

总量研究

社融增速企稳，利率低位震荡

——2021年10月金融数据点评

要点

事件：2021年11月10日，中国人民银行公布10月货币金融数据。社融新增1.59万亿，同比多增1970亿，前值2.90万亿，存量同比增速10.0%，前值10.0%；人民币贷款新增8262亿元，同比多增1364亿元，前值1.66万亿；M2同比增速8.7%，前值8.3%。

核心观点：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。

社融：社融增速大概率已是本轮信用周期底部

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。

信贷：信贷结构有待改善，住房信贷边际好转

10月新增信贷8262亿元，与2020年同期相比多增1364亿元，与2019年同期相比多增1649亿元。总量上来看，新增信贷相较往年同期明显多增。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。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例趋势性上行。

在信贷资源供给充裕，企业信贷需要明显回落的背景下，可以看到，相较7-9月，10月下旬同期限银票转贴现利率与SHIBOR利差明显收窄，表明商业银行月末冲量意向有所缓和，通过下沉信贷主体等措施加大信贷投放的意愿有所增强。因而，预计后续新增信贷仍有韧性，不会明显走弱，但也难言改善。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

相关研报

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构——2022年宏观年度策略报告（2021-11-02）

社融增速或将企稳，利率上行空间有限——2021年9月金融数据点评（2021-10-13）

美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二（2021-09-02）

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五（2021-08-19）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

一、社融增速大概率已是本轮信用周期底部.....	3
二、信贷结构有待改善，住房信贷边际好转.....	5
三、企业活力持续走低，利率保持低位震荡.....	7

图目录

图 1：10 月新增社融基本符合季节性.....	4
图 2：10 月新增社融结构.....	4
图 3：10 月社融新增与 2020 年同期比较.....	4
图 4：10 月社融新增与 2019 年同期比较.....	4
图 5：预计 11-12 月份政府债券融资将明显超出季节性规律.....	5
图 6：8 月以来票据承兑、贴现矛盾有所缓和.....	5
图 7：10 月新增人民币贷款强于季节性.....	5
图 8：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行.....	5
图 9：10 月信贷新增与 2020 年同期比较.....	6
图 10：10 月信贷新增与 2019 年同期比较.....	6
图 11：10 月下旬同期限银票转贴现与 SHIBOR 利差明显收窄.....	7
图 12：一季度以来，各类型企业的贷款需求指数持续回落.....	7
图 13：相较去年同期，10 月非银存款明显多增.....	8
图 14：社融与 M2 同比增速差继续下行.....	8

表目录

表 1：对购房个人的融资监管有所缓和.....	6
-------------------------	---

事件：2021年11月10日，中国人民银行公布10月货币金融数据。社融新增1.59万亿，同比多增1970亿，前值2.90万亿，存量同比增速10.0%，前值10.0%；人民币贷款新增8262亿元，同比多增1364亿元，前值1.66万亿；M2同比增速8.7%，前值8.3%。

核心观点：

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然明显多增，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

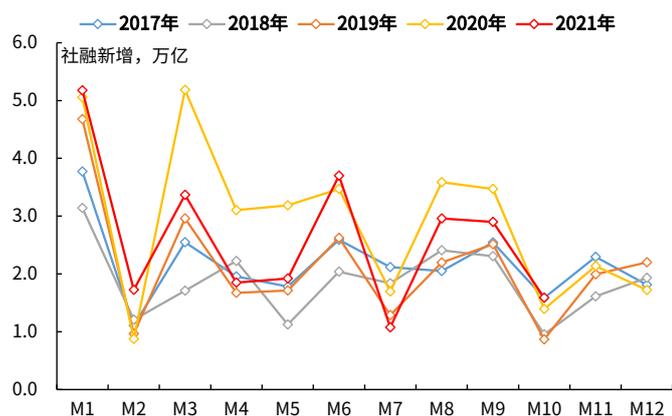
10月新增社融1.59万亿元，基本符合市场预期(Wind一致预期为1.56万亿元)，社融口径下的新增人民币贷款和政府债券融资，是10月新增社融的主要拉动项。

