

固定收益点评

宽信用路上的障碍——11月金融数据点评

11月信贷社融表现低于预期，信用并未实现有效扩张。11月社融同比多增4745亿元至2.61万亿，同比增速小幅回升0.1个百分点至10.1%，这是今年2月以来社融同比增速首次回升，但幅度低于预期。而从社融回升动力来看，主要是发行之后导致的政府债券多增以及低基数推动的企业债券多增，贷款非标都有明显收缩。贷款中企业中长期贷款继续下降，显示融资需求不足，而居民中长期贷款由于加快房贷投放而有所增长，但可持续性有待继续观察。总体来看，融资需求依然偏弱。

虽然政策逐步转向稳增长，并通过降准等措施已经事实上实现宽松货币，但宽货币向宽信用的传导并不十分顺畅。央行在本周落地降准，货币政策实现事实上宽松。但信用扩张目前来看并不十分有效。从近期大幅下滑的票据利率来看，实体融资需求依然不足，信用尚未实现有效扩张。近期票据利率大幅下跌，6个月国股票据转贴利率一度下跌至1.3%低位，创下历史新低。这意味着银行愿意接受1.3%利率的资产，银行冲信贷额度和信贷需求的不足可见一斑，也显示银行欠配的压力较大。

目前来看，信贷扩张阻碍可能来自以下几个方面：**首先，购房需求不足将约束房地产按揭贷款增长的可持续性。**虽然近两个月房地产按揭贷款明显增长，但这并非主要来自于新增购房需求，而是银行加快存量贷款审批所致。而从销售来看，房地产需求依然处于显著下滑状态，房地产销售同比跌幅依然在20%-30%，这意味着新增购房需求依然在下降。而如果购房需求持续回落，这将抑制按揭贷款需求，按揭贷款难以获得持续的增长。

其次，房地加杠杆能力受限，特别是资金状况恶化之下三道红线约束更加明显。三季度，房地产销售恶化环境下，房企货币资金大多都不同程度出现减少，其中万科等房企单季度货币资金都减少1/4，保利减少15%左右。这导致这些央企和头部民企三道红线指标恶化，进而对其负债能力产生约束。因而，在销售恶化，资金缺口加大情况下，房企受三道红线约束，即使是央企和头部的民企，加杠杆的能力也有限。

再次，对地方政府债务的约束以及土地出让收入不足将约束基建相关融资。对地方政府债务管控的加强规范了地方政府融资，也降低了地方政府加杠杆的能力，隐性债务的化解更是进一步约束了地方政府债务规模，分散了地方政府财力，导致地方政府加杠杆能力不足。近几年城投有息债务增速在持续下降。而同时，地产企业资金恶化导致的土地出让收入下降将进一步削弱地方政府财力，导致地方政府负债能力下降。因此，虽然政府债券放量能够对社融数据形成支撑，但剔除政府债券后，非政府债券社融目前增速仅有9.3%，并且在持续回落过程中。显示到目前为止，政府债券并未带动配套融资回升。明年1季度是否会产生阶段性的融资回升，目前存在一定不确定性。

货币宽松先行，信用扩张尚需等待情况下，资金将继续淤积在金融市场，驱动债券利率继续下行。本周央行已经降准，但信用扩张目前来看较为滞后。宽信用路上依然有不少障碍有待扫清，特别是在房地产和基建两个领域。房地产方面，约束购房需求的限购限贷、首付比例、贷款利率等在14-15年都有不小的调整，但本轮尚未有实质变化，三道红线也依然约束这房企融资能力；而在基建领域地方政府债务管控和隐性化解压力依然存在，土地出让收入不足也会抑制地方政府负债能力。这些障碍没有改变情况下，信用能否获得有效扩张并不确定，需要继续观察。特别是关注中央经济工作会议能否给出更多具体信号。宽货币先行、信用扩张滞后环境下，资金依然淤积在金融市场，资金将继续宽松，资产依然欠配。而央行降准会进一步加剧这一态势。当前6个月国股票据利率已经下降至1.3%，已经低于7月末8月初水平，显示银行欠配压力再度上升至与当时相近水平。我们认为，10年期国债利率有望下降至2.6%附近。

