

社融信贷再超预期，债市怎么看？

证券研究报告

2022年10月12日

9月金融数据点评

央行夜间公告发布9月金融数据，表现超预期。

其中企业贷款、信托贷款和委托贷款是主要支撑项，政府债和企业债净融资、居民信贷继续拖累社融信贷，值得注意的是，企业债和居民信贷逐渐向季节性回归，此外M1也有所回升。

9月社融信贷超预期体现的主要是政策支持，微观主体内生扩张意愿仍然偏弱。

金融数据超预期，债市是否承压？

参考历史，今年1月、3月、6月数据发布后，短期走势在于市场对于数据本身的预期变化，而决定因素在于疫情演绎、政策引导以及地产等其他事件性冲击。

例如2月中下旬市场开始注意到地方地产政策放松等一系列开门红动作超预期、4月上海疫情出现拐点、同时“央行23条”等稳增长政策发布，从而推升利率；7月11日疫情蔓延、地产风险事件发酵、政策总体低于预期等因素逐步驱动利率下行。

这个过程中政策是否增量续力是关键，也是数据间波动的原因所在。

最终所有因素还是汇总到社融总体走势。

回到当下，增量政策引导较为明确，而且此次政策引导至少贯穿8-10月。十一黄金周前地产政策调整、总理在稳经济大盘四季度工作推进会议中发言、地方表态、PSL余额回升、以及媒体披露的大行增加地产融资等因素，10月数据再度出现类似7月垮塌的可能性较小。

按照已有政策评估，9-10月社融可能继续维持修复，11月或会有所下行，但是总体上社融还是保持横向移动为主。在宏观数据中，社融是政策信号，是领先指标，社融修复就奠定了宏观数据修复的基础。这个时候市场交易什么？

在政策显著发力的背景下，要注意四季度环比高于预期的可能。

基于社融和基本面数据这一前提，9-10月债市需要消化短期变化和弱修复状态，最早10月底才可以前瞻考虑11月数据再度走弱的交易机会。当然，10月因为有大会，可能会独立于其他因素而影响市场，就如2012年11月。

至于12月，因为要考虑今明两年衔接的问题，特别是围绕12月中央经济工作会议，虽然中间11月可能有空窗，但是市场可能会提前考虑明年的政策布局安排。

如果影响后续社融的增量政策力度限于当前，我们认为从货币政策逻辑出发，四季度流动性大概率还是维持在高于合理充裕水平，但是毕竟对内社融存在修复，对外央行在内外均衡中会对外围压力有所关注，所以资金利率会继续呈现局部收敛。综合评估我们预计四季度隔夜资金利率可能维持在1.2-1.5%，当然波动中枢可能靠近1.5%。

至于长端，我们认为1年期MLF仍然是十年国债的关键指引。目前阶段除非增量政策，比如进一步增发专项债等工具带动社融进一步走高，否则虽然年内降息概率不高，但是宽松方向不变，所以2.75%还是可以视作参考上限。只是内外因素影响下，下限同样较为明确，区间下限预计高于前期低点。策略上，还是票息为主，四季度久期策略需要结合交易性机会，总体取向先观察再操作。

风险提示：货币政策收紧，财政政策退坡，疫情超预期蔓延

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：如何看待长期逻辑和短期变化？-利率债四季度市场展望》
2022-10-11
- 2 《固定收益：房企发债情况怎么看？-房地产市场跟踪点评（2022-10-11）》
2022-10-10
- 3 《固定收益：票息继续占优？——四季度信用债投资策略-信用债市场周报（2022-10-07）》 2022-10-07

内容目录

1. 9月金融数据有哪些细节值得关注?	3
2. 社融信贷超预期, 债市会如何?	5
2.1. 1月、3月、6月社融信贷超预期后, 债市如何演绎?	5
2.2. 未来债市怎么看?	6
3. 小结	7

