

货币条件率先启动

10 月金融数据点评

货币条件已边际改善、全面宽信用仍待发酵；货币政策或接近向“逆周期”视角切换。

- 10 月金融数据显示，M2 余额同比增速反弹至 8.7%；社融余额同比增长 10%，与前月持平；剔除社融中的 A 股市场融资和政府债券融资，信用融资同比增速约为 9.2%，也与前月持平。
- 根据近几年的经验，信用融资增速筑底、M2 增速反弹的态势或显示货币政策接近从“跨周期”视角向“逆周期”视角切换。
- 信用融资与 M2 增速之差进一步较前月收敛，债市的流动性压力或有所减小。
- 在就业压力明显缓释，和外贸韧性强劲的背景下，当前全面“宽信用”的时机仍在酝酿之中。我们仍维持此前观点，年内“宽信用”的主线是支持制造业、中小微等薄弱环节，以及碳减排等政策要点的结构化信用宽松。本月下旬的《货币政策执行报告》或提供何时从结构化“宽信用”向全面“宽信用”转化的进一步线索。
- 碳减排支持工具对债市流动性的影响取决于存量绿色信贷在多大程度上符合该工具的申请条件。若大量存量绿色信贷符合条件，则该工具的效果更接近结构性降准；若该工具主要或仅针对未来的增量绿色信贷，则该工具的效果接近结构化的宽信用，可能对债市流动性产生一定压力。但即使该工具对存量信贷提供的流动性补充有限，在地产信贷占比下降更快、且房地产税改革试点推广可能催化楼市变革的背景下，楼市可能释放的流动性料也可以支持这种结构性的宽信用。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》20210617
 《情绪利多，事实中性——国常会提及降准简评》20210709
 《降准的货币总量影响》20210710
 《三个数字看本轮降准》20210719
 《经济修复前景的债市影响》20210721
 《企业利润与利率周期》20210809
 《信用减速或是种“类流动性陷阱”》20210816
 《跨周期的“两阶段宽信用”》20210825
 《单向度的宽信用并不容易》20210908
 《如何看待“宽松预期落空”》20211021

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

1. 广义货币增速反弹、信用融资增速筑底

10 月金融数据显示，M2 余额同比增速反弹至 8.7%；社融余额同比增长 10%，与前月持平；剔除社融中的 A 股市场融资和政府债券融资，信用融资同比增速约为 9.2%，也与前月持平。10 月金融数据的整体特征是信用融资增速筑底、M2 增速反弹。尽管央行 10 月末进行降准等全面性“宽货币”操作，但张弛有度的公开市场操作仍然保障了市场流动性的合理充裕，使货币条件边际改善。这种态势或预示货币政策周期性视角即将向“逆周期”切换。

近几年，我国货币政策的周期性视角经历了两次比较明显的变化：第一次是 2019 年初，从 2018 年的长期化视角（超周期视角），转为逆周期视角；第二次是在 2020 年 3 季度，从逆周期视角转变为跨周期视角。而从 2019 年到 2020 年 3 季度的“逆周期”货币政策阶段，又存在着“加强逆周期”和“适时适度逆周期”两种微妙变化。

