



证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

房贷纠偏开启，宽信用还会远吗？

2021年11月11日

- **新增信贷超预期，居民房贷纠偏开启。**9月至今，政策面屡次吹风“松绑”房地产信贷，事后来看，居民房贷的纠偏最明显。10月居民房贷同比多增162亿元，打破了过去5个月连续同比少增的局面，下行趋势中断。金融数据发布的同一天，央行罕见公布了10月个人住房贷款统计数据，以往该数据仅在每季的贷款投向数据中出现。尽管10月新增信贷改善，但结构上仍以票据增量为主，实体融资需求被压抑，一是疫情防控政策下消费被压制，居民、企业短贷增幅有限；二是企业房贷收紧惯性延续，叠加财政后置、能耗双控政策，企业中长期贷款缩量明显。
- **政府债发行提速，社融增速即将触底回升。**10月政府债净融资同比多增1236亿元，是社融最大支撑项。去年专项债发行节奏较快，四季度基数较低，年内财政后倾有望进一步支撑社融增速回升。非标压降速度放缓也是社融增速趋稳的一大原因，信用环境在超调后正逐步矫正。其他分项上，城投债受监管约束，股市震荡、行情分化，企业债和股票融资均同比少增。
- **M2-M1剪刀差走阔，存款季节性明显。**10月实体经济运行面临重重阻碍，外部有特殊天气、散点疫情，内部供需矛盾延续、PPI创下史诗级新高。M2-M1增速剪刀差走阔至5.9个百分点，货币在实体中的流通速度进一步放缓。存款端，居民、企业和财政存款基本符合季节性规律，但考虑到政府债发行提速，财政支出力度仍偏弱。反常项是非银存款，同比大幅多增9482亿元，与同业业务季节性、监管、货币基金规模上升等因素有关。
- **房贷缩量是造成当前社融低迷最重要的原因之一。**过去几年，尽管每年都在讲“房住不炒”，但房地产仍保持了很强的韧性，不管是销售和投资都是如此。今年5月份以后，整个房地产进入下降通道，原因在于新的调控措施——房贷集中度管理，从5月份开始真正从严执行，导致居民房贷、房企开发贷快速回落，进而引发整个房地产景气回落。截至2021Q3，房贷对社融增速贡献已跌至1%以下。10月数据表明，金融机构正加速满足房地产合理资金需求，房贷有望企稳，有利于帮助行业早日走出至暗时刻。
- **风险因素：**全球疫情传播恶化；通货膨胀超预期；货币政策超预期收紧等。



目录

一、新增信贷超预期，居民房贷纠偏开启	3
二、政府债发行提速，社融增速即将触底回升	4
三、M2-M1 剪刀差走阔，存款季节性明显	5
四、房贷缩量是造成当前社融低迷最重要的原因之一	6
风险因素	7

图目录

图 1：10 月居民房贷纠偏开启，企业房贷惯性延续	3
图 2：居民房贷从今年 5 月开启的下行趋势被中断	4
图 3：居民房贷的纠偏节奏快于企业涉房贷款	4
图 4：10 月政府债发行提速对社融形成支撑	5
图 5：2021 年专项债发行进度（截至 10 月末）	5
图 6：10 月新增存款季节特征明显，财政支出力度偏弱	6
图 7：10 月 M2-M1 增速剪刀差进一步走阔	6
图 8：房地产贷款余额增速已慢于社融存量增速	7
图 9：房地产贷款对社融增速贡献趋于下行	7

事件：

11月10日，央行公布10月金融数据：新增人民币贷款8262亿元，预期7378亿元，前值1.66万亿元。新增社会融资规模1.59万亿元，前值2.90万亿元。M2同比增长8.7%，预期8.36%，前值8.30%。

