

债券点评

社融低位盘整，但宽信用预期难以证伪——10月金融数据点评

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn

陈天彤 投资咨询资格编号
S1060521050001
CHENTIAN TONG660@pingan.com.cn



事项：

央行 11 月 10 日公布 10 月金融数据：新增社会融资规模 15900 亿元，市场预期 15600 亿元，前值 29000 亿元；新增人民币贷款（金融机构口径）8262 亿元，市场预期 7237.5 亿元，前值 16630 亿元。货币供给方面，M2 同比 8.7%，市场预期 8.4%，前值 8.3%；M1 同比 2.8%，前值 3.7%。

平安观点：

- **社融增速企稳，年内或维持低位。**10 月累计同比增速 10%，与上月持平，呈现企稳迹象。预计全年新增社融 30.5 万亿左右（+10.7%），年内维持底部震荡格局。从结构上看，新增信贷和新增政府融资同比分别多增 1089 亿元和 1236 亿元，各自为新增社融贡献“半壁江山”。1）信贷同比增幅 7 月以来首度转正，体现政策“稳信用”态度明确但幅度克制，若没有货币驱动，预计全年新增信贷约 20 万亿（+11.8%），维持回落；2）预计国债全年净增 2.23 万亿，低于计划值（2.75 万亿）。受高基数影响，政府融资对年内社融拉动有限。
- **个人住房贷款成“稳信用”着力点，企业信贷意愿依旧偏弱。**10 月居民信贷表现好于企业：1）居民贷款同比多增 316 亿元，为 5 月以来首次转正，我们预计居民消费意愿改善+地产政策纠偏将推动居民信用持续修复，但幅度尚待观察。2）企业经营活动呈现边际改善的迹象，但企业信用融资和投资的意愿尚未看到明显修复。一方面，10 月末贴现银行承兑汇票同比增幅 3 月以来首度转正，企业信贷同比增幅较 9 月也有所扩大。另一方面，新增企业中长期贷款连续第 4 个月同比负增长，新增地产债连续 5 个月净偿还，BCI 企业投资前瞻指数仍未见底。
- **当前央行对经济判断或好于市场，政策仍聚焦结构性工具。**需注意，货币放松与基本面边际企稳均越来越近，节奏或是交互的，年内总量货币政策稳定情形下，债市仍是震荡行情。投资者在此类政策市中只能结合点位，以交易心态参与。向后看，随着出口支撑减弱，经济有望步入衰退阶段，依然需要“宽货币→宽信用”，结构性政策或难以完成托底经济重任。但就央行近期表态看，年内启动全面宽松概率较小。而且，前瞻数据指向经济或边际企稳，需警惕基本面潜在利空。在总量政策维稳的前提下，债市仍是震荡格局，投资者可参照：10 年国债 2.8%-3.1%，国开债 3.2%-3.5% 区间结合消息面布局交易。对于配置盘而言，收益率回落至震荡区间下沿，可等待最佳的入场时机。
- **风险提示：**1）经济下行超预期致逆周期调节窗口提前到来；2）货币政策提前转向宽松；3）监管政策升级。

一、社融增速企稳，年内或维持低位

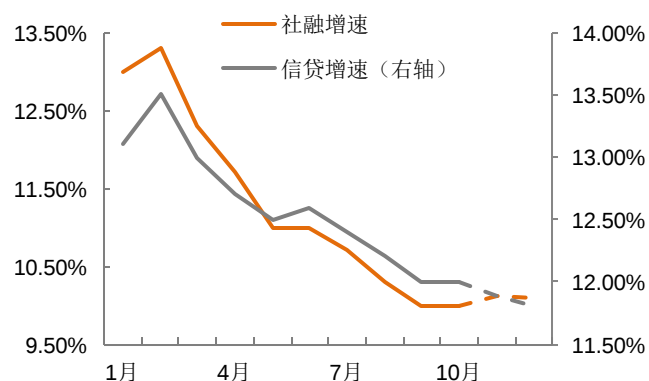
在信贷、政府融资拉动下，10月新增社融 1.59 万亿，同比多增 1971 亿元，为三季度以来首度转正。社融累计同比增速 10%，呈现企稳迹象。当前政策托而不举，年内社融增速维持底部震荡格局。

预计全年新增社融 30.5 万亿左右，增速 10.7%，年内维持底部震荡格局。从结构上看，新增信贷和新增政府融资同比分别多增 1089 亿元和 1236 亿元，各自为新增社融贡献“半壁江山”。