图表 1. 2018 年以来我国对宏观政策“周期性”的表述

超越周期视角：					
出处	2017Q4 货政报告	2018Q1 货政报告	2018Q2 货政报告	2018Q3 货政报告	2018 信贷形势 座谈会
周期性表述	无	无	无	无	金融部门对经济长期平稳健康 发展负有重要责任
逆周期视角：					
出处	2019 政府工作 报告	2019Q1 & Q2 货政报告	2019Q3 货政报告	2019Q4 货政报告	2020Q1 货政报告
周期性表述	发挥好宏观政策 逆周期调节作用	适时适度实施 逆周期调节	加强逆周期调节，坚持在科学稳健把握逆周期调 推动高质量发展中防范化解风险	加强货币政策逆周期调节，把 支持实体经济恢复发展放到 策要灵活适度	更加突出的位置
跨周期视角：					
出处	2020Q2 货政报告	2020Q3 & Q4 货政报告	2021Q1 货政报告	2021Q2 货政报告	2021 年 7 月 政治局会议
周期性表述	完善跨周期设计和调 节，处理好稳增长、 保就业、调结构、防 风险、控通胀的关 系，实现稳增长和防 风险长期均衡	搞好跨周期政策 设计，促进经济总 量平衡、结构优 化、内外均衡	完善货币供应调控机 制，搞好跨周期设计，管 好货币总闸门，保持货币 供应量和社融规模 增速同名义经济增速基本 匹配，保持宏观杠杆率基 本稳定	搞好跨周期政策设计， 增强宏观政策自主 性...，处理好经济发展和 防范风险的关系，维护 经济大局总体平稳，增 强经济发展韧性	要做好宏观政策跨周期调 节，保持宏观政策连续性、稳 定性、可持续性，统筹做好今 明两年宏观政策衔接，保持经 济运行在合理区间

资料来源：2021 年 7 月政治局会议通讯稿、2019 年两会政府工作报告、2018 年至 2021 年各期《货币政策执行报告》、中银证券。

(1) 2018 年的超周期视角：2018 年，权威部门对货币政策的表述没有明确的周期性，2018 年 11 月的货币信贷形势座谈会提出，“金融部门作为现代经济的核心，对经济长期平稳健康发展负有重要责任”。这一表述可以视为对这一阶段货币政策周期性的总结，即此时的货币政策是超越周期的、着眼于长期化视角。

(2) 两种形式的逆周期视角：2019 年两会政府工作报告重新对货币政策的周期性特征提出了要求，即“发挥好宏观政策逆周期调节作用”。不过，随后的逆周期政策在“加强逆周期”和“适时适度逆周期”之间又有微妙变化。2018Q4 货币政策执行报告（发布于 2019 年 2 月）对货币政策周期性的界定是“强化逆周期调节”，但在 2019Q1 货币政策执行报告（2019 年 5 月）和 2019Q2 货币政策执行报告（2019 年 8 月）中对货币政策周期性的界定变为“适时适度逆周期”。随后，2019Q3 货币政策执行报告（2019 年 11 月）和 2020Q1 货币政策执行报告（2020 年 5 月）对货币政策周期性的界定重新变为“加强逆周期”。

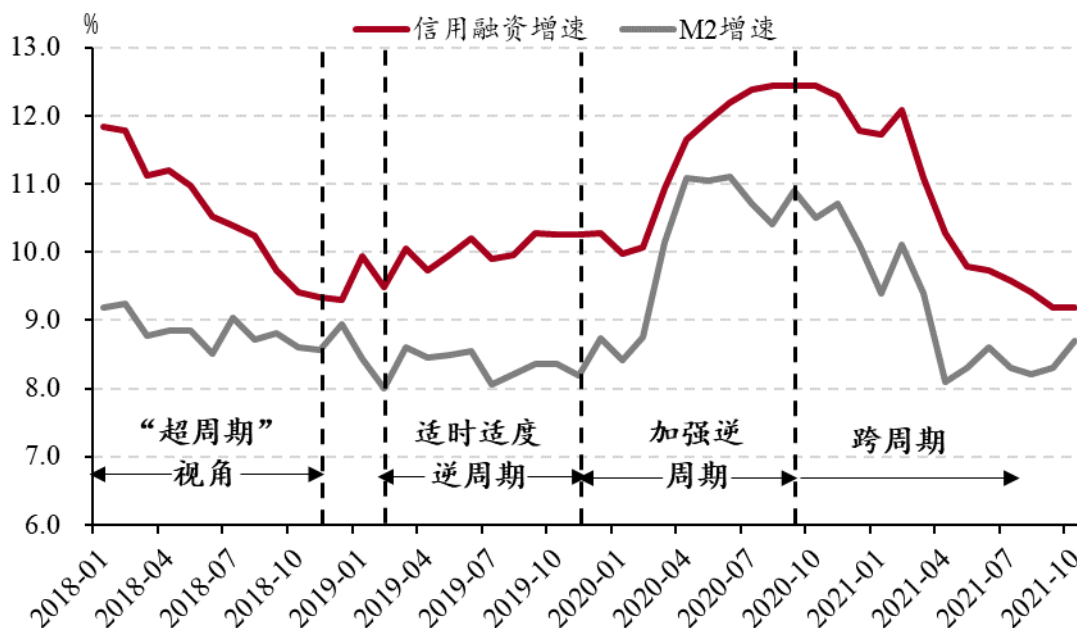
随着每次政策视角的切换，货币条件和信用条件的政策组合也会有所变化。我们用信用融增速反映信用条件的变化，使用 M2 增速反映货币条件的变化。根据几次货币政策周期性表述的变化，大致可以发现如下规律：