图表目录

图 1: 春节前和季末月企业短贷需求较高, 且今年流动性压力较大	3
图 2: 政策支持下企业中长贷超预期	3
图 3: 9月信托贷款继续同比少减	4
图 4: 专项金融工具加速投放, 助力委托贷款同比多增	4
图 5: 9月 M1 继续回升	4
图 6: 9月企业债净融资继续低于季节性水平	4
图 7: 居民短贷有所修复, 但仍小幅低于季节性	4
图 8: 居民中长贷向季节性逐渐回归	4
图 9: 社融信贷超预期后债市走势并不一致	5
图 10: 社融信贷数据公布后高频数据并未表现先出明显差别	5
图 11: 社融与利率变化	6
图 12: PMI 与利率变化	6
图 13: 社融预测	7

2022年10月11日，央行晚间（20:30）发布公告，披露9月金融数据。9月金融数据中有哪些细节值得关注？未来社融走势会发生哪些变化？金融数据超预期，债市会如何演绎？我们在此进行一一回应。

1. 9月金融数据有哪些细节值得关注？

按照我们此前预测（团队前期报告《是否调高经济预期？》，20221007），预计9月新增社融约3.03万亿，已经高于市场一致预期。官方公布数据3.53万亿，确实表现亮眼。

观察分项，第一，信贷明显改善，其中企业短贷和中长贷拉动人民币贷款同比多增。

8月下旬以来，稳增长会议频繁召开、增量政策密集出台，刺激基建和制造业融资需求，是中长贷持续超预期的主要原因。

央行8.15日超预期降息后，总理于8月16日召开经济大省政府主要负责人经济形势座谈会¹，要求经济大省勇挑大梁，发挥稳经济关键支撑作用。

8月22日央行召开信贷形势分析会²，明确国有大行要发挥带头和支柱作用，政策性银行要用好专项金融工具，以基建投资带动信贷投放。

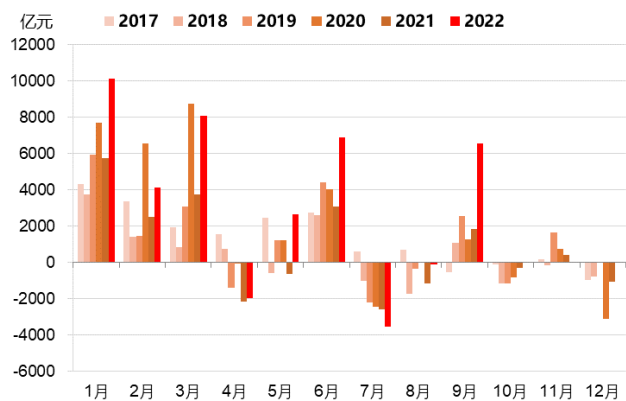
8月24日总理召开国常会³，追加3000亿元以上专项金融债额度以及5000亿元限额以内专项债，同时派出“稳住经济大盘督导和服务工作组”，赴地方联合办公。

8月31日总理召开国常会⁴，要求扩大政策性开发性金融工具支持的领域，增加设备更新改造融资，同时再派驻一批督导组赴若干省份推动政策落实。

9月14日国常会⁵中，增设2000亿元设备更新改造专项再贷款。

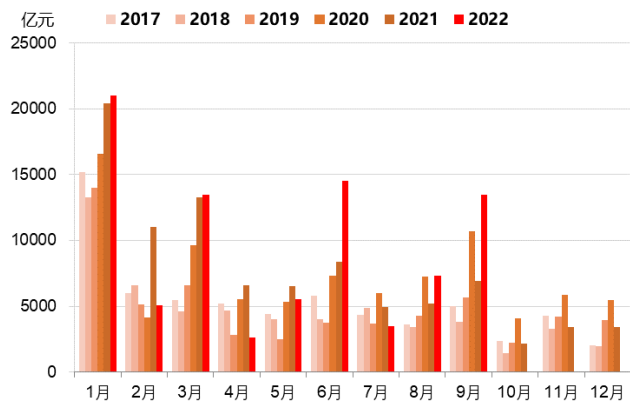
对于企业短贷，一般来讲春节前和季末月份企业短期贷款需求相对较高，且今年疫情冲击下，企业流动性压力较大，因此9月短贷超季节性。

图1：春节前和季末月企业短贷需求较高，且今年流动性压力较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图2：政策支持下企业中长贷超预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，委托贷款和信托贷款两项继续同比多增/少减。

