

弱现实能平抑债市利率回调吗？

——11月金融数据点评 20221112

报告日期：2022-11-12

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 11月社融新增19900亿元，同比少增6083亿元

事件：11月社融新增19,900亿元，M2-社融同比倒挂1.5%。

需承认经济的“弱现实”、仍处于修复阶段。可以从两个维度进行解释：一方面，11月新增社融19,900亿元，低于市场一致预期的2.17万亿元，比上年同期少增6083亿元，但降幅较上月收窄了1014亿元。另一方面，社融与M2同比差额再次走阔至2.4%，宽货币对宽信用的传导仍“堵塞”。

M2较社融的同比多增可能与理财赎回下的存款搬家相关。11月新增人民币存款2.95万亿元，较去年同期多增1.81万亿元，且结构端来看，居民存款增速远高于去年同期，存款搬家+融资需求有限，形成了信贷层面的强供给与弱需求。

但非标融资有所改善。11月信托贷款同比多增1825亿元，主要系“金融支持房地产16条”中信托机构通过展期、调整还款方式等对地产予以支持。而委托贷款再6000亿元金融工具额度投放完毕后，对社融的支持力度进一步回落。

政府债券、企业债券是主要的拖累项。新增额分别为6520亿元、596亿元，较上年同比少增1638亿元、3410亿元。

● 信贷：11月新增12,100万亿元，同比少增600亿元

人民币信贷结构呈现出企业端强于居民端、企业中长贷强于短贷、居民短贷强于中长贷。

企业端：债券融资与银行贷款走势的偏离或难说明企业融资的修复。企业债券融资与贷款融资对政策驱动与市场驱动敏感性并不相同，贷款融资还需考虑银行的贷款投放计划与投放意愿因素。类比9月社融数据中企业融资的分化，11月企业融资的可持续性难以判断。

居民端：修复力度仍较弱，但中期对社融拖累或放缓。疫情影响下消费场景的缺失11月服务业PMI环比下滑1.9pct，居民短期贷款新增525亿元，环比少增992亿元。而疫情对地产的影响或实质性减弱，现阶段制约居民购房与贷款的核心因素在于保交楼风险与地产价格波动，考虑地产利好政策落地与效用体现的时滞性，居民中长贷或延续低增速趋势，但对社融的拖累预计放缓。

● 债市策略：利率仍将维持震荡，看好曲线陡峭化机会

虽然经济仍处于“弱现实”之下，但后续的社融增长逻辑或正在发生变化。

防疫政策的优化对居民短期贷款的改善，调整过渡期后预计有抵补型增长；居民中长贷受地产影响较大，且政策从落地到效果的显现具备时滞性，短期来看居民中长贷不宜过高预估增长规模；企业贷款更多跟随市场改善与银行信贷投放意愿波动，12月银行普遍为开门红做准备，短期看企业信贷仍处磨底期。

债市角度来看，12月以来，市场流动性分层明显，存单利率向政策利率靠拢，国开债逼近3%的高位，市场对于债市走势有两种观点：

- **乐观观点认为**，短期经济基本面并未进一步走强，市场利率向政策利率靠拢，跨年资金面并未有明显收紧场化、非市场化配置型机构携手入场，理财赎回对债市影响进一步减弱，3%的10Y国债利率或为强阻力位，利率进一步回调概率不大。

- **悲观看法认为**，债市并未进入“政策与效果的对照期”，而是继续博弈更多政策的出台，弱现实影响有限，强预期才是债市定价的核心逻辑。

但从近一周的债市表现来看，10Y国债维持在2.95%水平窄幅震荡，反映出的多空之间的纠结情绪，我们认为，政策冲击、赎回压力、存单走高等三方面风险已发酵近一个月，利率继续向上破位3%的阻力较大，但也不具备快速回落的基础。

- **风险提示**

疫情存在不确定性。

正文目录

1	弱现实能平抑债市利率回调吗?	5
1.1	社融: 11月新增19,900万亿元, 同比少增6083亿元	5
1.2	信贷: 11月新增12,100万亿元, 同比少增600亿元	6
1.3	债市策略: 利率仍将维持震荡, 看好曲线陡峭化机会	7
2	风险提示:	8

图表目录

图表 1 社会融资规模当月新增 (单位: 亿元)	5
图表 2 社融与 M2 同比增速 (单位: %)	5
图表 3 金融机构新增人民币存款 (单位: 亿元)	5
图表 4 人民币贷款当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 5 表外三项当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 6 委托贷款当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 7 信托贷款当月新增 (单位: 亿元)	6
图表 8 企业债券融资新增 (单位: 亿元)	7
图表 9 企业贷款新增 (单位: 亿元)	7
图表 10 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)	7
图表 11 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)	7