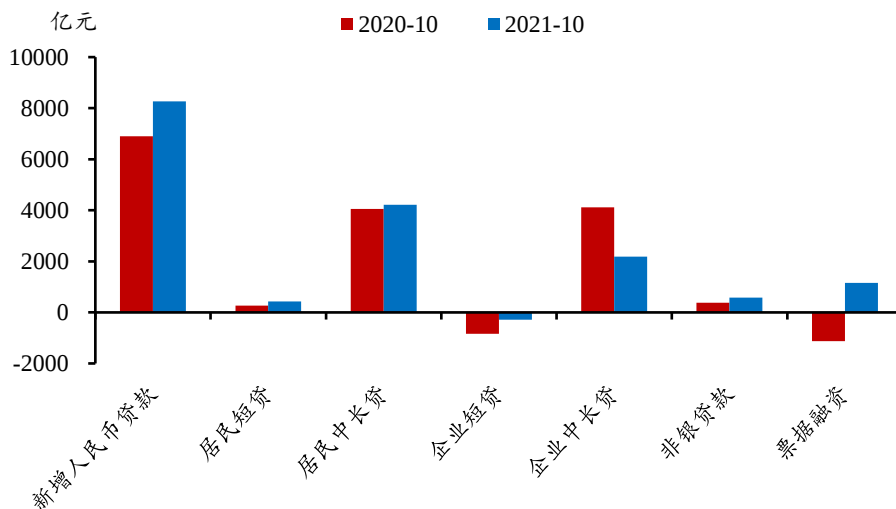
一、新增信贷超预期，居民房贷纠偏开启

新增信贷超预期，居民房贷纠偏开启。10月新增人民币贷款8262亿元，同比多增1364亿元，超市场预期。分项上看，居民中长期贷款（主要是房贷）同比多增162亿元，打破了过去5个月连续同比少增的局面。9月至今，政策面屡次吹风“松绑”房地产信贷，事后来看，居民房贷的纠偏最明显，观察其趋势线，5月以来的下行轨迹被中断。11月10日金融数据发布的同一天，央行官方罕见地公布了10月个人住房贷款统计数据，10月当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元。以往个人住房贷款数据只在每个季度公布的贷款投向数据里才出现，这是央行首次公布这一数据的月度数据。

企业房贷收紧惯性延续。政策面首先确保“维护住房消费者合法权益”，此前积压的个人按揭贷款得到了明显释放。相比之下，企业涉房贷款仍然堪忧，从房地产开发资金来源看，9月国内贷款同比收缩25%，房企从银行体系获取融资仍旧十分困难。受此拖累，10月企业中长贷同比少增1923亿元，成为最大拖累项。

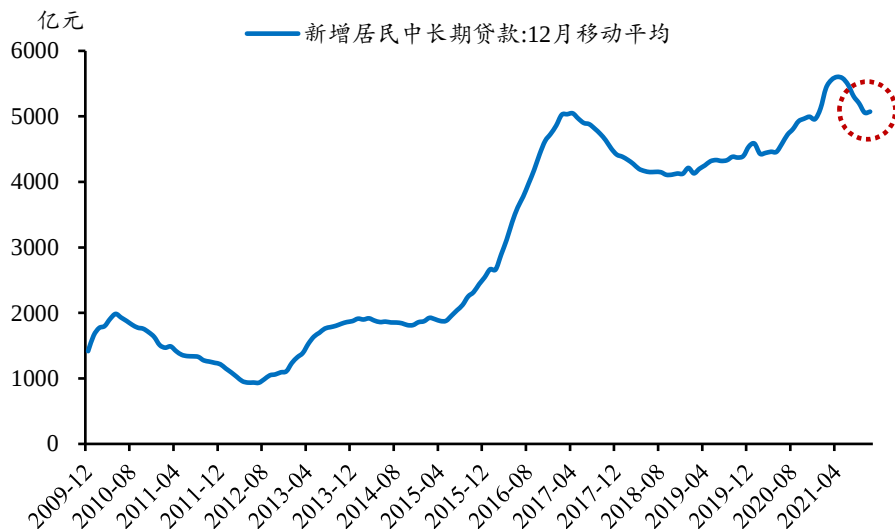
实体融资需求处于被压抑的状态。尽管10月新增信贷规模有所改善，但结构上以票据融资增量为主，10月票据融资同比多增2284亿元，是最大支撑项。截至目前，1年期票据和同业存单收益率呈现背离，差值维持在40bp上下，银行仍在依靠票据填充信贷规模。当前政策环境整体偏紧，很大程度上压制了实体融资需求，一是疫情防控政策下消费被压制，10月居民短贷同比多增154亿元、企业短贷同比少减549亿元，增幅有限。二是除地产调控以外，财政后置、能耗双控均压制了居民企业的投资需求，导致新增中长期贷款缩量明显。