信托贷款方面，经济下行压力仍然较大，信托压降力度明显低于过去两年。根据金融界报道⁶，《关于调整信托业务分类有关事项的通知》即将正式出台，信托类存量业务整改过渡期为5年，相当于在原有基础上延长2年⁷，且业务分类改革将通过差别化监管的方式允许高评级信托公司开展创新业务，因此9月信托贷款减少192亿元，比去年同比少减1906

¹ http://www.gov.cn/premier/2022-08/16/content_5705604.htm。

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4638569/index.html>。

³ http://www.gov.cn/premier/2022-08/24/content_5706689.htm。

⁴ http://www.gov.cn/premier/2022-08/31/content_5707679.htm。

⁵ http://www.gov.cn/premier/2022-09/14/content_5709821.htm。

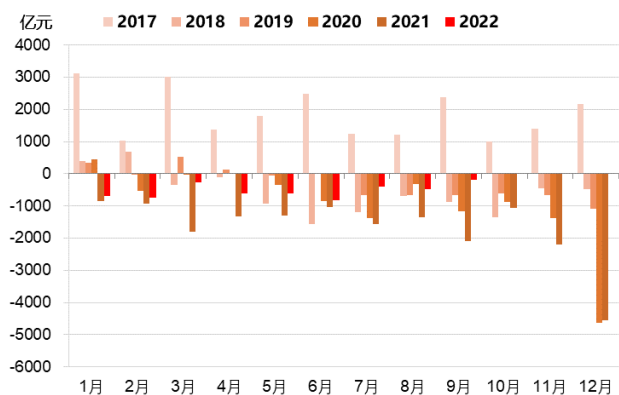
⁶ <https://www.yicai.com/news/101537399.html>。

⁷ <http://trust.irj.com.cn/2022/01/11093834144584.shtml>。

亿元。

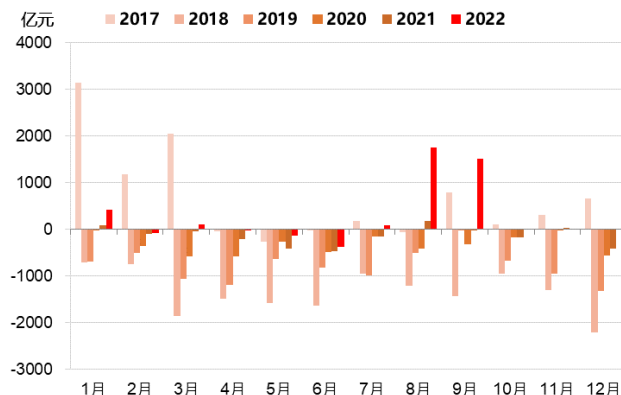
从委托贷款来看，政策性银行专项金融工具中约有一半左右通过委托贷款方式投放，根据 21 世纪经济报道，截至 9 月 27 日，6000 亿基础设施投资基金基本投完，其中有 3000 亿元集中在 9 月进行投放，因此 9 月委托贷款新增 1507 亿元，同比多增 1529 亿元。

图 3：9 月信托贷款继续同比少减



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：专项金融工具加速投放，助力委托贷款同比多增



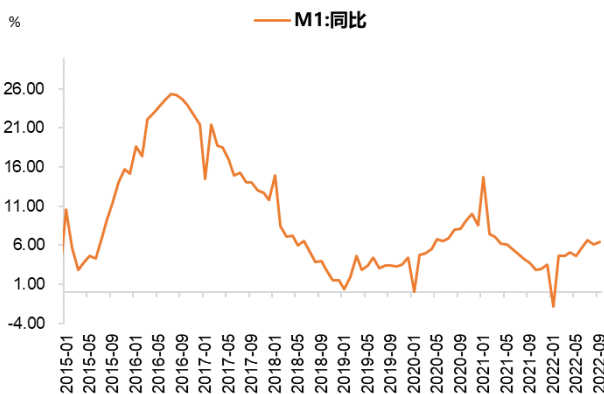
资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，M1 增速在 8 月短暂回落后，9 月回升 0.3 个百分点至 6.4%，指向经济弱修复。