信贷释放了政策态度：即“稳信用”态度明确，但定力十足。向后看，除非政策开启“逆周期”调节模式，以“宽货币”驱动“宽信用”，否则经济下行压力下，信贷增速难以有超预期的表现。我们预计全年新增信贷约 20 万亿，增速 11.8%，高基数影响下，年内增速仍将继续回落（图表 1）。

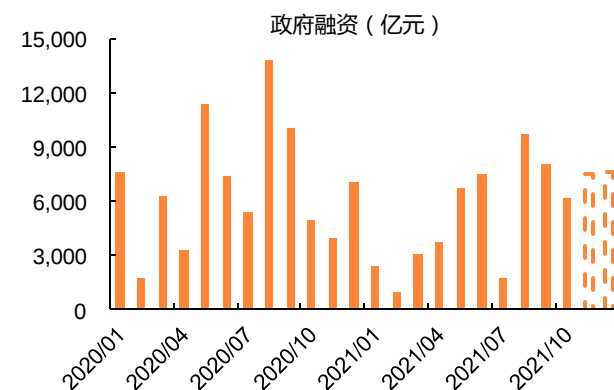
政府融资也体现了政策定力，预计不会成年内拉动社融的力量。由于 2021 年中央财政收入完成较好，国债发行规模可能低于中央财政赤字目标；以及高基数效应，年内政府融资很难拉动社融增速向上。中性估计下，若 12 月国债发行规模与 11 月一致（7500 亿元），全年国债净融资为 2.23 万亿，低于 2.75 万亿目标。

图表1 年内社融、信贷增速预测（%）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表2 去年末政府融资规模偏高



资料来源：wind，平安证券研究所

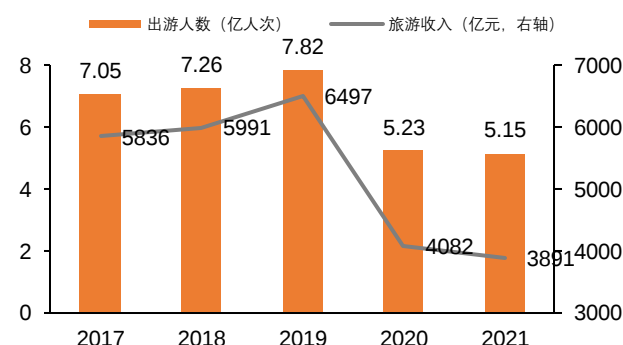
二、个人住房贷款成“稳信用”着力点，企业信贷意愿依旧偏弱

居民贷款同比多增 316 亿元，我们预计居民消费意愿改善+地产政策纠偏将推动居民信用持续修复，但幅度尚待观察；居民短贷、中长贷均有好转，分别新增 426 亿元、4221 亿元，同比分别多增 154 亿元和 162 亿元，均为 5 月以来同比首度转正。

居民短贷好转或与十一假期旅游消费拉动有关，尽管今年“十一”消费数据较 2019 年仍有距离，但与 2020 年相差无几，消费意愿并未进一步走弱（图表 3），未来随着新冠特效药上市，以及线下消费放开后，中低收入群体收入改善，当前偏低的居民消费意愿将迎来持续改善（图表 4）。

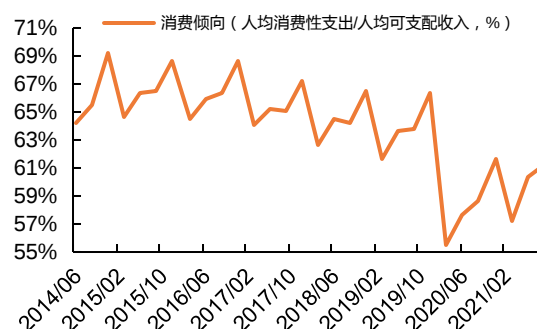
居民中长贷好转主要源自地产按揭的政策纠偏，预计企稳后逐步改善：10 月末，个人住房贷款余额 37.7 万亿元，当月增加 3481 亿元，较 9 月多增 1013 亿元。三季度金融数据发布会上，央行强调“保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展”，政策引导下，按揭贷款额度或边际放松，“误伤”刚需有所修复，10 月一线城市商品房成交面积同比增速 -13.06%，较 9 月回升 22 个百分点。向后看，刚需正常释放，但本轮地产销售增速高点已过，预计居民中长期贷款底部企稳，但难有明显回升。此外，9 月初央行投放的 3000 亿元支小再贷款对居民经营贷也有一定的提振效果。

图表3 今年“十一假期”消费基本与去年持平



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 当前居民消费倾向依然不高 (%)



