

相关研究

《宏观快报 20151112: 消费稳中有升--10 月零售数据点评》2015.11.12

《宏观快报 20151112: 经济下行未止, 供需双管齐下——10 月工业、投资数据点评》2015.11.12

《实体经济观察 2015 年第 43 期: 供给仍待收缩》2015.11.11

钱说多不多, 说少不少 ——10 月金融数据点评

主要观点:

11 月 12 日央行公布 2015 年 10 月金融统计数据: 10 月社会融资总量 4767 亿, 分别比上月和去年同期少 8523 亿元和 1770 亿元; 10 月末 M2 同比增 13.5%; 当月人民币贷款增加 5136 亿元。总体判断——钱说多不多, 说少不少。

- **一面是实体经济缺钱:** 体现为社会融资总量大幅缩水, 而信贷也环比大幅下降, 代表房地产销售和基建投资的居民、企业中长期贷款全面萎缩。

社会融资跳水。10 月社会融资大幅跳水, 新增社会融资 4767 亿元, 比上月少 8523 亿, 比去年 10 月少 1770 亿。其中表外未贴现票据同比少增超 1200 亿, 外币贷款同比少增超 600 亿, 是主要拖累因素。

信贷大幅回落。10 月新增金融机构贷款 5136 亿, 较 9 月的 1.05 万亿大幅下降。10 月房地产销售增速下降, 居民中长贷需求也转冷。10 月新增企业部门中长贷 1519 亿, 较上月减少超 2000 亿, 同比少增超 700 亿。由于资金来源不足和高基数, 10 月基建投资同比增速下滑至 12.9%, 房地产投资增速为 -2.8%, 增速仍为负值, 均对中长贷带动作用减弱。

- **一面是金融体系有钱:** 体现为 M2 增速继续反弹至 13.5%, 远超 12% 的目标增速, M1 增速也反弹至 14% 的 4 年新高, 前者得益于持续降准推高货币乘数、以及外占短期好转, 后者反映企业投资意愿低迷, 资金堆积在银行体系。

非银、企业存款上升。当月人民币存款增加 5785 亿元, 同比多增 960 亿元。其中居民存款减少 5921 亿元, 同比少增 526 亿, 企业存款增加 276 亿, 同比多增超 4700 亿。10 月 M1 继续大幅上升至 14%, 增速分别比上月末和去年同期高 2.6 个和 10.8 个百分点, 表明企业现金增加, 或反映着企业投资动力下降而囤积资金。10 月非银金融机构新增存款增加 4848 亿, 或因证券公司客户保证金存款回升。财政存款增加 5111 亿, 较去年 10 月少增 1726 亿, 显示积极财政影响。

M2 增速回升。10 月 M2 增速较 9 月 13.1% 回升至 13.5%。考虑到 10 月财政存款超 5000 亿和信贷大幅回落, M2 回升主要受存款回升、去年同期低基数、商行购买地方债、以及 10 月外汇占款边际改善的影响。10 月 616 亿美元贸易顺差冲抵资本外流影响, 当月外汇储备增量为正, 表明外汇占款或明显改善。整体看降准等工具推高货币乘数和 M2, 但货币滞留在金融体系内部, 从数据看 3 季度基础货币余额萎缩了 9000 亿。

- **如何疏通资金: 货币政策独木难支, 加大财政政策力度。**

为何资金难去实体经济, 我们认为有两大原因: **一是因为通缩加剧, 导致实际利率不降反升。**虽然 10 月再次双降, 贷款基准利率在最近三个月下调了 50bp, 但是 8 月以来 CPI 从 2% 下降至 1.3%, 降幅达到 70bp, 意味着 CPI 度量的实际利率不降反升, 因而未来依然要加大降息等宽松货币政策力度。但由于美国加息在即, 且存款利率已离 0 不远, 宽松货币政策空间受制约。央行也表示不能过度放水, 妨碍市场有效出清。

二是因为缺乏有效需求, 需要加大财政政策力度。当前地产销售回落, 去产能导致制造业投资低迷, 经济缺乏自主需求, 因而需要加大财政政策力度。而近期高层放风突破 3% 财政赤字率约束, 未来财政政策或成主角。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:顾潇啸

Tel:(021)23219394

Email:gxx8737@htsec.com

证书:S0850514100001

联系人:王丹

Tel:(021)23219885

Email:wd9624@htsec.com

具体分析:

一、实体经济缺钱

10月实体经济明显缺钱，体现为社会融资总量同比环比均大幅缩水，而信贷也环比大幅下降，代表房地产销售和基建投资的居民、企业中长期贷款全面萎缩。

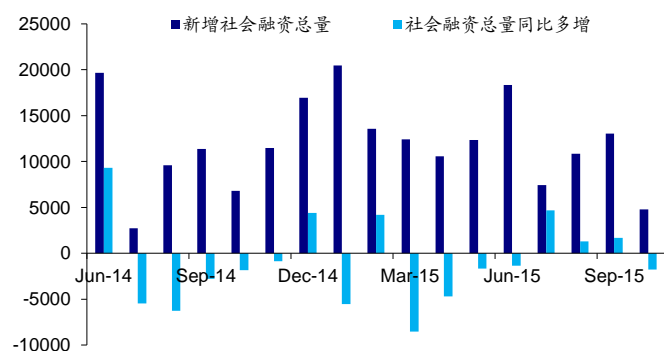
1.1 社会融资跳水

10月社会融资大幅跳水，新增社会融资4767亿元，比上月少8523亿，比去年10月少1770亿。其中对实体经济发放的本币贷款仍是社会融资的主力，10月新增5574亿，由于季节性因素等原因，尽管规模不高，但同比仍多增53亿。表外未贴现票据同比少增超1200亿，外币贷款同比少增超600亿，均构成负向拖累，信托贷款及企业债券净融资小幅缩水，委托贷款微幅增长。

股债融资不佳。10月新增企业债融资2516亿，较9月有所回落，结束8连增。新增股票融资连续4个月下降，证监会11月6日表示将在完善新股发行机制后，重启IPO，股票融资将回升，改善直接融资不平衡的局面。

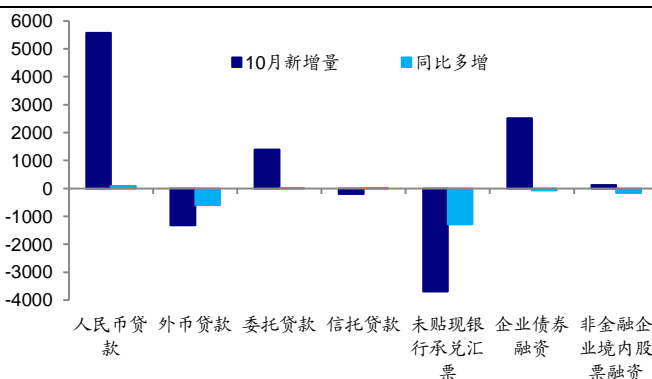
外币融资减少。10月新增外币贷款单月减少1317亿元，主因人民币贬值预期仍待稳定，叠加12月美元加息预期增强，企业外币负债持续去杠杆化。

图1 新增社会融资各项月度变化(亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 社会融资细分项目及同比多增额(亿元)

