



社融增速企稳，利率低位震荡



【财新网】(专栏作家 高瑞东) 10月新增社融基本符合市场预期和季节性表现, 新增信贷和政府债券是本月社融的主要拉动项; 受部分民营房地产公司信用风险持续发酵影响, 企业债券融资有所收缩。另外, 新增信贷相较往年同期虽有明显多增, 但从结构上来看, 票据融资仍是主要的支撑项, 企业贷款同比收缩态势并未改变, 信贷结构仍有待改善。

向前看, 社融口径下的政府债券, 仍有约 2.22 万亿元新增额度未使用, 相较去年同期多 1.11 万亿元, 预计仍将对后续新增社融形成较强支撑。因而, 预计 9-10 月社融增速大概率已是本轮信用周期底部, 11-12 月社融增速有望逐渐恢复至 10.3% 左右。

市场方面, 10 月社融增速与 M2 增速差仍延续收窄态势。考虑到四季度社融的主要支撑来自于政府债券融资, 结构性宽信用使得信用由稳转宽的概率不大, 后续社融与 M2 增速差或将维持低位。叠加经济增速下行节奏有所加快, 工业品通胀预计将会见顶回落等因素, 预计货币政策易松难紧。因而, 十年期国债收益率预计将保持低位窄幅震荡, 中枢约在 2.95% 附近, 以等待经济基本面和货币政策的进一步反应。

一、社融增速大概率已是本轮信用周期底部

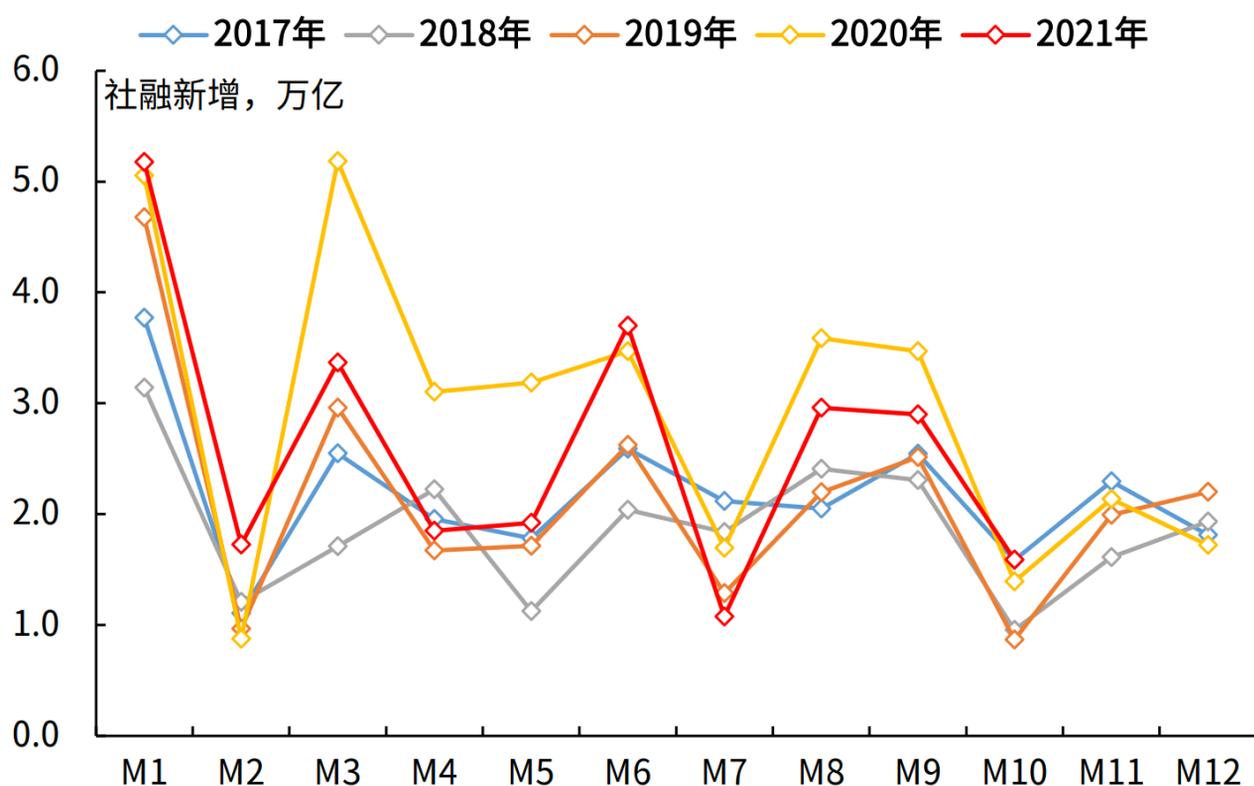
10 月新增社融 1.59 万亿元, 基本符合市场预期 (Wind 一致预期为 1.56 万亿元), 社融口径下的新增人民币贷款和政府债券融资, 是 10 月新增社融的主要拉动项。