当然，金融数据带来的也并非都是喜讯，除政府债净融资外，企业债净融资和居民信贷继续同比少增，显示当前微观主体内生扩张意愿仍然偏弱。

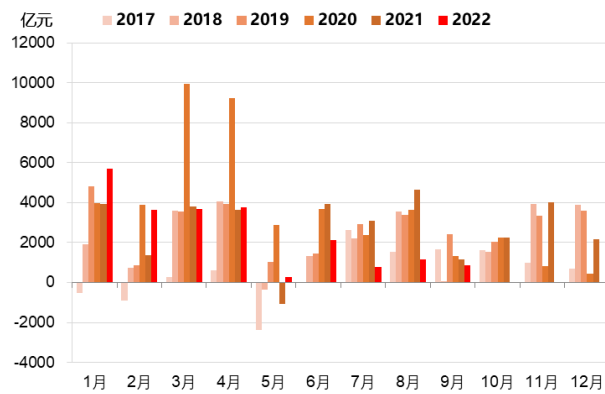
对于企业债，9 月新增融资 876 亿，同比少增 261 亿元，8 月 24 日国常会公布的 2000 亿元中央发电企业能源保供特别债并未支撑企业债融资达到季节性水平。

图 5：9 月 M1 继续回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：9 月企业债净融资继续低于季节性水平



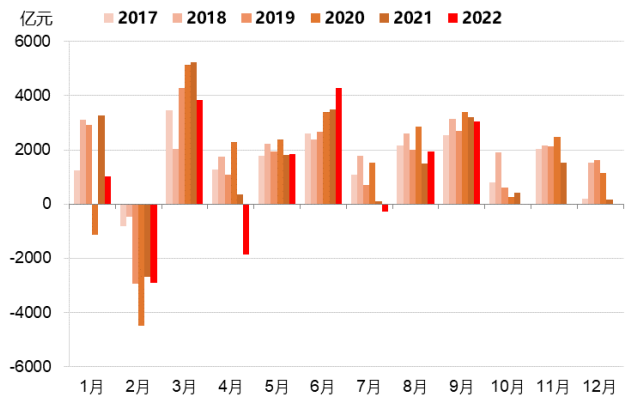
资料来源：Wind，天风证券研究所

9 月居民短贷和中长贷分别新增 3038 亿元和 3456 亿元，同比少增 181 亿元和 1211 亿元，背后显示当前居民消费和地产疲态。

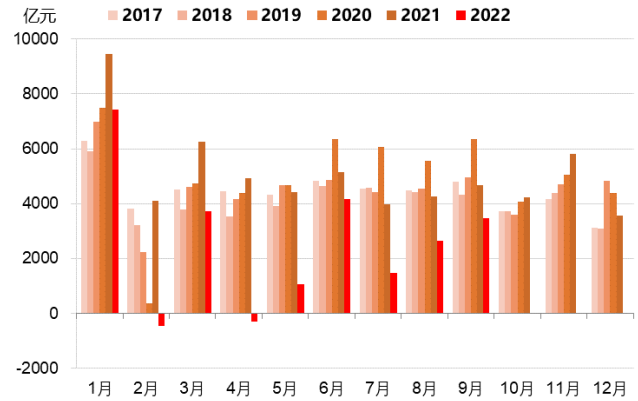
也要看到，在政策层面降低个人消费贷成本、支持大宗消费和汽车消费，以及地产政策频繁调整的背景下，居民短贷和中长贷逐渐向季节性回归，需要关注未来政策进一步引导力度。