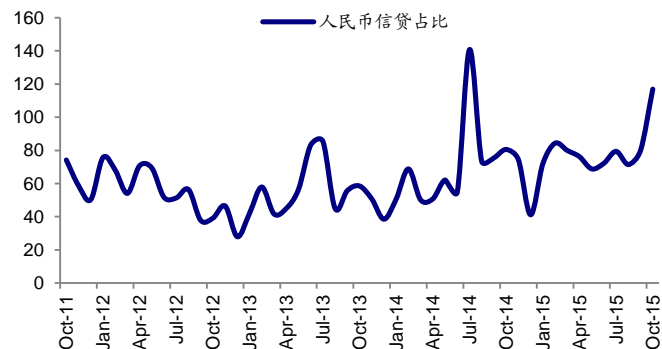


资料来源：WIND，海通证券研究所

1.2 信贷大幅回落

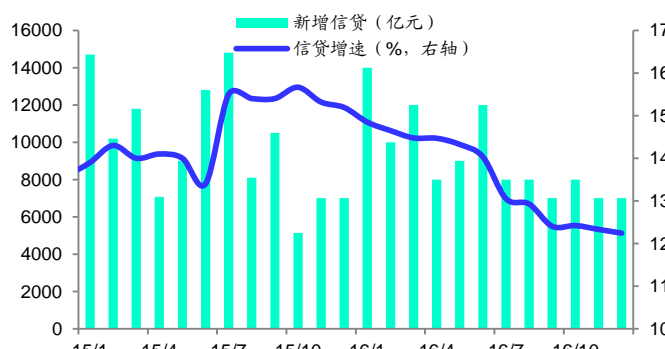
10月对实体经济发放的人民币贷款增加5574亿，同比多增53亿。新增金融机构贷款5136亿，较9月的1.05万亿大幅下降，同比多增480亿。10月新增非银贷款-395亿，旧口径新增贷款5531亿。10月信贷占社融总量比重上升至117%。预计全年新增信贷11.6万亿。

图3 新增融资总量中信贷占比(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 新增信贷及增速预测

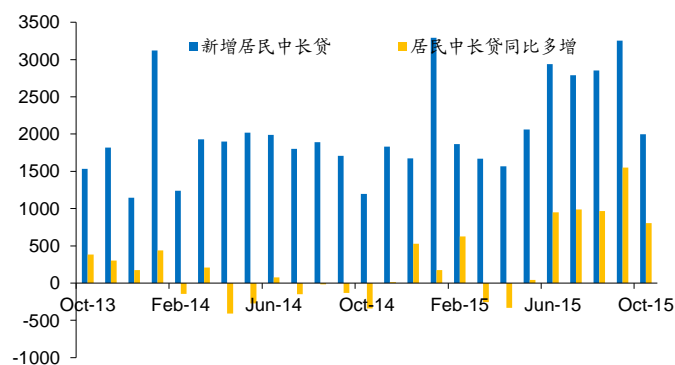


资料来源：WIND，海通证券研究所

10月居民中长贷回落。10月新增居民中长贷1998亿，较9月3256亿大幅回落，同比多增超800亿。我们前期指出，短期看居民中长贷对贷款仍有正面作用，但由于地产大周期向下，因而居民中长贷增长的持续性存疑。10月房地产销售面积同比增速降至5.5%，主因三四线城市去库存压力仍大，非重点城市需求整体走弱、大户型住宅销售增速大幅回落，以及

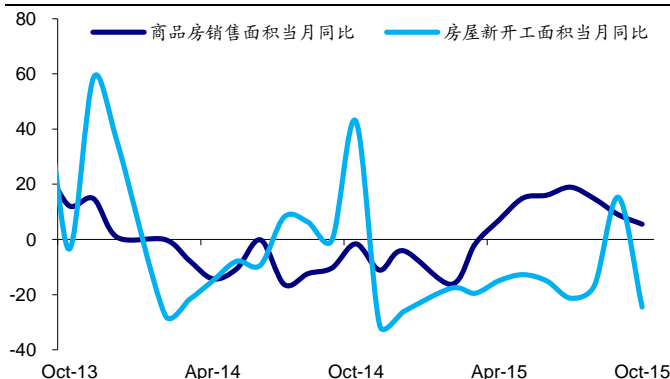
去年同期基数偏高。居民中长贷需求也转冷。

图5 新增居民中长期贷款、同比多增额（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

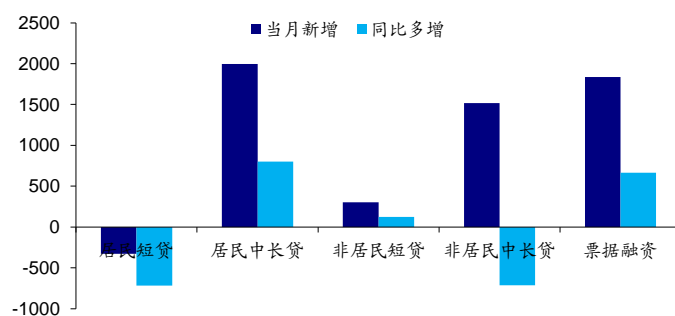
图6 地产销量和新开工增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