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月未贴现银行承兑汇票，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。

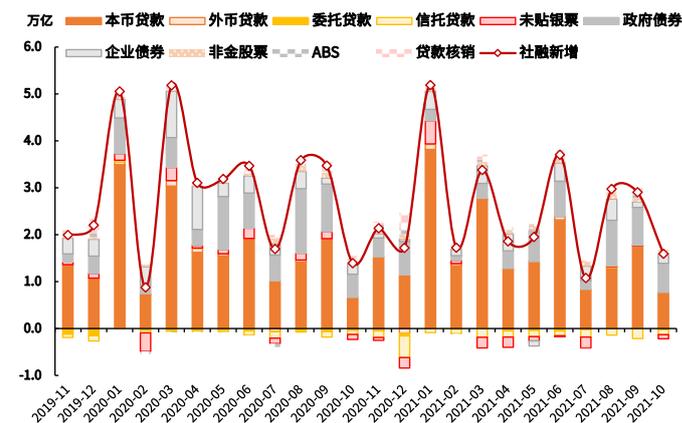
图 1：10 月新增社融基本符合季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

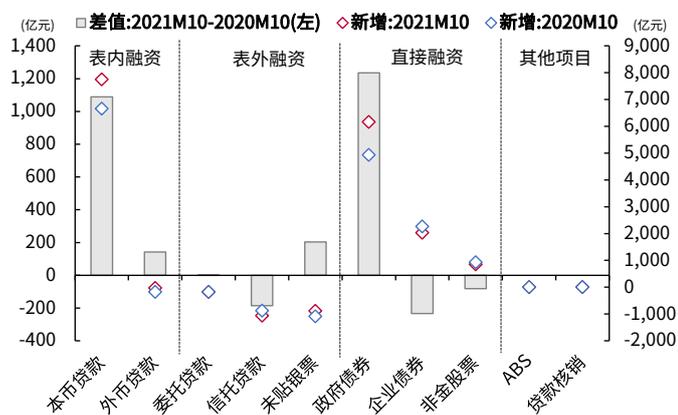
图 2：10 月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

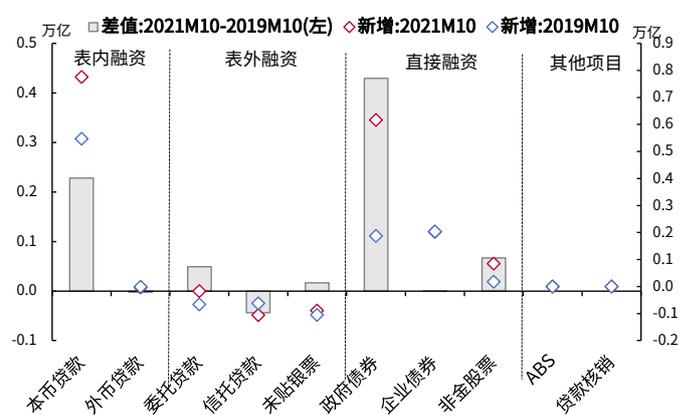
数据截至 2021 年 10 月

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



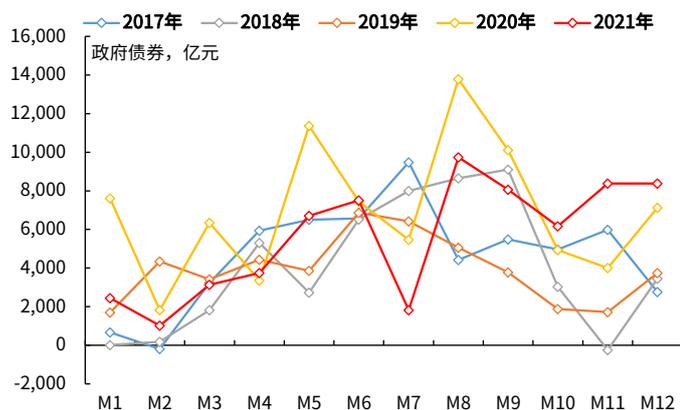
资料来源：Wind，光大证券研究所

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 1.50-1.86 万亿元左右，均摊到每个月则净融资量约在 7475-9288 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 月末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。