图 7：居民短贷有所修复，但仍小幅低于季节性

图 8：居民中长贷向季节性逐渐回归



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 社融信贷超预期，债市会如何？

2.1. 1月、3月、6月社融信贷超预期后，债市如何演绎？

今年1月、3月、6月社融信贷超预期，但数据公布后短期内债市表现有一定分化，其中1月和3月数据公布后债市利率上行、而6月数据公布后债市利率下行。

观察高频数据，三月份数据公布后国股票据利率走势分化不大，均表现为横盘震荡，

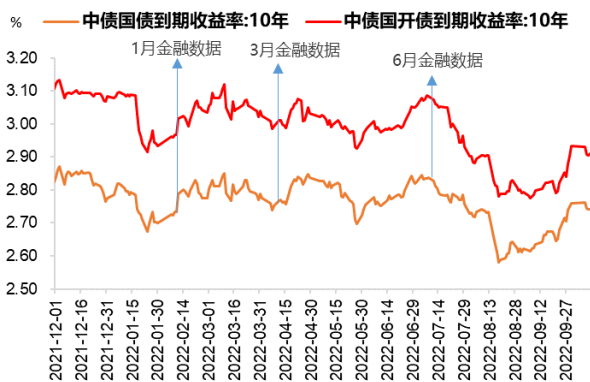
复盘历史，社融信贷超预期后，短期走势在于市场对于数据本身的预期变化，而决定因素在于疫情演绎、政策引导以及地产等其他事件性冲击。

2月10日晚公布1月社融信贷数据，随后两个交易日内债市利率上行7个bp；2月18日市场注意到各地方购房政策边际放松（最开始是山东菏泽、重庆、江西赣州等地），助推债市利率进一步上行5bp至2.83%。月末国股票据走低，显示2月社融信贷数据可能表现不佳，债市利率小幅下行。

4月11日晚公布3月社融信贷数据，但债市利率仅上行2个bp，随后几个交易日内横盘震荡；上海疫情见拐点，随后4月18日“央行23条”公布，稳增长政策开始出台，利率开始上行。

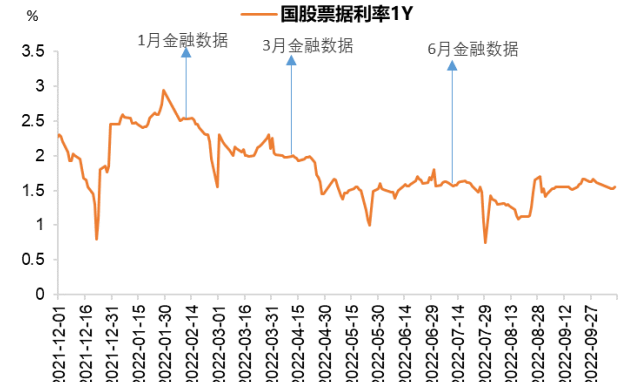
7月11日晚公布6月社融信贷数据，但由于疫情再发酵（上海新冠肺炎疫情防控工作领导小组办公室宣布新增37个疫情中风险区），叠加后续地产舆情发酵，债市利率反而开始下行，7月20日总理表示“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施”、以及政治局会议增量政策不及预期、资金面宽松等因素，推动债市利率进一步下行。