结构上来看，与 2020 年同期相比，10 月表内融资多增 1231 亿元，表外融资多增 18 亿元，直接融资多增 922 亿元。与 2019 年同期相比，10 月表内融资多增 1129 亿元，表外融资多增 224 亿元，直接融资多增 4961 亿元。

从数据层面来看，新增信贷和政府债券是本月社融的主要拉动项。另外，受益于商业银行加大信贷投放，表内票据融资对表外票据融资的挤压有所减弱，10 月末贴现银行承兑汇票，无论是相对于 2020 年同期，还是相对于 2019 年同期，均有所修复。

10 月新增社融的主要拖累项，则来自于信托贷款和企业债券融资。一方面，监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资，并计划于 2021 年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩 20%”，信托贷款的收缩趋势预计将会贯穿 2021 年全年。另一方面，受到部分民营房地产公司信用风险持续发酵影响，企业债券融资同比少增 233 亿元。

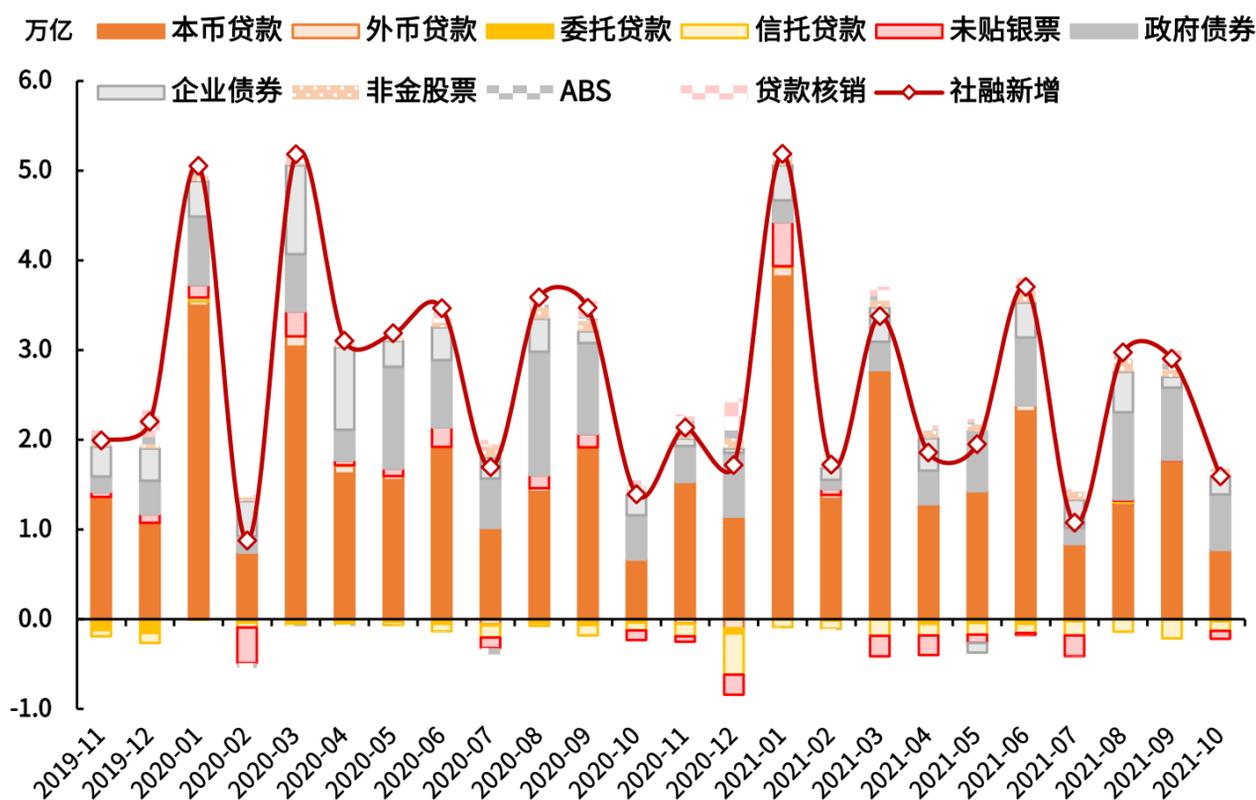
图 1：10 月新增社融基本符合季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