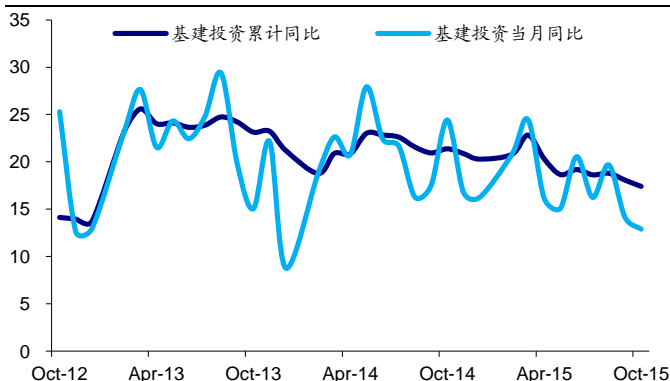
10月非居民中长贷动力减弱。10月新增企业部门中长贷1519亿，较上月减少超2000亿，同比少增超700亿。由于资金来源不足和高基数，10月基建投资同比增速下滑至12.9%，房地产投资增速为2.8%，增速仍为负值，均对中长贷带动作用减弱，而金融专项债等政府加杠杆措施效果有限。

图7 居民、非居民贷款细分项目及同比多增额（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 基建投资增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

二、金融体系有钱

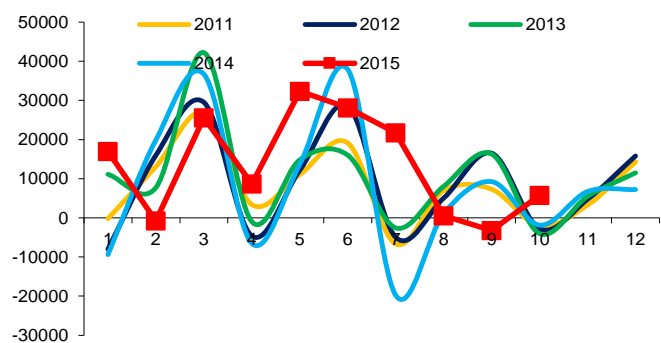
与此同时，10月金融体系资金充裕，体现为M2增速继续反弹至13.5%，远超12%的目标增速，代表企业存款的M1增速也反弹至14%的4年新高，前者得益于持续降准推高货币乘数、以及外占短期好转，后者反映企业投资意愿低迷，资金堆积在银行体系。

2.1 非银、企业存款上升

当月人民币存款增加5785亿元，同比多增960亿元。其中居民存款减少5921亿元，同比少增526亿，企业存款增加276亿，同比多增超4700亿。10月M1继续大幅上升至14%，增速分别比上月末和去年同期高2.6个和10.8个百分点，表明企业现金增加，或反映着企业投资动力下降而囤积资金。10月非银金融机构新增存款增加4848亿，或因证券公司客户保证金存款回升。财政存款增加5111亿，较去年10月少增1726亿，显示积极财政的影响。

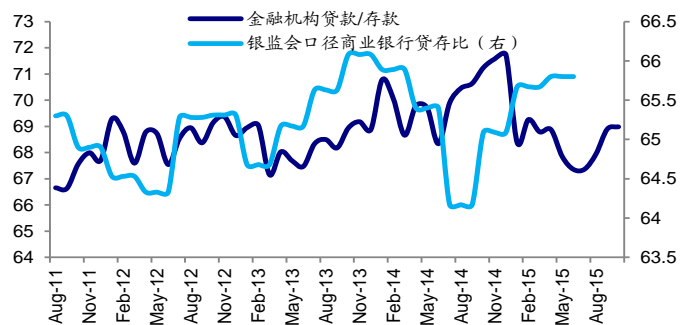
10月金融机构总存款余额134.3万亿元，同比增长12.7%，增速微幅回升。总贷款余额92.65万亿元，同比增长15.4%，与上月持平。央行口径贷存比小幅上升至68.9%。

图 9 金融机构新增存款当月值（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 10 商业银行贷存比（%）