图 1：10月居民房贷纠偏开启，企业房贷收紧惯性延续



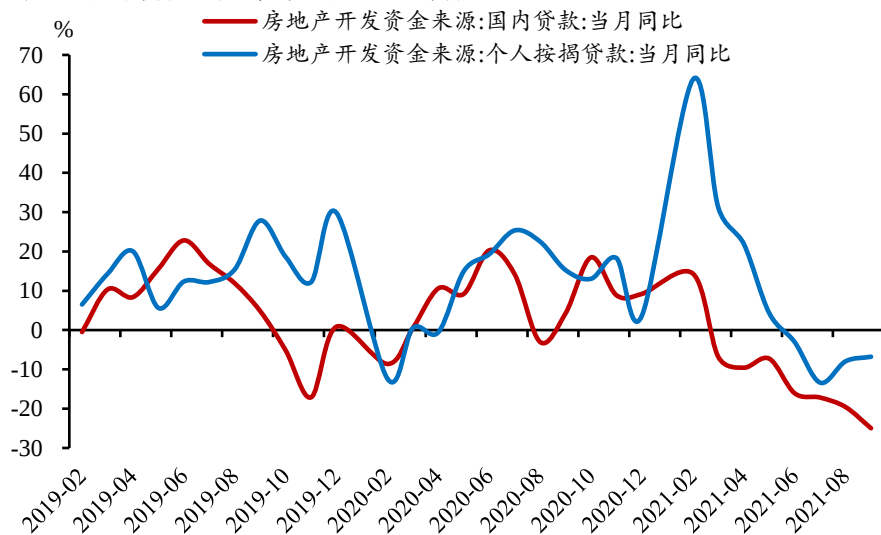
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：居民房贷从今年 5 月开启的下行趋势被中断