风险提示：政府债券发行节奏超预期，货币政策调整超预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益点评：通胀短期回升，“剪刀差”收敛》
2021-12-09
- 2、《固定收益专题：非标转债，通道转主动——资管新规下券商资管和基金子的转型》2021-12-08
- 3、《固定收益点评：先行的货币，待定的信用——央行降准与政治局会议点评》2021-12-07
- 4、《固定收益专题：寒冬以来的房企众生相》2021-12-06
- 5、《固定收益定期：20211205-国盛固收经济与债市手册》2021-12-06

内容目录

一、宽信用路上的障碍	3
风险提示	5

图表目录

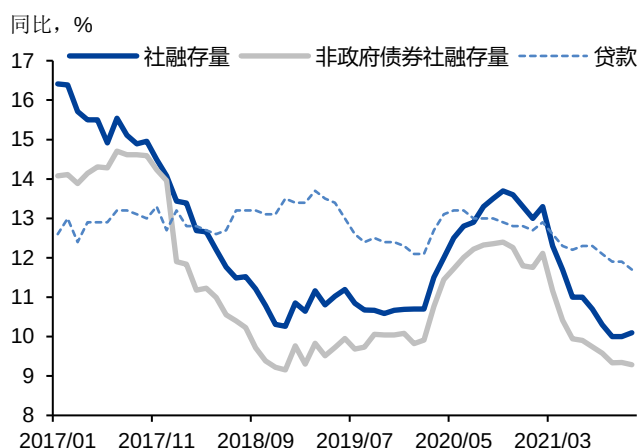
图表 1: 非政府债券依然处于低位	3
图表 2: 企业中长期贷款继续走弱	3
图表 3: 票据利率大幅下跌, 显示银行信用扩张困难	4
图表 4: 广义货币增速小幅回落, 狭义货币增速提升	4
图表 5: 居民中长期贷款与房地产销售增速一致	4
图表 6: 房地产销售依然在显著下跌	4
图表 7: 3 季度房企货币资金大多出现较为明显的减少	5
图表 8: 土地出让收入不足将约束基建融资	5

一、宽信用路上的障碍

11月融资有所回升，但幅度低于预期。在政府债券、低基数等因素共同推动之下，社融增速在11月小幅企稳，社融也呈现同比多增，但幅度略低于市场预期。11月社融同比多增4745亿元至2.61万亿，同比增速小幅回升0.1个百分点至10.1%，这是今年2月以来社融同比增速首次回升。其中非政府债券社融同比增速与上月持平为9.3%，依然在低位徘徊。分项来看，社融增速回升主要受政府债券回升和企业债券回升推动，政府债券回升是因为今年政府债券发行滞后，11月发行量较高，同比多增4158亿元至8158亿元，而企业债券同比增加主要是低基数因素所致，去年11月受永煤事件影响，企业债券融资仅有840亿元，今年11月同比多增3264亿元。而贷款和非标继续收缩，社融中对实体贷款同比少增2309亿元至1.3万亿，而信托贷款则在10月减少2190亿元，同比多减803亿元。

政策加快房贷投放，但企业融资依然偏弱。11月新增人民币贷款1.27万亿，同比少增1600亿元。其中受政策要求加快按揭贷款投放推动，11月居民中长期贷款当月增加5821亿元，同比多增772亿元，其中个人按揭贷款是居民中长期贷款增加的主要原因。而企业融资需求依然疲弱，11月企业中长期贷款继续同比少增2470亿元至3417亿元。而虽然票据利率显著走低，但票据融资规模增长幅度有限，11月票据融资同比多增801亿元至1605亿元。企业融资需求依然偏弱，当前贷款主要由按揭贷款支撑，但可持续性有限。