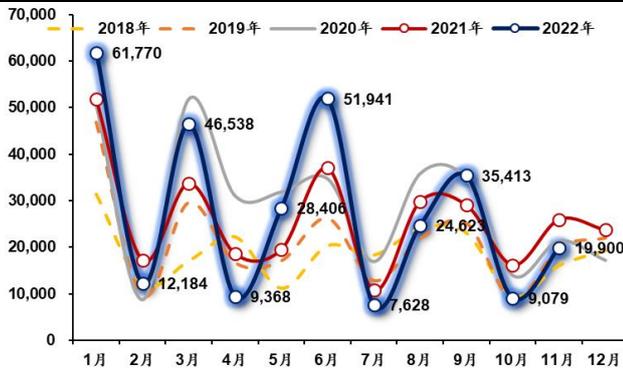
1 弱现实能平抑债市利率回调吗？

事件：11月社融新增19,900亿元，M2-社融同比倒挂2.4%。

1.1 社融：11月新增19,900万亿元，同比少增6083亿元

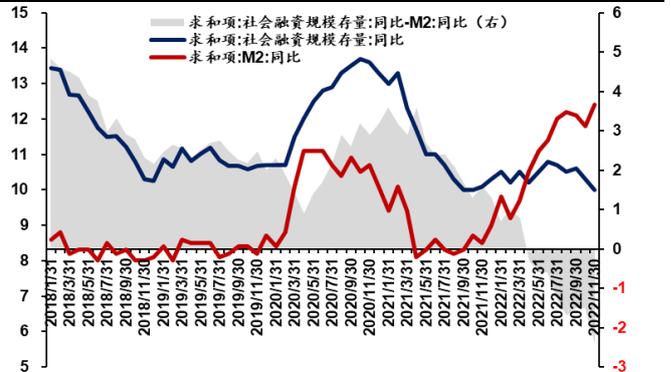
首先，我们需承认经济的“弱现实”、仍处于修复阶段。可以从两个维度进行解释：首先，11月新增社融19,900亿元，低于市场一致预期的2.17万亿元，比上年同期少增6083万亿元，但降幅较上月收窄了1014亿元。其次，社融与M2同比差额再次走阔至2.4%，宽货币对宽信用的传导仍“堵塞”。

图表1 社会融资规模当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 社融与M2同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

M2较社融的同比多增可能与理财赎回下的存款搬家相关。从金融机构新增人民币存款来看，11月新增人民币存款2.95万亿元，较去年同期多增1.81万亿元，且结构端来看，居民存款增速远高于去年同期。一方面是理财赎回下居民存款搬家，银行负债端定期存款规模增长下资产端配置需求强，另一方面是实体经济融资需求难以匹配，形成了信贷层面的强供给与弱需求。

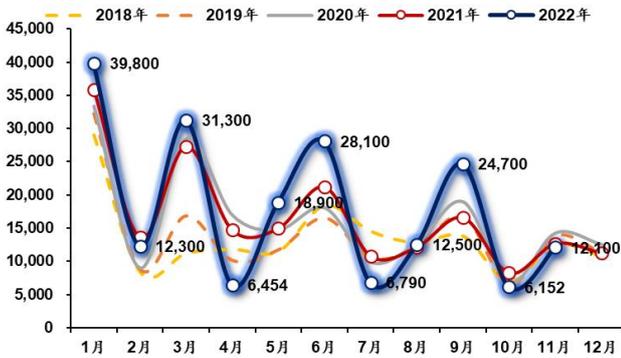
图表3 金融机构新增人民币存款（单位：亿元）

	居民户	财政存款	非银行业金融机构	其他	新增人民币存款
2022-01	54,100	5,849	-1,836	-19,813	38,300
2022-02	-2,923	6,002	13,900	8,421	25,400
2022-03	27,023	-8,425	-6,320	32,622	44,900
2022-04	-7,032	410	6,716	815	909
2022-05	7,393	5,592	2,568	14,847	30,400
2022-06	24,739	-4,367	-5,515	33,443	48,300
2022-07	-3,380	4,863	8,045	-9,081	447
2022-08	8,286	-2,572	-4,353	11,439	12,800
2022-09	23,894	-4,800	-2,805	10,011	26,300
2022-10	-5,103	11,400	2,048	-10,189	-1,844
2022-11	22,500	-3,681	6,680	4,001	29,500