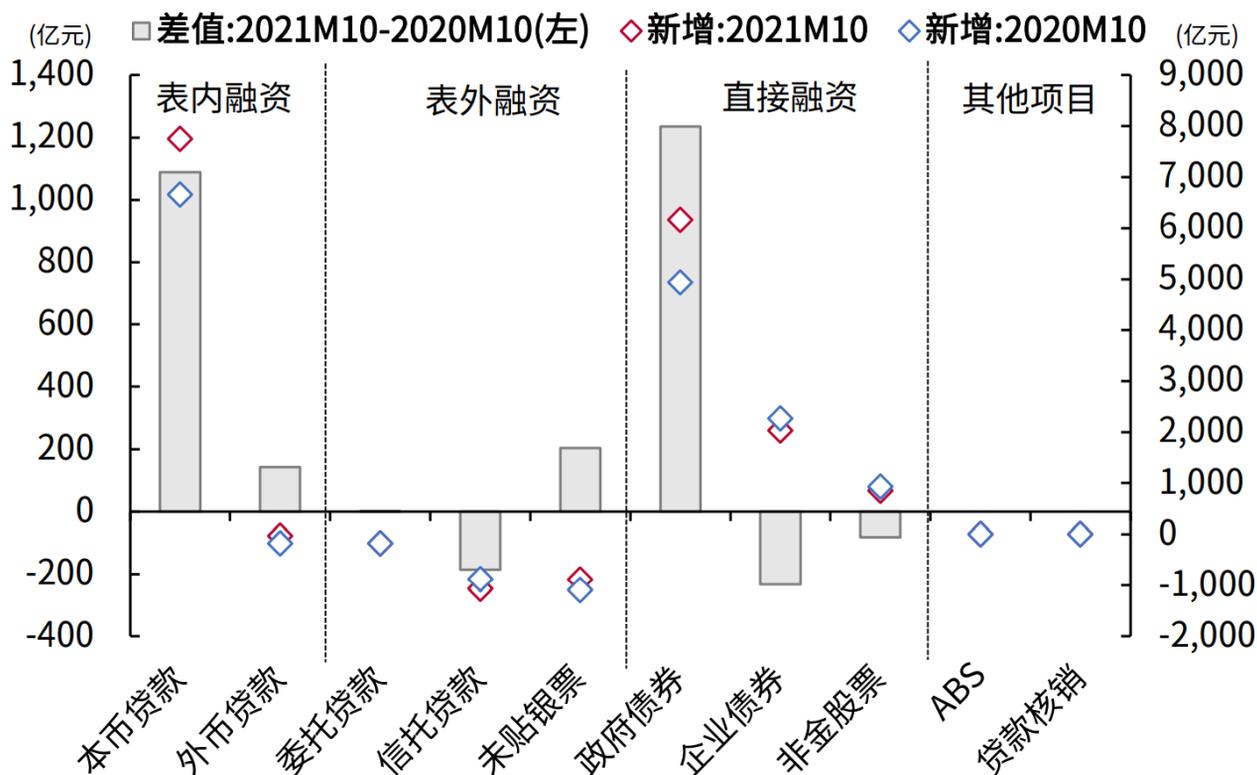
图 2：10 月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