图表1：非政府债券依然处于低位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

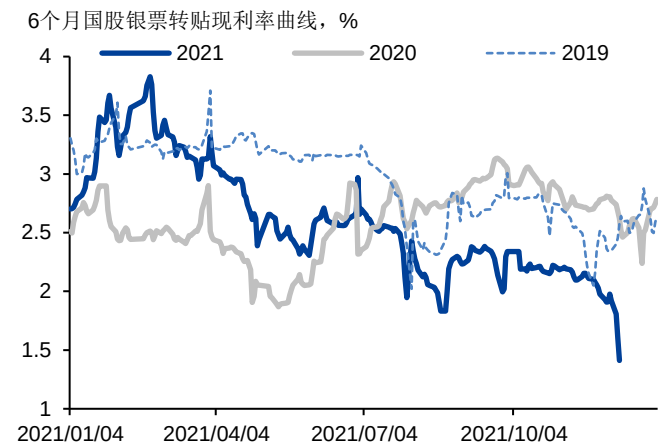
图表2：企业中长期贷款继续走弱



资料来源：Wind，国盛证券研究所

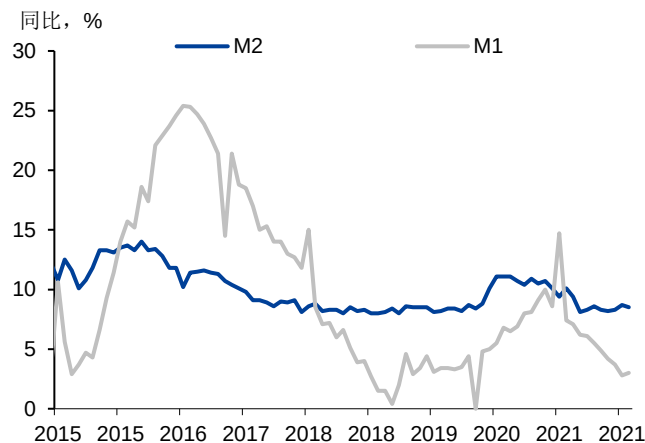
广义货币增速小幅回落，非银存款下降。10月M2同比增长8.5%，增速较上月下降0.2个百分点，M2增速再度与社融走势背离。从存款端看，M2增速回落主要是非银行金融机构存款同比少增所致，11月非银行金融机构存款减少257万亿元，同比多减8773亿元。而虽然财政存款在本月有较大幅度的下降，但并未完全对冲非银存款下降的影响，因而整体货币增速依然再回落。11月财政存款减少7281亿元，同比多减5424亿元，显示财政拨付速度有所加快。而企业现金状况依然低迷，11月M1同比增速较上月小幅提升0.2个百分点至3.0%，依然处于低位。

图表3: 票据利率大幅下跌, 显示银行信用扩张困难



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 广义货币增速小幅回落, 狭义货币增速提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

虽然政策逐步转向稳增长, 并通过降准等措施已经事实上实现宽松货币, 但宽货币向宽信用的传导并不十分顺畅。央行在本周落地降准, 货币政策实现事实上宽松。但信用扩张目前来看并不十分有效。从近期大幅下滑的票据利率来看, 实体融资需求依然不足, 信用尚未实现有效扩张。近期票据利率大幅下跌, 6 个月国股票据转贴利率一度下跌至 1.3% 低位, 创下历史新低。这意味着银行愿意接受 1.3% 利率的资产, 银行冲信贷额度和信贷需求的不足可见一斑, 也显示银行欠配的压力较大。

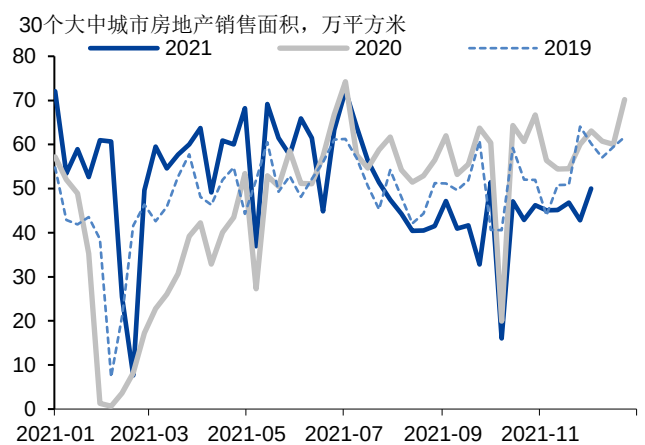
目前来看, 信贷扩张阻碍可能来自以下几个方面: 首先, 购房需求不足将约束房地产按揭贷款增长的可持续性。虽然近两个月房地产按揭贷款明显增长, 但这并非主要来自于新增购房需求, 而是银行加快存量贷款审批所致。而从销售来看, 房地产需求依然处于显著下滑状态, 房地产销售同比跌幅依然在 20%-30%, 这意味着新增购房需求依然在下降。而如果购房需求持续回落, 这将抑制按揭贷款需求, 进而导致按揭贷款难以获得持续的增长。