超周期视角的货币政策下，信用融资增速和 M2 增速平稳或下降。在 2018 年的超周期货币政策下，M2 增速保持平稳、信用融资增速则明显下降。

适时适度逆周期视角的货币政策下，信用融资增速提升、M2 增速平稳。在 2019 年多数时间里，货币政策着眼于适时适度的逆周期视角，主要表现是信用条件的单向度宽松，而货币条件基本稳定。

加强逆周期视角的货币政策下，信用融资增速与 M2 增速均明显提高。从 2019 年底至 2020 年 3 季度的加强逆周期货币政策阶段，M2 增速和信用融资增速均有明显的提升，其中 M2 增速提升更快。

图表 2. 货币政策周期性表述与货币、信用增长



资料来源：万得，中银证券

按照前几次货币政策模式切换的经验，10 月金融数据所体现的“信用融资增速筑底、M2 增速反弹”的态势意味着货币政策的周期性视角可能已接近从“跨周期”视角向“逆周期”视角切换：

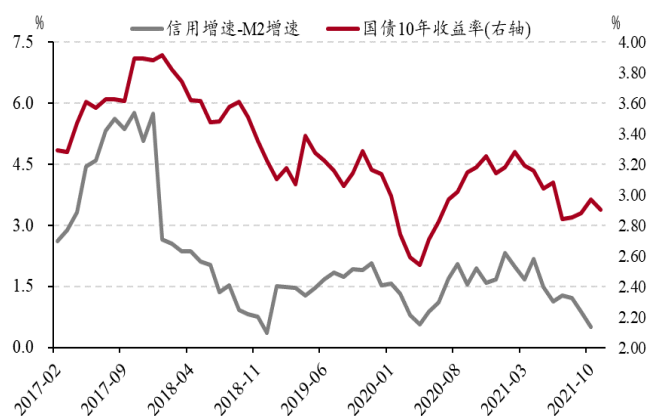
我们曾在此前的报告《跨周期的长债收益率分析》(20211001)中提出，今年下半年，在外贸保持韧性的支持下，宏观经济的下行压力仍然可控，宏观政策有条件保持一定的“超周期”视角，聚焦解决地方隐性债务、经济恢复结构不均衡等问题。这期间尽管将开始“宽信用”操作，但仍会以“推进信贷结构调整”为主线，形成类似于 2018 年底 2019 年初的温和式、结构化宽信用。

今年底到明年初，为应对明年美欧主要央行货币政策趋于保守、替代供应链的恢复等外部环境因素对国内宏观经济的压力，可能出现货币条件配合下的“第二阶段宽信用”；货币条件才会配合全面的“宽信用”以推动信贷增速提升，保障经济在合理区间运行。

