

2021 年 11 月 10 日

【华西固收研究】居民中长期贷款改善，社融或已筑底

——10 月金融数据点评 20211110

事件概述：

11 月 10 日央行发布 2021 年 10 月金融数据。10 月，M2 同比增长 8.7%，增速较上月提高 0.4pct，较去年同期低 1.8pct；社会融资规模增量 1.59 万亿元，较去年同期多增 1,970 亿元；社融存量同比增长 10.0%，持平于 9 月。

分析与判断：

► 社融多数分项符合季节性，政府债成为边际拉动项

10 月社融存量同比增速为 10.0%，与 9 月持平，基本符合季节性规律，具体来看：

1) 新增人民币贷款符合季节性规律

10 月，针对实体经济新增人民币贷款 7,752 亿元，接近 Wind 一致预期，环比 9 月少增 10,003 亿元，同比去年多增 1,089 亿元。从趋势上看，新增信贷自 8 月以来的波动与 2019、2020 年同期的波动高度一致，符合信贷的季节性规律。

2) 非标压降力度延续，信托贷款环比少降

10 月，表外三项融资合计压降 2,120 亿元，环比多降 15 亿元，同比少降 18 亿元，压降力度整体与此前保持一致。分结构来看：10 月信托贷款压降力度明显减弱，仅压降 1,061 亿元，环比少降 1,037 亿元，今年以来压降力度仅大于 1、2、6 月；未贴现银行承兑汇票压降 886 亿元，环比多降 901 亿元；委托贷款压降 173 亿元，环比多降 151 亿元。

3) 企业债融资季节性回升，关注后续地产债融资状况

10 月，企业债券融资新增 2,030 亿元，环比多增 836 亿元，但同上月类似，本月企业债券融资仍然与季节性规律保持较高的一致性，并未明显受到地产债市场波动的影响。不过，目前机构投资者对地产债的预期偏弱，风险偏好有所下降，预计会对后续地产债券融资形成拖累。

4) 政府债融资环比少增，但高于往年同期

10 月，社融口径下政府债融资新增 6,167 亿元，环比少增 1,899 亿元，但仍然是近四年同期中最高水平，同比去年多增 1,236 亿元，对 10 月社融增速形成了一定的支撑。

截至目前，11 月仅发行新增专项债 288 亿元，发行节奏再度低于预期，11 月将剩余新增专项债发行完毕的难度较大。我们假设，11、12 月新增专项债发行规模分别为 6,000、2,000 亿元，结合到期政府债及再融资债、国债的测算后，预计 11、12 月政府债净融资规模分别在 0.95、1.05 万亿元左右。

考虑到往年 11、12 月政府债融资规模较低，政府债融资预计将会成为未来两个月社融增速回升的主要推动力量。

► 居民存款向非银转移，财政存款增幅明显

10 月，M2 同比增速录得 8.7%，较 9 月回升 0.4pct。M1 同比增速继续下行，录得 2.8%，较 9 月回落 0.9pct，实体经济的活跃度继续降温。

尽管 10 月新增人民币存款边际回落，但仍然明显高于 2018、2019、2020 年同期水平。从结构上看，财政存款和非银存款贡献较大。10 月本就是纳税大月，财政存款有季节性冲高的特征，但本月新增财政存款高达 11,100 亿元，同比多增 2,050 亿元，为近五年同期最高水平。与此同时，新增非银存款也达到 12,400 亿元，同比多增 9,482 亿元，同样为近五年同期最高水平。

结合居民存款出现了超季节性回落的现象来看，当前存在居民存款向非银存款转移的趋势。我们认为，在房地产税试点临近的背景下，居民的资产配置行为正在发生改变，金融资产的占比有望逐步抬升。

► 短贷、票据占比高于季节性，居民中长期贷款边际改善

10 月，短贷及票据融资新增 1,298 亿元，环比少增 5,100 亿元，同比多增 2,987 亿元。尽管短贷及票据融资占比较 9 月回落 23pct，但仍然明显高出季节性规律。通常而言，10 月是短贷及票据融资占比较低的月份，2019、2020 年对信贷的贡献度甚至为负，2016、2017 年分别仅有 1.5%、4.5%。而今年 10 月，短贷及票据融资占比仍然高达 15.7%，说明当前信贷投放仍然面临一定的阻碍，银行可能还在利用票据进行冲量。