图表5: 居民中长期贷款与房地产销售增速一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 房地产销售依然在显著下跌

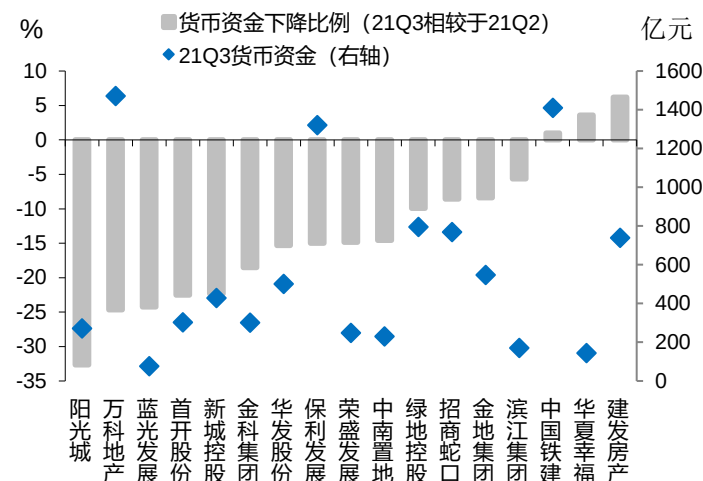


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其次、房地加杠杆能力受限, 特别是资金状况恶化之下三道红线约束更加明显。三季度, 房地产销售恶化环境下, 房企货币资金大多都不同程度出现减少, 其中万科等房企单季度货币资金都减少 1/4, 保利减少 15% 左右。这导致这些央企和头部民企三道红线指标恶化, 进而对其负债能力产生约束。因而, 在销售恶化, 资金缺口加大情况下, 房企受三道红线约束, 即使是央企和头部的民企, 加杠杆的能力也有限。

再次，对地方政府债务的约束以及土地出让收入不足将约束基建相关融资。对地方政府债务管控的加强规范了地方政府融资，也降低了地方政府加杠杆的能力，隐性债务的化解更是进一步约束了地方政府债务规模，分散了地方政府财力，导致地方政府加杠杆能力不足。近几年城投有息债务增速在持续下降。而同时，地产企业资金恶化导致的土地出让收入下降将进一步削弱地方政府财力，导致地方政府负债能力下降。因此，虽然政府债券放量能够对社融数据形成支撑，但剔除政府债券后，非政府债券社融目前增速仅有9.3%，并且在持续回落过程中。显示到目前为止，政府债券并未带动配套融资回升。明年1季度是否会产生阶段性的融资回升，目前存在一定不确定性。

图表 7: 3 季度房企货币资金大多出现较为明显的减少



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 土地出让收入不足将约束基建融资



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

货币宽松先行，信用扩张尚需等待情况下，资金将继续淤积在金融市场，驱动债券利率继续下行。目前的情况时货币宽松已经先行，但信用能否有效扩张并不确定，未来需要继续观察，宽信用路上依然有不少障碍有待扫清，特别是在房地产和基建两个领域。房地产方面，约束购房需求的限购限贷、首付比例、贷款利率等在14-15年都有不小的调整，但本轮尚未有实质变化，三道红线也依然约束这房企融资能力；而在基建领域地方政府债务管控和隐债化解压力依然存在，土地出让收入不足也会抑制地方政府负债能力。这些障碍没有改变情况下，信用能否获得有效扩张并不确定，需要继续观察。特别是关注中央经济工作会议能否给出更多具体信号。宽货币先行、信用扩张滞后环境下，资金依然淤积在金融市场，资金将继续宽松，资产依然欠配。而央行降准会进一步加剧这一态势。当前6个月国股票据利率已经下降至1.3%，已经低于7月末8月初水平，显示银行欠配压力再度上升至与当时相近水平。我们认为，10年期国债利率有望下降至2.6%附近。

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_30963