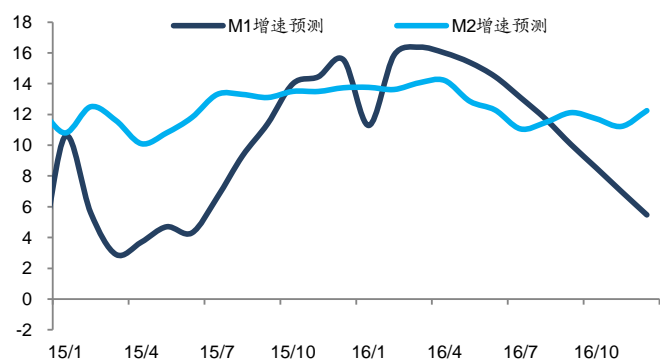


资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 M2 增速回升

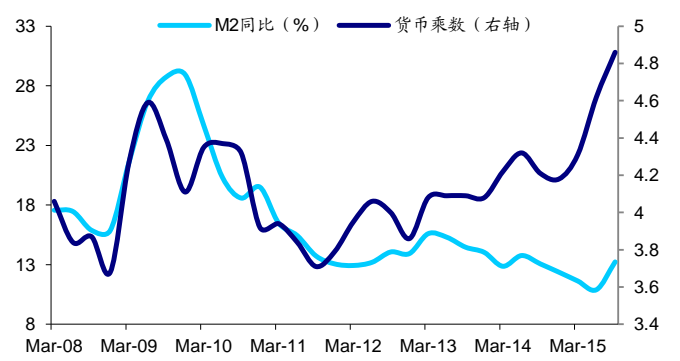
10 月 M2 增速较 9 月 13.1% 回升至 13.5%。考虑到 10 月财政存款超 5000 亿和信贷大幅回落，M2 回升主要受存款回升、去年同期低基数、商行购买地方债、以及 10 月外汇占款边际改善的影响。10 月 616 亿美元贸易顺差冲抵资本外流影响，当月外汇储备增量为正，表明外汇占款或明显改善。整体看降准等工具推高货币乘数和 M2，但货币滞留在金融体系内部，从数据看 3 季度基础货币余额萎缩了 9000 亿。

图 11 M1、M2 增速及预测（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 12 M2 和货币乘数（季度）



资料来源：WIND，海通证券研究所

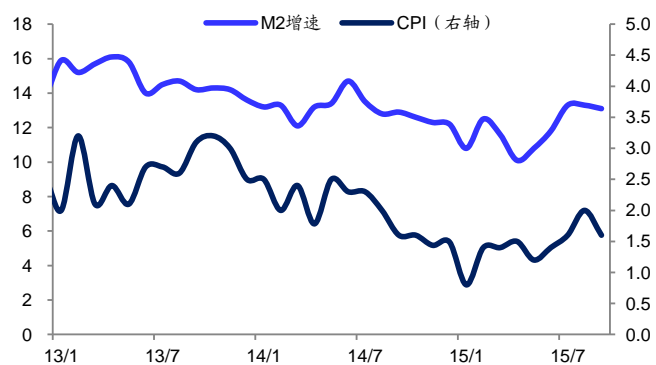
三、货币独木难支，财政或成主角

为何资金难去实体经济，我们认为有两大原因：

一是因为通缩加剧，导致实际利率不降反升。虽然 10 月再次双降，贷款基准利率在最近三个月下调了 50bp，但是 8 月以来 CPI 从 2% 下降至 1.3%，降幅达到 70bp，意味着 CPI 度量的实际利率不降反升，因而未来依然要加大降息等宽松货币政策力度。但由于美国加息在即，且存款利率已离 0 不远，宽松货币政策空间受制约。央行也表示不能过度放水，妨碍市场有效出清。

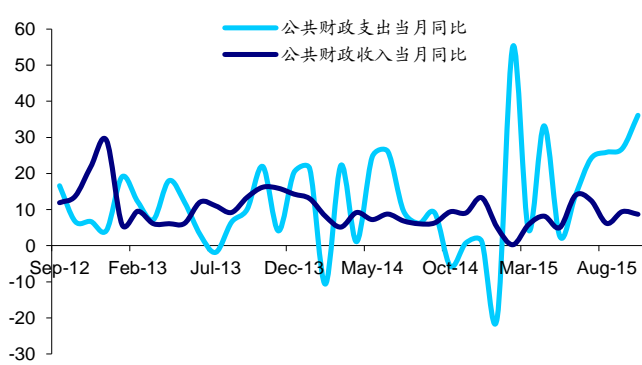
二是因为缺乏有效需求，需要加大财政政策力度。当前地产销售回落，去产能导致制造业投资低迷，经济缺乏自主需求，因而需要加大财政政策力度。而近期高层放风突破 3% 财政赤字率约束，未来财政政策或成主角。

图 13 M2 增速、CPI 增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 14 公共财政收入与财政支出同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超
顾潇啸 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。