资料来源：Wind，华安证券研究所

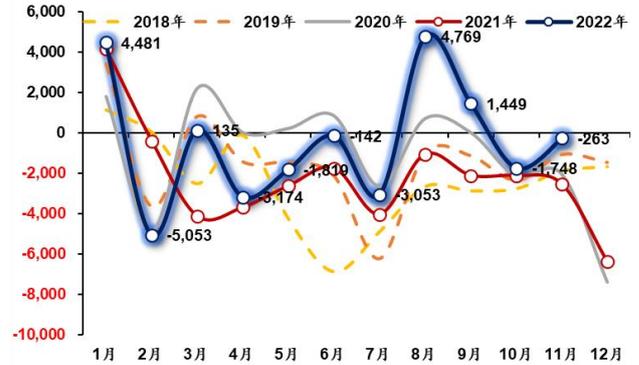
拆解来看，11月新增人民币贷款1.21万亿元，基本与上年持平，政府债券、企业债券是主要的拖累项，新增额分别为6520亿元、596亿元，较上年同比少增1638亿元、3410亿元。但非标融资有所改善，11月表外三项新增-263亿元，同比多增2275亿元，环比亦有所改善。

图表4 人民币贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表5 表外三项当月新增（单位：亿元）

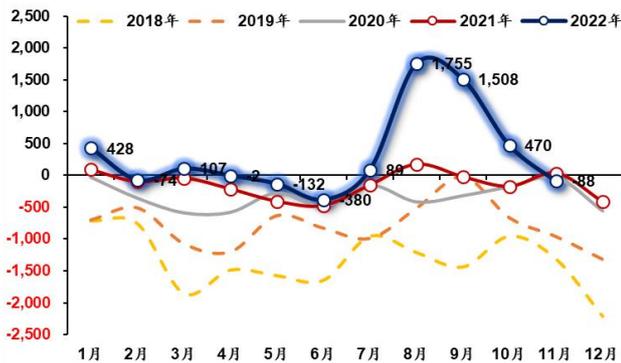


资料来源：Wind，华安证券研究所

非标融资的改善来源于信托贷款的同比多增。11月信托贷款新增-365亿元，同比多增1825亿元。信托贷款的同比多增原因在于11月23日发布的“金融支持房地产16条”中提出信托机构可与房地产企业进行自主协商，通过展期、调整还款方式等予以支持，后续来看信托贷款仍将一定程度支持非标融资规模。

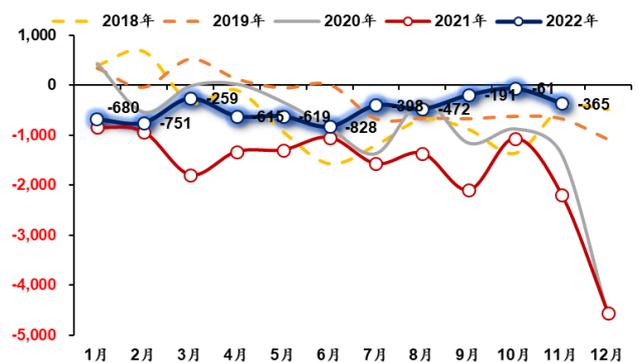
委托贷款增速环比回落，11月新增-88亿元，连续三月下滑。委托贷款7月以来的高速增长主要由于政策性金融工具作为基建资本金通过委托贷款的方式发放，而6000亿元额度基本投放完毕后，预计委托贷款对社融的支持力度将进一步趋缓。

图表6 委托贷款当月新增（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表7 信托贷款当月新增（单位：亿元）



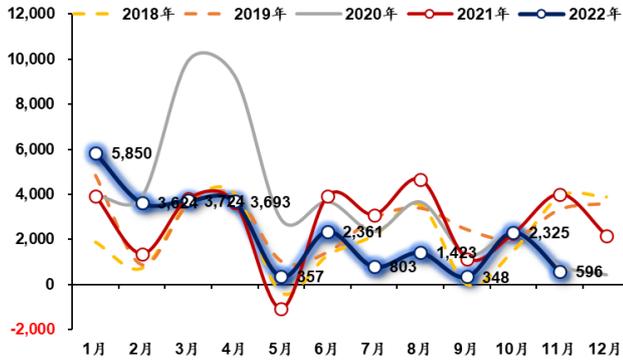
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 信贷：11月新增12,100万亿元，同比少增600亿元

