

信用端最差时期或已过去

——2021年11月金融数据点评

宏观事件点评

2021年12月10日

报告摘要：

11月社融增速10.1%，较前值略走高0.1个百分点，稳信用在数据上得到印证。

● 11月社融数据证实信用端最差的时刻已经过去。

社融同比增速自去年10月以来首次连续两个月企稳回升。

此外，本月M1增速自今年1月以来首次反弹，“M2-M1剪刀差”收窄，反映企业投融资等资金运用活动回暖。

● 目前稳信用方式之一，稳地产和财政现金流

第一种稳信用方式主要变为企业债券口径统计下的城投债和地产债迅速扩张，居民中长贷创同期新高。

城投债扩容与第三轮土拍中各地城投积极拿地有关，有助于改善地方政府部门流动性。地产债融资条件放松有助于缓解房企现金流压力，居民中长贷连续两个月同比多增，反映地产销售回款加速，房企销售回款改善。

将11月城投债、地产债和居民中长贷表现串连起来，我们发现目前稳信用的主要逻辑是稳地产链条现金流，重点解决当下地方政府和房企流动性压力。

● 目前稳信用方式之二，政府和城投扩杠杆

第二种稳信用方式主要体现为政府和城投部门迅速加杠杆。

我们发现一条有趣的“杠杆转换”逻辑：传统模式降温时，居民杠杆受约束，地产企业杠杆也受约束，此时城投企业加杠杆托底，客观上防止土地出让金进一步快速下滑。

● 当前稳信用措施仍属温和，预计未来政策将继续加码

其一，房企流动性压力将持续，明年上半年房企境外美元债、信托产品都将迎来到期高峰。

其二，多数房企拿地积极性并未明显修复，土地成交也未有显著改善。

其三，房地产各环节指标边际好转仍在历史低位，距离回归正常状态仍有距离。

● 风险提示：

宽信用节奏超预期；地产调控政策超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

12月9日，央行发布11月社融数据。10月新增社融2.6万亿，社融增速10.1%，较前值略走高0.1个百分点；人民币贷款增加1.27万亿元，同比少增1605亿元；M1、M2增速分别为3.0%和8.5%；

1 信用融资端最差时期或将过去

11月社融同比较10月企稳回升，自去年10月以来首次连续两个月企稳回升。

今年以来社融同比增速持续下滑，只不过年初下滑更多体现基数效应，下半年增速下滑更多受新增融资收敛影响。尤其是居民和企业信贷收缩较快，体现紧信用对地产融资和隐性债务影响。

M1增速年内首次反弹，M2-M1剪刀差收窄，反映企业投融资等资金运用活动回暖。

本月M1微弱反弹，11月同比3.0%，较10月2.8%微幅走高0.2个百分点；11月M2增速8.5%，较少月走低0.2%，增速平稳。M1增速是年内首次企稳反弹，一定程度上可以说明企业融资压力已有边际缓释。

偏稳的社融和M1增速描绘出当前宏观经济状态，信用融资端最差时期已经过去。

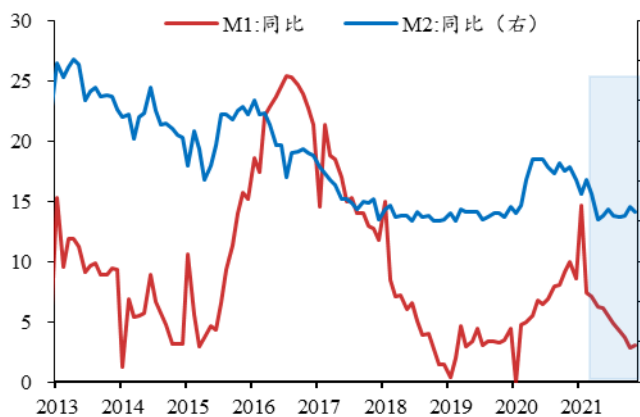
社融增速连续两个月企稳回升验证了“紧信用”已告一段落，M1增速首次反弹说明企业投融资略有喘息，资金运转速度加快。