不过，10 月居民中长期贷款出现了边际改善，10 月以来按揭贷政策边际放松的效果有所体现。10 月居民中长期贷款新增 4,221 亿元，同比多增 162 亿元，为近五年最高，持续疲软的势头有所缓和。近期，地产政策的调整主要集中在“保刚需”层面，对前期部分地区“一刀切”政策进行了纠偏。我们认为，当前需要继续稳定地产销售及居民预期，预计“保刚需”的政策基调将得到延续，前期积压的刚性房贷需求将进一步得到满足。

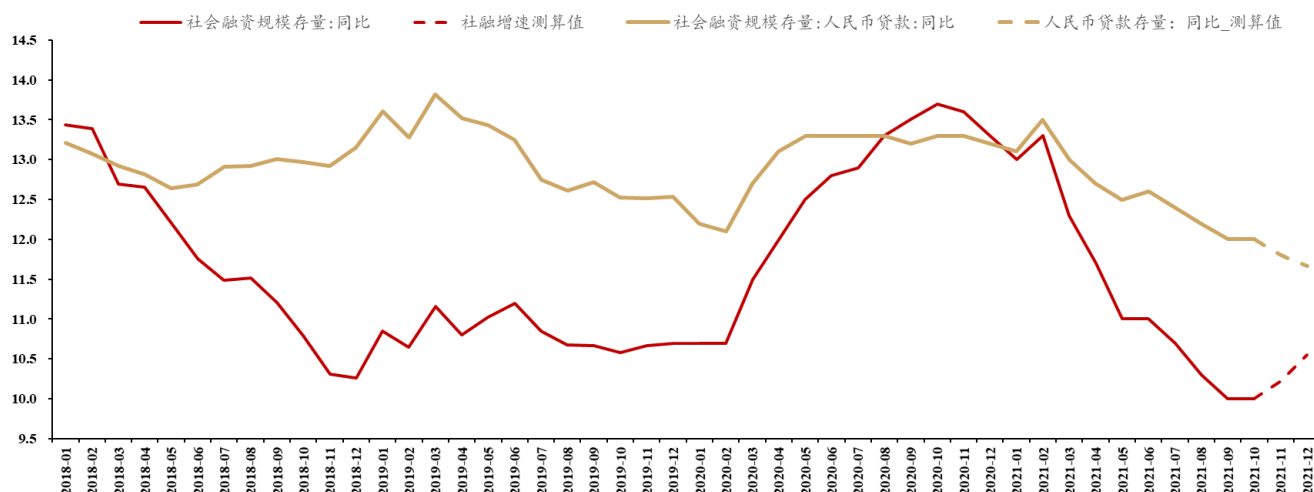
投资建议：社融或已筑底，利率易上难下

目前看，地产融资政策仍然处在边际回暖的通道中，新增信贷预计不会明显偏离季节性；同时，政府债未来两月的融资规模将明显超出往年，会成为社融中最主要的支撑项。在信贷稳、政府债强的推动下，我们认为社融增速可能已经于本月底，后续将稳步回升，预计 11、12 月社融增速中枢或分别在 10.2%、10.6%附近。

碳减排工具的推出再次表明了央行当前的货币政策思路——总量稳、结构性、直达性。这样的制度安排，既有利于推动信用企稳、强化对特定领域的支持，也避免了进一步推升通胀压力。同时，在当前的经济环境下，总需求偏弱、供给侧调整见效周期较长，在地产政策不宜大幅放松的前提下，财政政策将是补充总需求缺口的核心破局点。我们认为，跨周期调节的思路将在财政政策方面得到较好的体现，明年地方债可能会重启提前下达机制，配合财政支出前置发力。

因此，对利率而言，“经济下行-利率下行”的传统逻辑在当前的政策框架下可能不再适用，货币政策将更多成为信用政策的支持因素而非驱动因素，未来一个阶段债市利空或将多于利好。在“稳货币+宽财政+宽信用”的组合下，利率下行的赔率和胜率可能都不高，短期仍然建议保持谨慎。

图 1：预计全年社融存量同比增速或将回升至 10.6% 附近（单位：%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

风险提示

信用风险加大。

分析师：张 伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120521080001

联系电话：010-59775334

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520120001

联系电话：010-59775371

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。4年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与宏观利率、宏观政策、地方债研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间

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_29283