图9：社融信贷超预期后债市走势并不一致



资料来源: Wind, 天风证券研究所

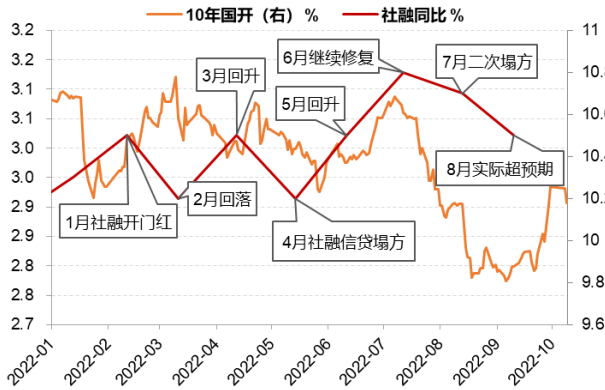
图10：社融信贷数据公布后高频数据并未表现先出明显差别



资料来源: 同花顺, 天风证券研究所

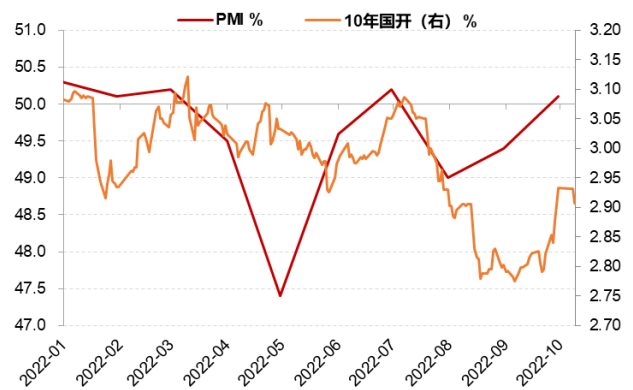
中期内，债市核心还是在于社融信贷和基本面走势。

图 11：社融与利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：社融按数据公布时点标注

图 12：PMI 与利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：PMI 按数据公布时点标注

2.2. 未来债市怎么看？

9 月社融数据超预期，逻辑上债市面临消化压力。对于后续走势还需要综合考量疫情、进一步政策引导和宏观数据动向。

虽然近期疫情又有反复，但是市场对于疫情的影响已经有了较为充分与一致的预期。

短期内，政策引导更为重要，市场在关注增量政策密集出台的影响。

9 月末央行连续两天夜间“紧急公告”地产政策调整⁸，财政部发文减免房屋交易个人所得税⁹。

总理在稳经济大盘四季度工作推进会议¹⁰中强调，“四季度经济在全年份量最重，不少政策将在四季度发挥更大效能……要围绕重点工作狠抓政策落实，促进经济回稳向上确保运行在合理区间”，地方提出“决战四季度、大干一百天”计划¹¹。

10 月 8 日披露的 9 月 PSL 新增 1082 亿元¹²。

近日还有媒体披露¹³“监管部门指示工行、建行、中行等多家大行加大对房地产融资的支持力度，要求每家大行年内对房地产融资至少增加 1000 亿元”。

虽然长期困扰还在，但市场开始关注短期变化，这是近一个阶段债市调整的内因所在。

中期内，债市核心还是取决于社融下一步走势。

首先，市场关注 9 月是否有季末月数据冲量问题，以及可能导致的后续社融节奏变化。对此我们强调当前政策环境与 6-7 月的区别。

虽然 5-6 月也有诸多政策落地，例如 5 月底国务院 33 条要求“抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕”¹⁴，6 月初国常会调整政策性银行 8000 亿元信贷额度¹⁵，6 月底增设 3000 亿元政策性银行专项金融债¹⁶，但在实际执行过程中，政策落实主要在于 6 月上量，7 月几乎无安排，第一批专项金融债于 8 月底才投放完毕，7 月下达资

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4673584/index.html>

⁹ http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-10/01/content_5715508.htm

¹⁰ http://www.gov.cn/premier/2022-09/28/content_5713512.htm

¹¹ <http://www.scjgdj.gov.cn/B000000131/202209/96275.html>

¹² <https://wallstreetcn.com/livenews/2312978>。

¹³ https://t.10jqka.com.cn/pid_244681072.shtml。

¹⁴ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202205/t20220531_3814731.htm。

¹⁵ http://www.gov.cn/premier/2022-06/01/content_5693460.htm。

¹⁶ http://www.gov.cn/premier/2022-06/30/content_5698644.htm。

金和形成实物工作量都相对有限¹⁷，客观导致了 7 月数据出现垮塌。

而当前，在政策已有的设计与安排下，10 月社融信贷再度塌方的可能性较小、至少可以延续弱修复。

其次，四季度社融增速会不会进一步上行，带动债市利率逐渐上行？

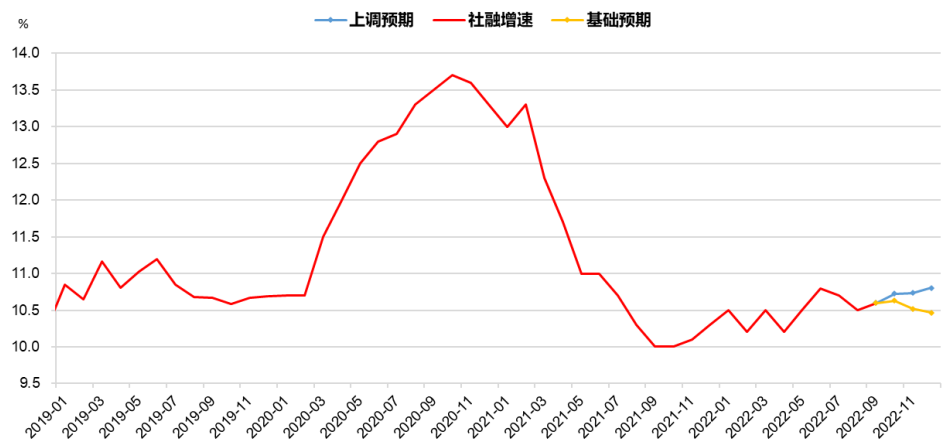
需要明确的是，微观主体内生扩张意愿仍然有待提振，因此四季度内政策对社融信贷走势仍然起主导作用。