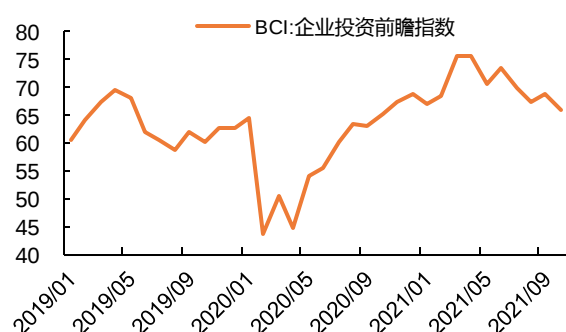
资料来源: wind, 平安证券研究所

企业经营活动呈现边际改善的迹象，但企业信用融资和投资的意愿尚未看到明显修复。

一方面，未贴现银行承兑汇票同比增幅 3 月以来首度转正，显示出政策纠偏已经带动经济活动小幅改善。10 月新增企业信贷 3101 亿元，同比多增 766 亿元，增幅较 9 月也有小幅扩大。

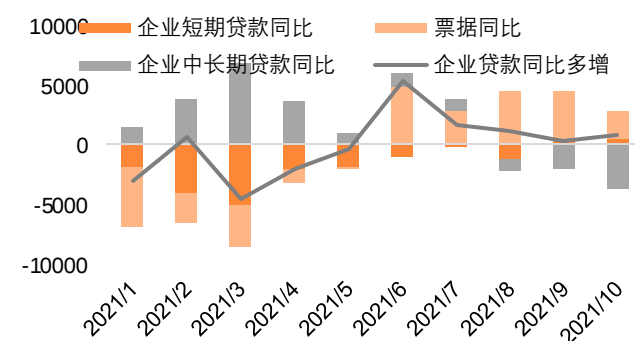
但是，企业信用企稳和投资改善并不明显。新增企业中长期贷款 2190 亿元，同比少增 1923 亿元，为连续第 4 个月同比负增长，回落幅度较 9 月有所收敛。新增企业债券融资 2030 亿元，连续两月同比少增，地产债连续 5 个月净偿还，当前的改善程度较弱。BCI 企业投资前瞻指数自 5 月出现回落拐点并未呈现企稳迹象（图表 5、6）。

图表5 企业投资前瞻指数并未呈现企稳迹象



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 企业信贷结构依旧偏弱 (亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

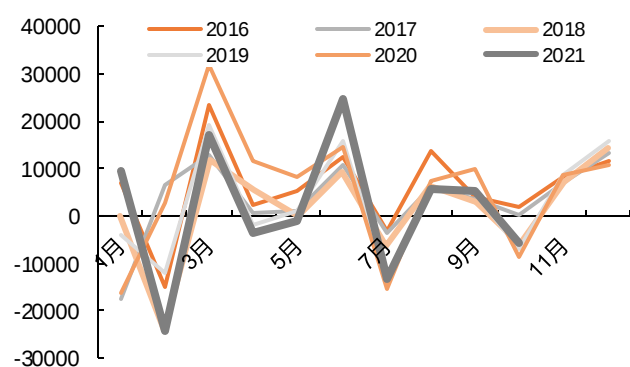
三、基数效应放大 M2-M1 剪刀差，不能说明经济动能继续趋弱

本月存款上呈现 M2-M1 走扩和居民存款向非银搬家的现象，我们认为前者并不能说明经济动能走弱，后者可能受房市影响。

一方面，M2-M1 走扩是基数效应所知，但 M1 两年复合增速已经企稳，结合同比回升的未贴现银行承兑汇票，企业生产经营活动有好转迹象。去年四季度为本轮经济修复的高点，生产经营活动向好，M1 增速回升，M2 增速回落；而在前期限产、涨价等因素影响下，当前企业生产经营活动收缩，本就会出现 M2 增速回升，M1 增速回落的情况，而基数影响正好放大了 M2-M1 走阔的程度，如果看两年复合增速，10 月 M1 为 5.9%，并未较 9 月进一步下行，M2 为 9.6%，较 9 月微升 0.1 个百分点。M1 两年复合增速企稳，结合未贴现银行承兑汇票同比增幅转正，以及 10 月基建新订单回升等前瞻数据看，经济或将呈现边际企稳迹象。