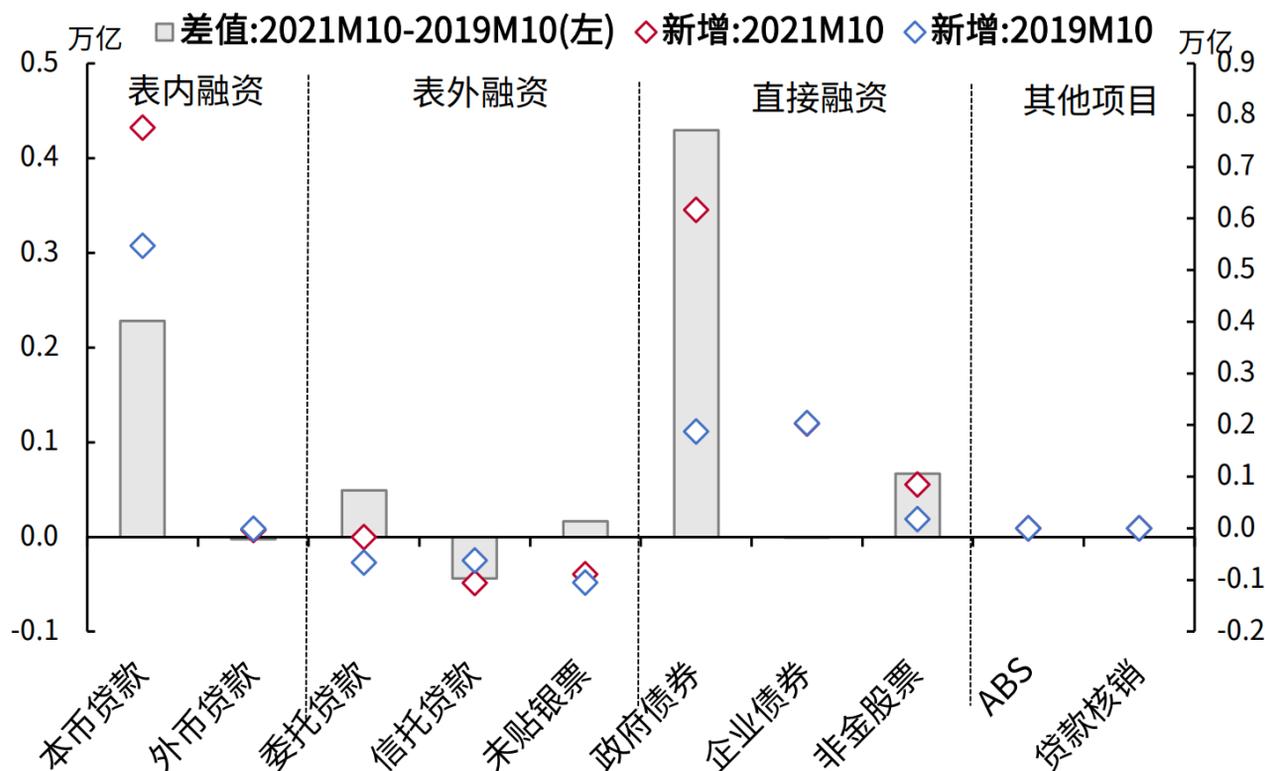
数据截至 2021 年 10 月

图 3：10 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：10 月社融新增与 2019 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