如果我们假设政策带动的增量超预期幅度维持 9 月水平，在我们团队前期假设的基础上按照相同比例上调对社融的预期，极端乐观假设下，10-12 月社融增速可能逐月上行，到年底达到 10.8%左右。

合理预期，实际情况可能是低于这个情形，所以总体上社融还是保持在 10.5-10.6%的增速附近横向移动为主。

照此推演，参考历史图景，社融总体平缓、上行斜率不高，且基本面压力仍然存在客观压制的背景下，四季度内债市有数据修复的消化压力，但我们预计总体长端利率还是维持横盘震荡的局面。

图 13：社融预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 小结

央行夜间公告发布 9 月金融数据，表现超预期。

其中企业贷款、信托贷款和委托贷款是主要支撑项，政府债和企业债净融资、居民信贷继续拖累社融信贷，值得注意的是，企业债和居民信贷逐渐向季节性回归，此外 M1 也有所回升。

9 月社融信贷超预期体现的主要是政策支持，微观主体内生扩张意愿仍然偏弱。

金融数据超预期，债市是否承压？

参考历史，今年 1 月、3 月、6 月数据发布后，短期走势在于市场对于数据本身的预期变化，而决定因素在于疫情演绎、政策引导以及地产等其他事件性冲击。

例如 2 月中下旬市场开始注意到地方地产政策放松等一系列开门红动作超预期、4 月上海疫情出现拐点、同时“央行 23 条”等稳增长政策发布，从而推升利率；7 月 11 日疫情蔓延、地产风险事件发酵、政策总体低于预期等因素逐步驱动利率下行。

¹⁷ http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/29/content_5707310.htm。

这个过程中政策是否增量续力是关键，也是数据间波动的原因所在。

最终所有因素还是汇总到社融总体走势。

回到当下，增量政策引导较为明确，而且此次政策引导至少贯穿 8-10 月。十一黄金周前地产政策调整、总理在稳经济大盘四季度工作推进会议中发言、地方表态、PSL 余额回升、以及媒体披露的大行增加地产融资等因素，10 月数据再度出现类似 7 月垮塌的可能性较小。

按照已有政策评估，9-10 月社融可能继续维持修复，11 月或会有所下行，但是总体上社融还是保持横向移动为主。在宏观数据中，社融是政策信号，是领先指标，社融修复就奠定了宏观数据修复的基础。这个时候市场交易什么？

在政策显著发力的背景下，要注意四季度环比高于预期的可能。

基于社融和基本面数据这一前提，9-10 月债市需要消化短期变化和弱修复状态，最早 10 月底才可以前瞻考虑 11 月数据再度走弱的交易机会。当然，10 月因为有大会，可能会独立于其他因素而影响市场，就如 2012 年 11 月。

至于 12 月，因为要考虑今明两年衔接的问题，特别是围绕 12 月中央经济工作会议，虽然中间 11 月可能有空窗，但是市场可能会提前考虑明年的政策布局安排。

如果影响后续社融的增量政策力度限于当前，我们认为从货币政策逻辑出发，四季度流动性大概率还是维持在高于合理充裕水平，但是毕竟对内社融存在修复，对外央行在内外均衡中会对外围压力有所关注，所以资金利率会继续呈现局部收敛。综合评估我们预计四季度隔夜资金利率可能维持在 1.2-1.5%，当然波动中枢可能靠近 1.5%。

至于长端，我们认为 1 年期 MLF 仍然是十年国债的关键指引。目前阶段除非增量政策，比如进一步增发专项债等工具带动社融进一步走高，否则虽然年内降息概率不高，但是宽松方向不变，所以 2.75%还是可以视作参考上限。只是内外因素影响下，下限同样较为明确，区间下限预计高于前期低点。策略上，还是票息为主，四季度久期策略需要结合交易性机会，总体取向先观察再操作。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com