

社融企稳了

—10月金融数据点评

宏观事件点评

2021年11月11日

报告摘要：

10月社融增速10%，持平前值，读数上社融增速企稳了。

10月社融直观读数上有两个鲜明特征。一，年内大部分月份社融增速下行，极少月份社融企稳，6月和10月，当时社融均有企稳迹象；二，本月新增社融和新增人民币贷款罕见同比多增。本月社融企稳信号值得关注。

之前市场预期政府债券发行提速，能够对社融形成助推，因而对10月社融抱有较高预期。然而本月政府债券发行节奏并未显著加快，对社融拉动弱于预期。本月助力社融企稳的反而是私人部门融资（政府债券之外的融资分项）。

本月居民信贷表现令人惊喜，居民短贷和中长贷都有不同幅度同比多增。去年10月居民信贷放量较大，在此基础上今年继续同比增扩，最终居民信贷结束二季度以来的收缩趋势。这一迹象意味着政策对地产销售的调控思路有所转变。

6月以后表内短贷及票据始终保持扩张，本月表内短贷和票据表现依然较好，反映金融机构调松信用供给。

相较往年，今年国债和专项债发行进度显著偏慢。11、12月政府债券发行量较往年同期将多出1万亿。年底最后两月社融增速或因此抬升。

● 风险提示：

宽信用节奏超预期；地产调控政策超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

11月10日，央行发布10月社融数据。10月新增社融1.59万亿，社融增速10%，持平前值。

1 社融开始有企稳迹象

10月新增社融1.6万亿，同比多增1971亿元；新增人民币贷款7752亿元，同比多增1089亿元。这是一组来之不易的同比多增。

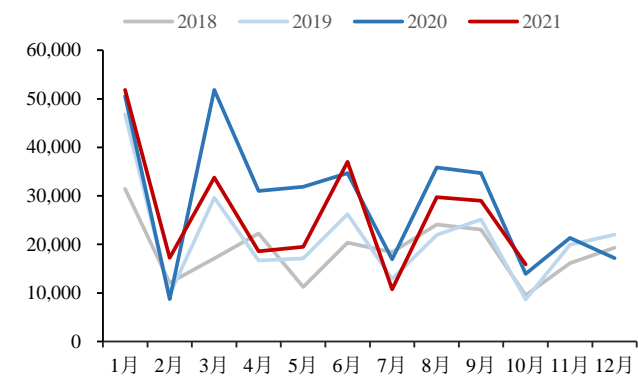
为应对疫情，2020年社融大幅扩张，全年新增社融投放约35万亿，创下单年社融投放历史最高值。反观今年，除了7月等个别月份，新增社融确有收缩，其他多数月份社融规模并不小（对照2018年和2019年）。然而面对去年夸张的高基数，今年多数月份新增社融表现出同比少增，社融增速也就自然同步下行。

年初至今，社融同比高点出现在2月（13.3%），随后社融同比一路下行。3-5月社融下行速度非常快，三个月社融同比跌去2.3个百分点，是有史以来最快降速。

6月社融收敛速度略有缓和，6月社融同比持平于5月（11%）。7月以后社融再度开启下降趋势。7-9月，这三个月社融同比累计下降1个百分点，降幅和降速较年初3-5月有所改善。

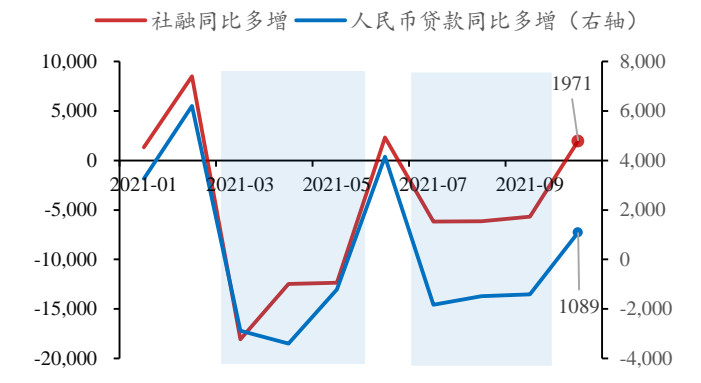
10月社融同比持平前月，是年内少见的同比企稳月份（另一个时间点是6月）。从这一点看，10月社融同比企稳，背后的信号值得关注。

图1: 2020年新增社融投放量达到历史偏高水平（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2: 10月新增社融和人民币贷款开始表现出同比多增（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 社融企稳背后是信用供给略有放松

之前市场对10月社融企稳有较高预期，主要逻辑是看10月政府债券对社融能有较强拉动。事实上10月政府债券融资6167亿元，同比多增仅1236亿元，专项债发行进度略有加快，然而国债发行拖累进度。最终政府债券对10月社融的拉动弱于之前预期。本月助推社融企稳的倒是私人部门融资（政府债券融资之外的融资分项）。

本月居民信贷表现令人惊喜。

今年一季度房地产调控政策收紧，不少地区上调房贷利率，严查经营贷入市并严控房贷额度。这种背景下，4月居民信贷开始收缩，同比少增约1400亿元，结束了去年3月开始的居民信贷扩张期。这就意味着进入二季度，偏紧房地产调控开始显现效果。