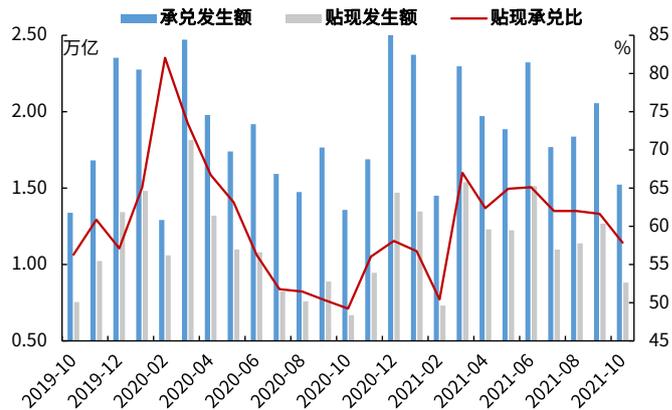
图 5：预计 11-12 月份政府债券融资将明显超出季节性规律



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：2021 年 10 月及之前数据来源于 Wind，2021 年 11-12 月数据为预测数据

图 6：8 月以来票据承兑、贴现矛盾有所缓和



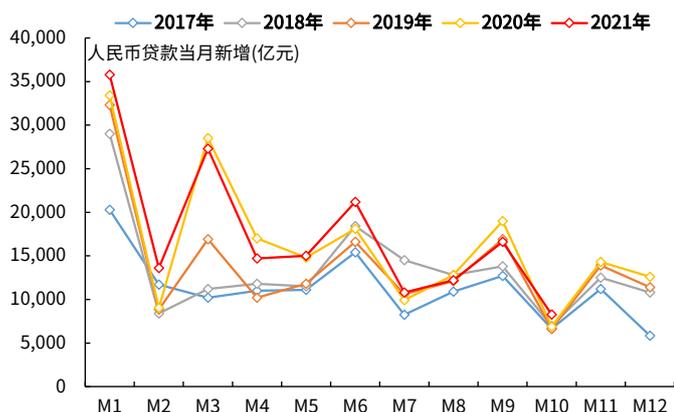
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

二、信贷结构有待改善，住房信贷边际好转

信贷结构有待改善，住房信贷边际好转。10 月新增信贷 8262 亿元，与 2020 年同期相比多增 1364 亿元，与 2019 年同期相比多增 1649 亿元。总量上来看，新增信贷相较往年同期明显多增。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。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例趋势性上行。

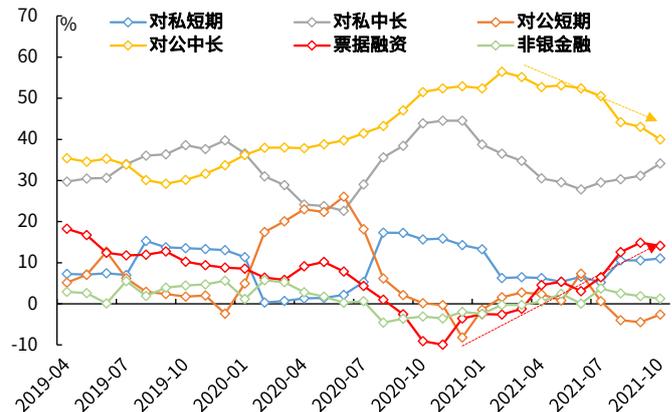
图 7：10 月新增人民币贷款强于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