2. 债市流动性压力或有所减小

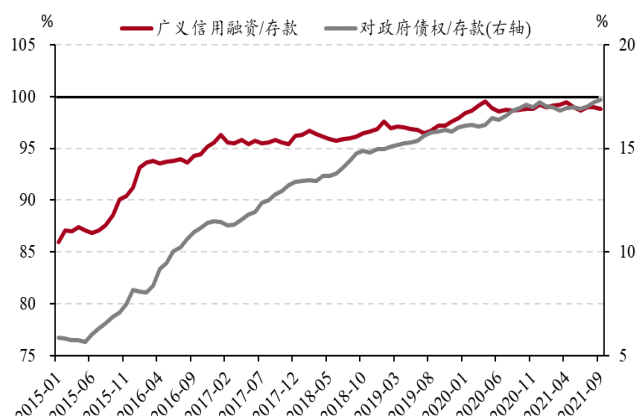
我们曾在前期报告中提出，M2 和信用融资增长对债市基准利率具有相反的影响：M2 增速提高具有压低利率的作用，而社融中的信用融资增速提高则具有挤占利率债投资的效果。因此，货币条件和信用条件的配合可以反映在信用融资增速与 M2 增速的差异上。如下图所示，信用融资与 M2 的增速差，与国债 10 年收益率的变化具有很高的一致性。10 月，货币条件领先于信用条件的改善，一定程度上有助于减小债市的流动性压力。

图表 3. 信用-M2 增速差继续收敛



资料来源：万得，中银证券。

图表 4. 全面宽信用受限于广义贷存比“瓶颈”



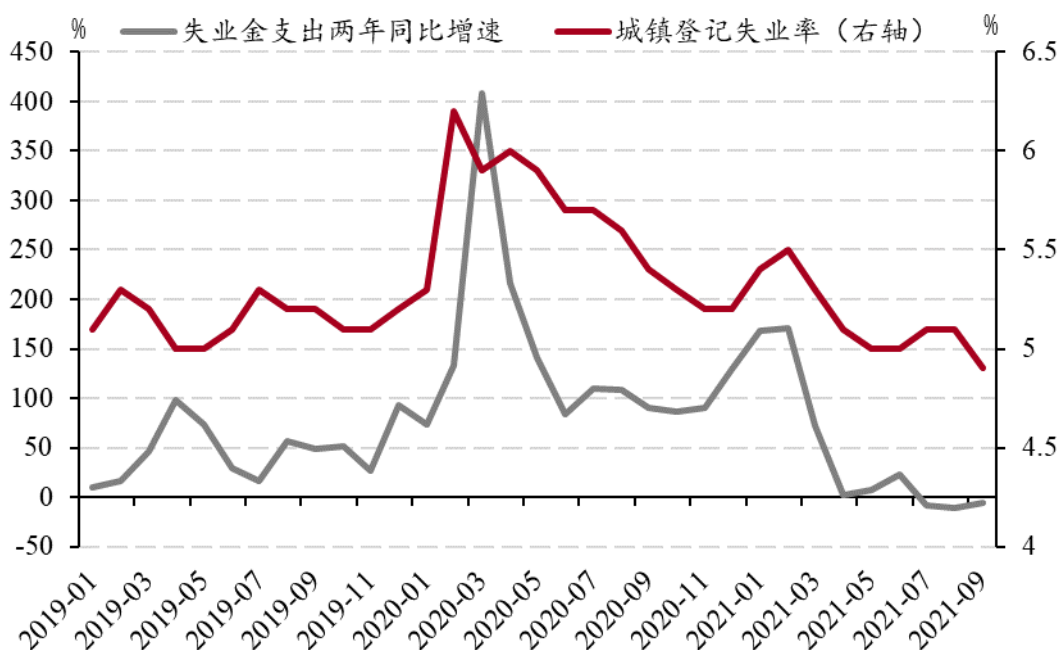
资料来源：万得，中银证券。

之所以在央行没有进行全面“宽货币”操作的条件下，信用融资与 M2 的增速差仍然出现收敛，可能是因为现有的货币条件下，广义信用融资的投放已接近瓶颈。我们将银行提供的广义信用融资与银行境内各项存款之比定义为广义贷存比。从理论上和经验数据上来看，广义贷存比应该很难突破 100%（如上图所示）。因此在缺乏全面“宽货币”操作的前提下，信用融资增速相对广义货币增速有一定回落也属正常现象（详见前期报告《单向度的宽信用并不容易》(20210908)）。

3. 全面“宽信用”时机仍在酝酿

从央行发言人在 10 月 15 日金融数据发布会上的有关表态，以及近日碳减排支持工具的结构化特征来看，当前的“宽信用”仍未转向全面“宽信用”。这反映决策层对经济增速暂时回落保持了定力，坚持看长远、看大局、增强经济内生动力。

