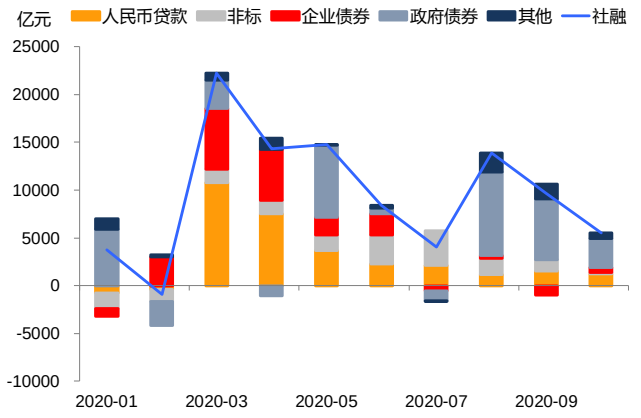
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：10 月新增贷款的结构亮点主要体现在企业中长期



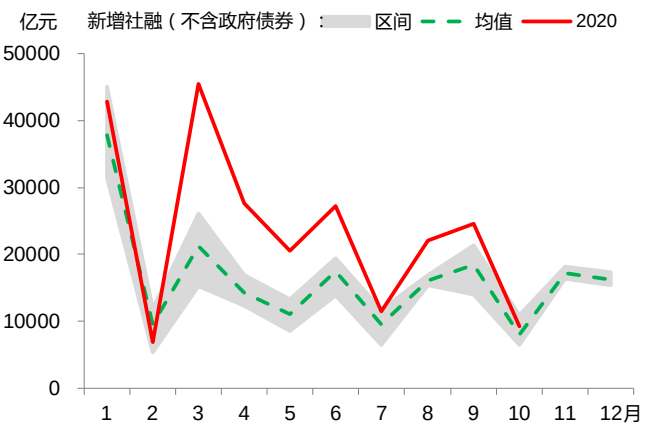
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：新增社融分项同比变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：社融（不含政府债券）过去 3 年季节性规律



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