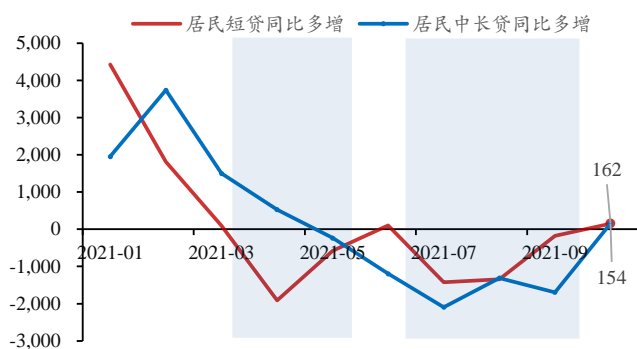
刚开始居民信贷降温主要落在居民短贷。这可以理解为严控套利行为加杠杆，毕竟经验上套利活动会包装在短贷口径之下。6月开始居民中长期贷款也开始明显负增长，尤其7、8、9三月份，居民长贷同比缩幅已经达到历史偏高水平，甚至高于2017年四季度。居民中长期贷款较难混入投机因素，说明进入三季度，信贷额度调控已经切实影响到居民购房刚需。

10月居民信贷同比新增316亿元，居民中长贷同比新增162亿元。仅同比增幅而言，数据并不大。考虑到去年10月居民信贷投放量并不弱，能够在此基础上继续同比增扩，并且结束二季度以来居民信贷收缩趋势，这一迹象或可意味着地产销售端的调控思路略有转变。

本月表内短贷和票据表现较好，同样反应信用供给调松。

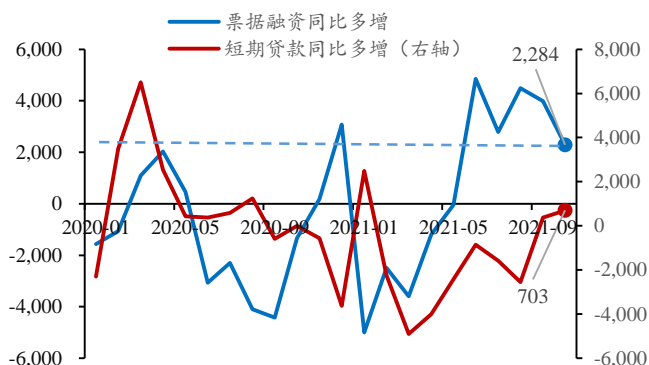
本月表内短贷和票据融资1298亿元，同比多增2987亿元，同比多增幅度虽然低于前月（4362亿元），但6月以后表内短贷及票据始终保持强势扩张。这一数据显示近期商业金融机构针对实体企业部门，已经打开信用供给。

图3: 本月居民长贷和短贷均小幅同比多增 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 10月表内短贷和票据持续改善 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 关注 11-12 月政府债券发行对社融的推升

今年以来政府债券发行进度一直偏慢。因为去年底留有财政结余资金和项目至今年年初启用，所以专项债发行一直低于预期。5月以后专项债发行节奏有所加速，然而相较往年进度，下半年专项债发行节奏也并没有显著快于以往同期水平。

2019年和2020年，当年1至10月国债发行进度分别达到64%和76%；一般债发行进度分别为98%和97%；专项债发行进度达到99%和95%。也就是说，往年地方债（含一般债和专项债）通常都会在10月发行完毕。

今年1至10月，国债发行进度53%，一般债发行进度92%，专项债发行进度80%。今年国债和专项债发行进度显著偏慢。

今年11月和12月还需要发行超过2万亿政府债券。往年11、12月累计发行1万亿左右的政府债券。今年最后两月政府债券发行量将“超量”1万亿左右。显然，因为政府债券发行偏慢，年底最后两月社融增速将有明显抬升。

图5: 关注未来两个月政府债券融资力度

年份	2019			2020			2021		
	国债	一般债	专项债	国债 (含特别国债)	一般债	专项债	国债	一般债	专项债
预算限额	18300	9300	21500	37800	9800	37500	27500	8200	36500
1月	170	2276	1412	-1173	702	7148	-679	0	0
2月	309	1607	1667	284	2029	2350	505	0	0
3月	-557	1304	3582	2317	1863	1331	1226	100	264
4月	1955	456	637	715	509	693	-303	1343	2056
5月	2375	355	1302	3349	418	9980	2064	2181	3520
6月	910	1903	5267	5471	34	811	2635	1032	4303
7月	1340	768	2997	5035	73	349	-1658	630	3403
8月	2334	227	3194	4195	2901	6307	4681	1046	4884
9月	1236	176	1240	4535	863	4683	4742	486	5231
10月	1624	0	0	3902	85	1814	1439	734	5410
1-10月发行额度	11696	9072	21299	28630	9478	35466	14652	7552	27578 ^①
1-10月发行进度	64%	98%	99%	76%	97%	95%	53%	92%	76%
11-12月发行额度	5851	17	190	11724	27	553	12848	648	8922
11-12月发行进度	32%	0%	1%	31%	0%	1%	47%	8%	24%

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

4 风险提示

货币调控力度超预期；碳减工具推进进度超预期。

插图目录

图 1: 2020 年新增社融投放量达到历史偏高水平	2
图 2: 10 月新增社融和人民币贷款开始表现出同比多增	2
图 3: 本月居民长贷和短贷均小幅同比多增	3
图 4: 10 月表内短贷和票据持续改善	3
图 5: 关注未来两个月政府债券融资力度	4

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_29233