图表 5. 城镇就业压力明显缓释



资料来源：万得，中银证券

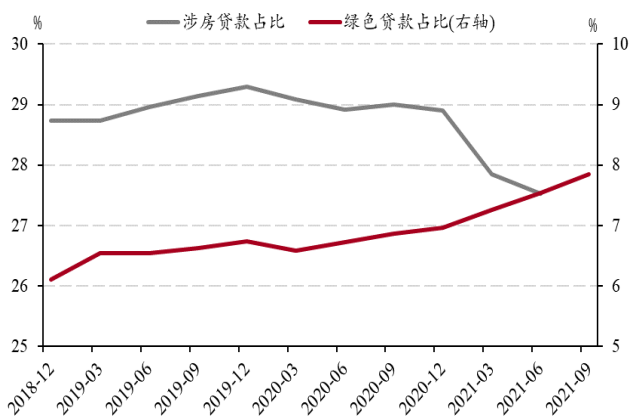
从当前的宏观经济运行状况来看，尽管内需修复依然偏慢，但外贸保持了强劲韧性，宏观经济下行压力仍然可控，特别是城镇就业压力得到明显缓释。如上图所示，今年 3 季度的城镇登记失业率和社保失业金支出均已低于 2019 年同期。

综合来看，全面“宽信用”条件仍在酝酿中。本月下旬的《货币政策执行报告》对于何时从结构化“宽信用”向全面“宽信用”转化，或提供进一步的线索。

当前的结构化“宽信用”操作，包括碳减排支持工具，对债市流动性的影响比较有限。其中碳减排支持工具对债市流动性的影响取决于存量绿色信贷在多大程度上符合条件申请该工具。若大量的存量绿色信贷符合条件，则该工具的效果更接近结构性降准，即为银行已经投放的信贷补充流动性。若该工具主要或仅仅针对未来的增量绿色信贷，则该工具的效果属于结构化的宽信用，可能对债市流动性产生一定压力。

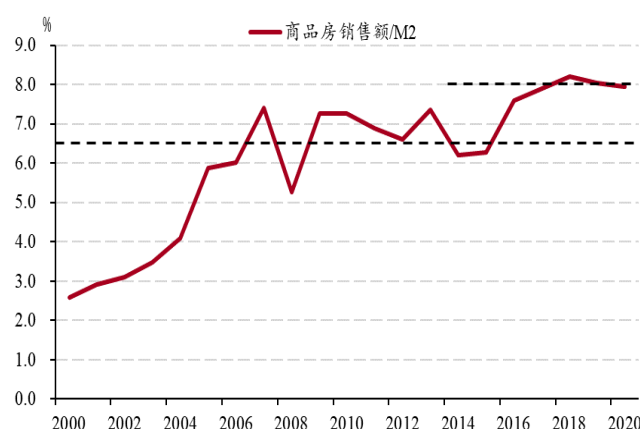
即使该工具对存量信贷提供的流动性补充有限，在地产信贷占比下降更快、而且房地产税改革试点推广可能催化楼市变革的背景下，楼市可能释放的流动性料也可以支持这种结构性宽信用。如下图所示，今年以来涉房贷款占银行贷款比重的下降速度远快于绿色贷款占比的上升速度，况且碳减排贷款只是绿色贷款中符合特定条件的一个部分。加上碳减排支持工具的流动性补充，即使是增量的碳减排贷款，占用的流动性预计也很难超过涉房贷款释放的流动性。

图表 6. 涉房贷款占比下降快于绿色贷款占比上升



资料来源：万得，中银证券。

图表 7. 商品房销售/M2



资料来源：万得，中银证券。

此外，房地产税试点改革的推广可以抑制大中城市楼市的局部过热，使楼市可释放的流动性进一步增加。如上图所示，近两年商品房销售额与 M2 的比重围绕 8% 的中枢波动。但在此前的十几年间，这一比例的中枢是 6.5%。我们可以合理猜测，若楼市变革后，商品房交易占用的货币规模可能回落

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_29377