人民币信贷结构呈现出企业端强于居民端、企业中长贷强于短贷、居民短贷强于中长贷。

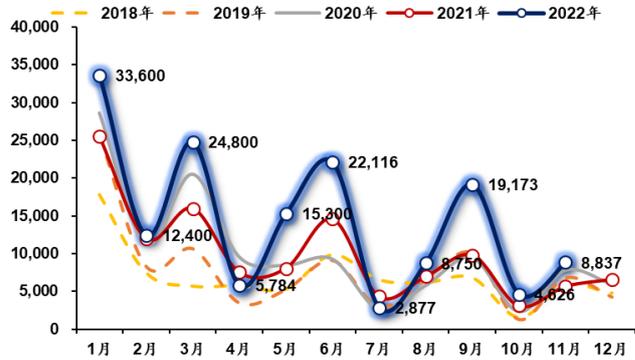
企业端：债券融资与银行贷款走势的偏离或难说明企业融资的修复。需要明确的是企业债券融资与贷款融资对政策驱动与市场驱动的敏感性并不相同，债券融资受到发审政策、市场利率、到期情况等因素影响，而贷款融资还需考虑银行的贷款投放计划与投放意愿因素。类比9月社融数据中企业融资的分化，11月企业融资的可持续性难以判断。

图表 8 企业债券融资新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

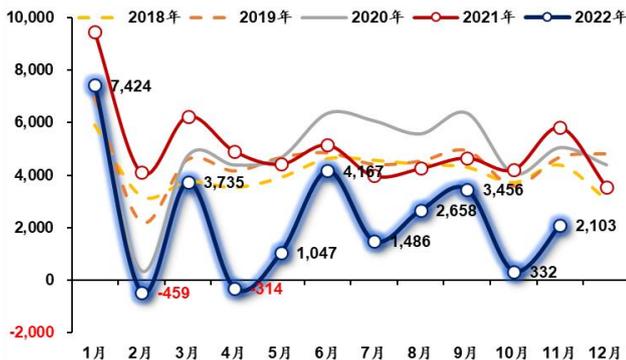
图表 9 企业贷款新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

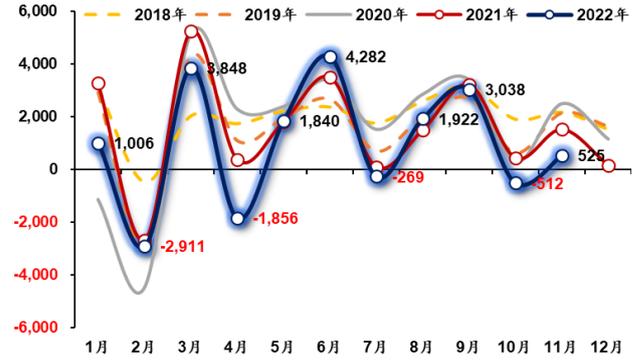
居民端：修复力度仍较弱，但中期对社融拖累或放缓。11月服务业PMI为45.1%，环比下滑1.9pct，印证疫情影响下消费场景的缺失，居民短期贷款新增525亿元，环比少增992亿元。而居民中长期贷款增长逻辑正在发生变化，疫情对地产的影响或实质性减弱，现阶段制约居民购房与贷款的核心因素在于保交楼风险与地产价格波动，考虑地产利好政策落地与效用体现的时滞性，短期中长贷或延续低增速趋势，但中期对社融的拖累预计放缓。

图表 10 居民中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 居民短期贷款当月新增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 债市策略：利率仍将维持震荡，看好曲线陡峭化机会

虽然经济仍处于“弱现实”之下，但后续的社融增长逻辑或正在发生变化。防疫政策的优化对居民短期贷款的改善，调整过渡期后预计有抵补型增长；居民中长贷受地产影响较大，且政策从落地到效果的显现具备时滞性，短期来看居民中长贷不宜过高预估增长规模；企业贷款更多跟随市场改善与银行信贷投放意愿波动，12月银行普遍为开门

红做准备，短期看企业信贷仍处磨底期。

债市角度来看，12月以来，市场流动性分层明显，存单利率向政策利率靠拢，国开债逼近3%的高位，市场对于债市走势有两种观点：

- 乐观观点认为，短期经济基本面并未进一步走强，市场利率向政策利率靠拢，跨年资金面并未有明显收紧场化、非市场化配置型机构携手入场，理财赎回对债市影响进一步减弱，3%的10Y国债利率或为强阻力位，利率进一步回调概率不大。
- 悲观看法认为，债市并未进入“政策与效果的对照期”，而是继续博弈更多政策的出台，弱现实影响有限，强预期才是债市定价的核心逻辑。

但从近一周的债市表现来看，10Y国债维持在2.95%水平窄幅震荡，反映出的多空之间的纠结情绪，我们认为，政策冲击、赎回压力、存单走高等三方面风险已发酵近一个月，利率继续向上破位3%的阻力较大，但也不具备快速回落的基础。

2 风险提示：

疫情存在不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。