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：居民房贷的纠偏节奏快于企业涉房贷款



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

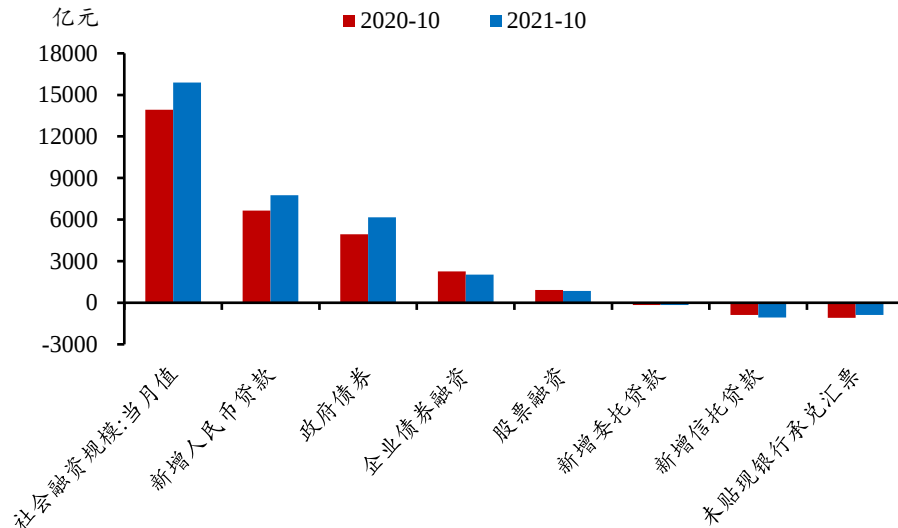
二、政府债发行提速，社融增速即将触底回升

政府债发行提速，年内有望进一步支撑社融回升。10 月新增社融规模 1.59 万亿元，同比多增 1971 亿元；社融存量同比 10%，较上月持平。分项中，政府债净融资同比多增 1236 亿元，是最大支撑项。财政部已明确要求，今年新增专项债额度尽量在 11 月底前发行完毕，10 月份专项债新发 5410 亿元，再创年内最大单月规模。去年专项债发行节奏较快，四季度基数较低，剩余月份政府债有望进一步支撑社融回升。

非标压降速度出现放缓。10 月新减非标融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项之和）规模 2120 亿元，同比少减 18 亿元，几乎与去年持平。今年以来非标融资持续呈现较快收缩，10 月整体压降速度出现一定程度放缓，是社融增速趋稳的一大原因，也反映出信用环境在超调后正逐步被矫正。

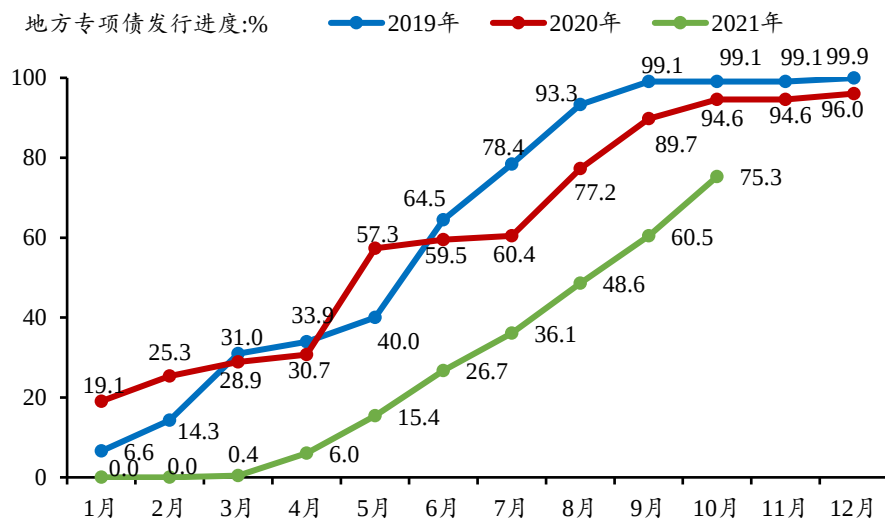
其他分项上，企业债融资同比少增 233 亿元，10 月城投债净融资额进一步下行，仍面临监管约束；股市整体震荡、行情分化，股票净融资同比少增 81 亿元。

图 4：10 月政府债发行提速对社融形成支撑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：2021 年专项债发行进度（截至 10 月末）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