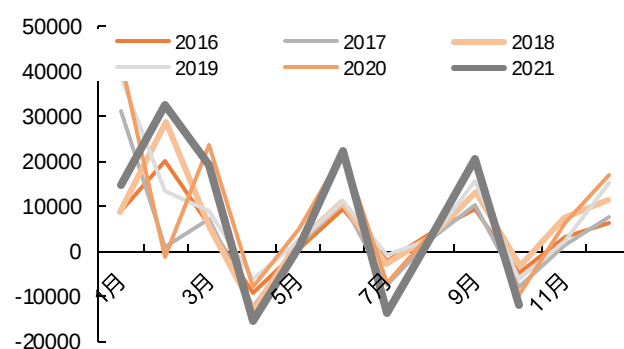
另一方面，居民存款搬家可能与按揭额度收紧有关，地产政策纠偏以后或将缓解。10月新增非银存款 1.24 万亿，同比多增 9482 亿元，创今年 6 月以来新高，主要源自居民存款搬家：10 月居民存款少增 1.2 万亿，是 2016 年以来最低水平（图表 8），企业存款少增 5721 亿元符合 2016 年以来均值水平（图表 7）。我们估计，由于前期银行按揭贷款额度收紧，直到 10 月中旬才有所放松，原本准备购房的居民存款可能流向非银机构做暂时流动性管理，9 月新成立货基、债基 32 只，为 6 月以来最高水平。

图表7 10月新增企业存款符合季节性规律（亿元）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 10月新增居民存款创历史同期新低（亿元）



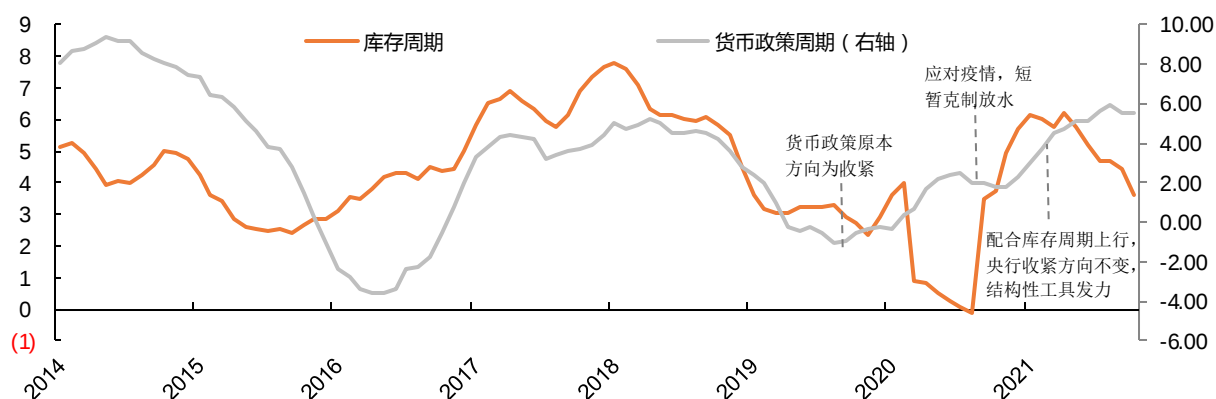
资料来源: wind, 平安证券研究所

四、全面宽松仍需等待，债市年内震荡格局不变

当前央行政策对经济的判断或好于市场预期，政策仍聚焦结构性工具。需要注意的是，货币放松与基本面边际企稳均越来越近，节奏或是交互的，投资者在此类政策市中或只能以交易心态参与。年内货币政策稳定情形下，债市仍是震荡行情。2020 年，我国经济站在新一轮库存周期的起点上，但疫情的出现迫使央行改变原本收紧的方向（图表 9），但鉴于周期启动之下，银行、实体顺周期行为，应对疫情的宽松必须是克制且高效的，否则将难以控制实体经济杠杆率在合意范围内，因此，今年货币政策多强调直达，即绕开了“宽货币”直接结构性“宽信用”，11 月 8 日，碳减排支持工具落地，依然是“先贷后借”的再贷款形式，说明当前央行政策仍聚焦结构性问题，对于经济的判断比市场相对乐观。

向后看，随着出口支撑减弱，经济全面步入周期中衰退阶段，依然需要“宽货币→宽信用”过程，结构性政策或难以完成托底经济的重任。就央行近期表态看，年内启动全面宽松概率较小，债市仍是震荡格局不变，投资者仍可按照：10 年国债 2.8%-3.1%，国开债 3.2%-3.5% 的震荡区间，结合消息面布局交易，需要注意的是，前瞻数据指向经济或边际企稳，需警惕基本面潜在利空。对于配置盘而言，收益率回落至震荡区间下沿，可等待更佳入场时机。

图表9 新一轮库存周期开启撞上疫情“黑天鹅”，央行改变流动性投放方式（%）



资料来源: wind, 平安证券研究所

风险提示：1) 经济反弹时间早于预期；2) 政策发生重大转向；3) 市场发生剧烈调整。

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_29263