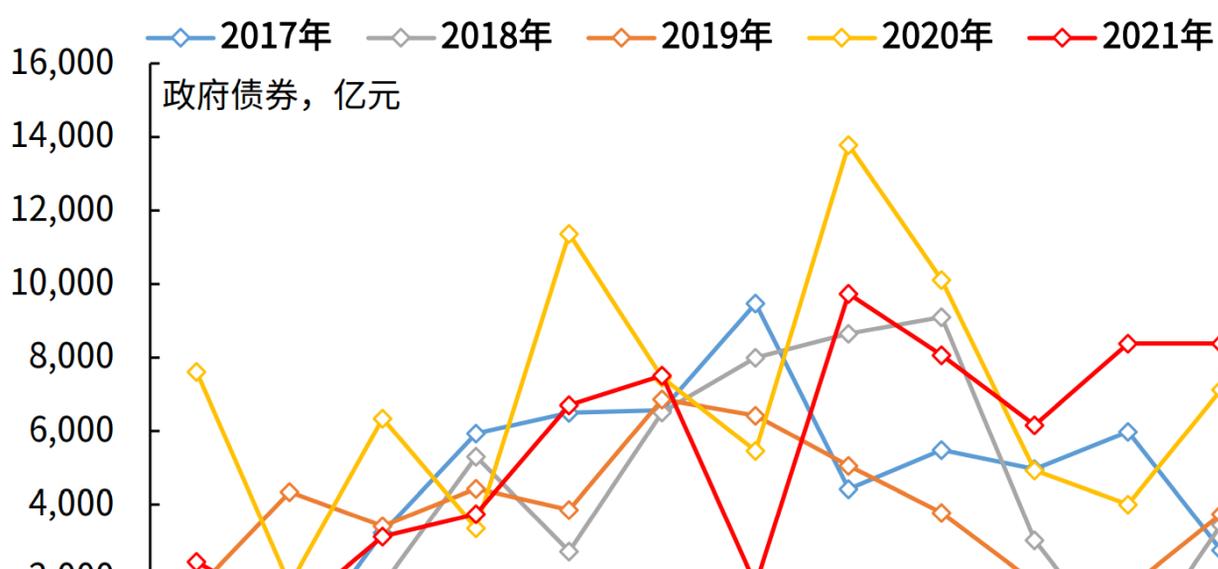
展望来看，10 月社融增速大概率将是本轮信用周期的底部。根据我们的测算，今年 1-10 月份，社融口径下的政府债券净融资额为 5.03 万亿元，而今年政府工作报告公布的全年政府债券净融资限额约在 7.25 万亿元左右。若按照全年政府债券实际净融资额为政府工作报告公布限额的 90%-95%，则 11-12 月份政府债券净融资量约在 1.50 万亿-1.86 万亿元左右，均摊到每个月则净融资量约在 7475 亿-9288 亿元左右，远高于去年同期月均 5563 亿元的水平，将继续对 11-12 月社融增速产生较强支撑。

另外，预计表内票据对表外票据的挤压将会持续缓和。8-10 月未贴现银行承兑汇票月均新增-248 亿元，相较于 3-7 月份月均-1582 亿元的新增

量，收缩趋势得到明显改善。这主要得益于两个方面的因素，一是，相较于去年同期，一级市场的票据承兑量有所上行；二是，政策层面于8月23日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会后，持续向商业银行传递出“增强信贷总量增长的稳定性”的政策引导，使得商业银行通过票据贴现冲量的需求有所缓和。

综合来看，叠加基数等因素，预计10月社融增速将是本轮信用周期的底部，11-12月社融增速有望逐渐恢复至10.3%的水平。

图 5：预计 11-12 月份政府债券融资将明显超出季节性规律



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29341