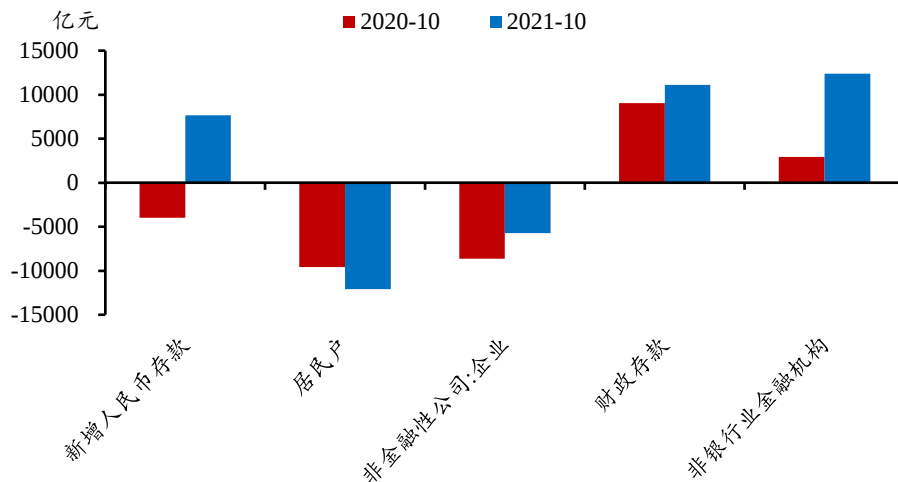
三、M2-M1 剪刀差走阔，存款季节性明显

M2-M1 增速剪刀差走阔，企业经济预期下修。10 月 M2 增速 8.7%，边际上行 0.4 个百分点，M1 增速下降 0.9 个百分点至 2.8%。10 月实体经济运行面临重重阻碍，外部受到特殊天气影响、散点疫情不断，内部限产政策下供需矛盾延续、PPI 创下史诗级新高。反映到数据层面，M2-M1 增速剪刀差走阔至 5.9 个百分点，货币在实体中的流通速度进一步放缓，企业悲观预期强化。

新增存款季节特征凸显，财政支出力度偏弱。10 月新增人民币存款同比多增 1.16 万亿元，分项上看，居民户、企业和财政存款基本符合季节性规律，其中居民存款新减 1.21 万亿元、同比多减 2531 亿元，反映出今年国庆假日消费好于去年；企业存款新减 5721 亿元，主要是税期因素，同比少减 2921 亿元，与“减税降费”的政策支持相关；财政存款同比多增 2050 亿元，考虑到当前政府债发行提速，财政支出的力度仍然偏弱。反常的分项是非银存款，10 月同比多增 9482 亿元，与金融同业业务季节性有关，也存在监管、货币基金规模上升等因素。

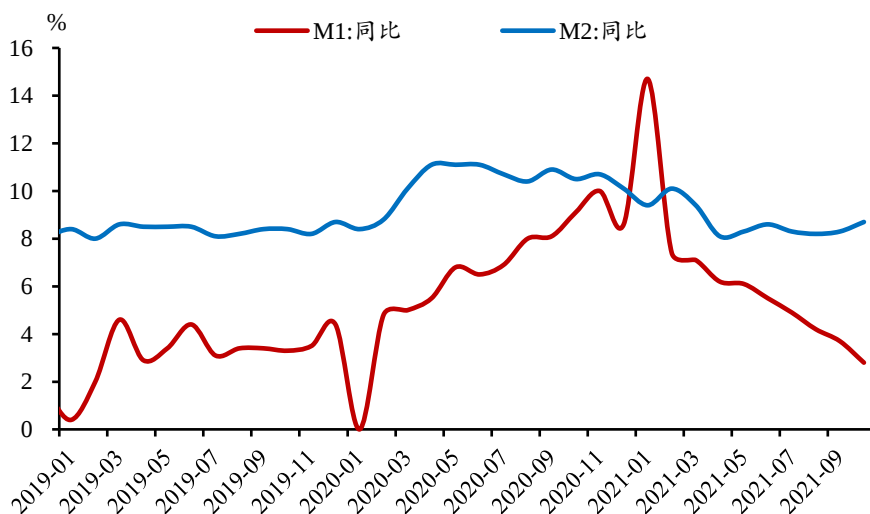


图 6：10 月新增存款季节特征明显，财政支出力度偏弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：10 月 M2-M1 增速剪刀差进一步走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、房贷缩量是造成当前社融低迷最重要的原因之一

10月15日，央行在发布会上表示“信贷总量”和“信贷结构”是衡量信贷投放的两个重要指标。10月15日，央行在发布会上表示“信贷总量”和“信贷结构”是衡量信贷投放的两个重要指标。

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_29242