图 8：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行

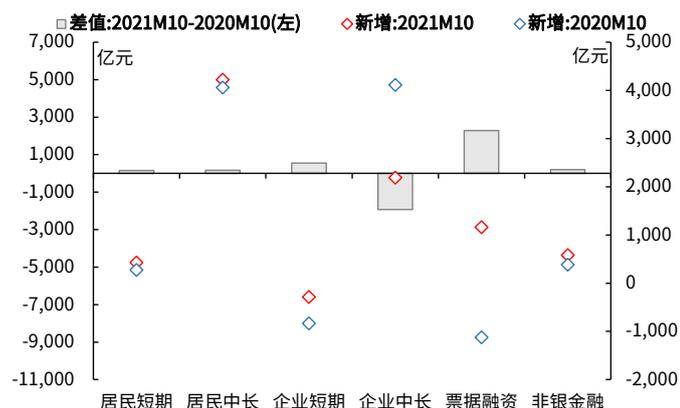


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为各个分项新增贷款占新增信贷的比例

数据截至 2021 年 10 月

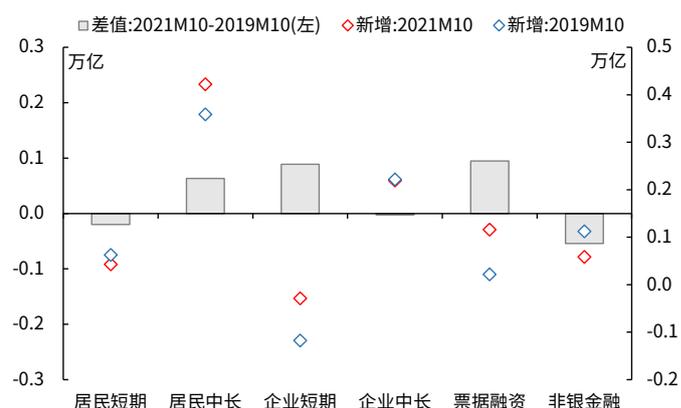
图 9：10 月信贷新增与 2020 年同期比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

图 10：10 月信贷新增与 2019 年同期比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

居民端来看，一方面，8 月份以来，多个地市商业银行对居民端的住房信贷有所放松，但由于强监管的影响仍未完全消除，叠加房地产销售数据仍未改善。因而，以个人住房抵押贷款为主的对私中长期贷款，虽然有所改善，但幅度有限。根据人民银行数据，10 月银行业金融机构个人住房贷款新增 3481 亿元，较 9 月多增 1013 亿元。

另一方面，6 月份以来，新冠疫情本土持续多点散发，尤其是 10 月份的新一轮新冠肺炎本土疫情，无论是在传播范围上，还是在新增确诊人数上，均表现出明显的增强趋势。在此背景下，社交限制也在一定程度上对居民消费产生了负面影响，进而对居民短期信贷产生拖累。

表 1：对购房个人的融资监管有所缓和

出台时间	具体措施
2020-10-20	无锡民生银行首套房贷利率由 6.0% 下调至 5.9%，建设银行、北京银行、交通银行、广发银行、上海银行等 6 家银行目前执行 5.9%-5.95% 的利率。不过需要注意的是，这些银行无一例外强调：“额度紧张、短时间内无法放款”，同时部分银行二手房贷款已暂停。
2020-10-15	郑州房贷放款速度加快，新房 7-15 天，二手 2 个月。目前郑州主流银行的首套房贷利率 6.37%，二套房贷利 6.615%。
2020-10-11	苏州多家银行下调房贷利率，南京银行首套房贷利率下调至 5.8%，招商银行首套房贷下调 5BP；二套房贷未结清的，利率普遍在 6.3-6.5%，其中工行下调 10BP，9 月 6.4%，最近下调为 6.3%，目前苏州的房贷额度充足，放款速度也比之前快。此外，有些银行还重新启动了二手房的放贷。
	广州市中国银行、农业银行、广州银行、招商银行、光大银行等房贷利率已经较过往有所下降，其中光大银行的首套房利率下降至 5.60%，

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_29246