此外，本月社融结构有两点鲜明特征，非常值得关注。我们认为鲜明结构背后，显示当前稳信用的两种方式，我们下文将会详细论述。

其一，企业债券、政府债券、表内票据显著同比多增，是本月社融同比企稳回升的主要贡献分项。

其二，居民中长期贷款延续上月稳定扩张趋势，是今年下半年以来第二个月同比多增。并且今年11月居民中长贷规模创下历史同期最高。

图1: M1增速年内首次反弹 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 社融存量增速连续两个月企稳回升 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 稳信用方式一，稳地产和财政现金流

本月社融同比较大贡献分项在企业债券，本业企业债券同比多增规模 3264 亿元，拆分来看是城投债券和地产债同比增幅较大。

先看城投债，11 月城投债同比多增 1512 亿，增幅仅次于 1 月，为年内单月最高增幅。这或许与第三轮土拍各地城投开始拿地有关。土地出让金作为地方财政重要的收入来源，城投托底土地市场，维持土地出让金稳定，有助于改善地方政府部门流动性。

再看地产债，11 月房地产企业债券融资同比多增 144 亿元，是今年下半年以来首次转正，这与 11 月房企债券融资政策放松相呼应。11 月上旬，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会。此后，保利、招商蛇口等多家房企开始在银行间市场注册发行债务融资工具。违约风波爆发之后，房企美元债发行锐减，此时放松房企债券融资，有助改善地产企业现金流状况。

本月正向拉动社融同比企稳的还有居民中长期信贷，11 月居民同比多增 772 亿元，连续两个月同比多增。

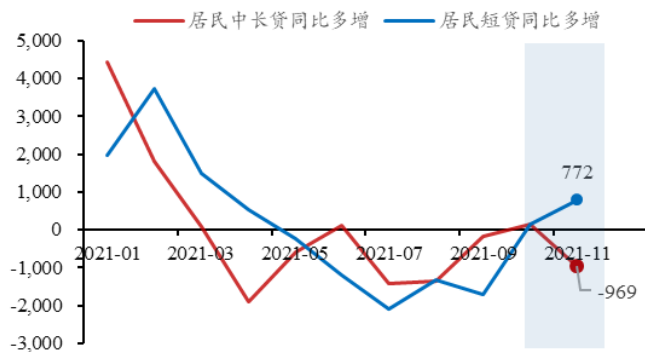
今年 6 至 9 月，居民中长贷月度同比缩量在 1000-2000 亿元。10 月、11 月居民中长贷持续好转，反映地产销售边际回暖。作为房企最大的资金来源，销售回款加速缓解了企业现金流的压力。

将 11 月城投债、地产债和居民中长贷表现串连起来，我们可以发现，目前稳信用的主要逻辑是稳地产链条现金流，重点解决当下地方政府和房企流动性压力。

中国房地产链条中有两个重要参与主体，一是地方政府，土地出让金关系地方政府财政现金流；二是房地产企业，债务融资和销售回款。9 月以来中国地产链条中销售、投资和拿地环节数据均跌出历史常规区间。地产企业销售回款、债务融资均面临较大压力。不仅如此，土地出让金也随地产市场降温而快速下滑。换言之，近期房地产链条降温不仅影响地产企业现金流，同时也对土地出让金带来扰动。

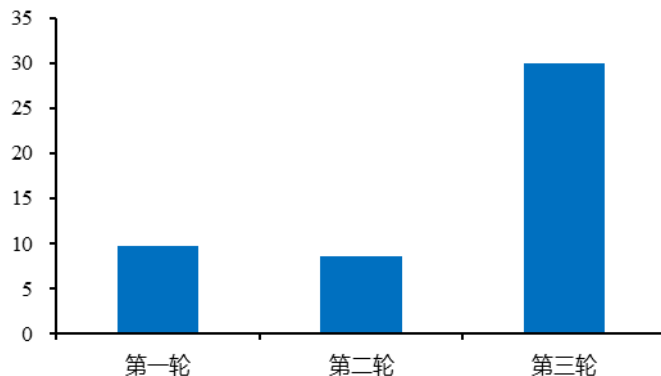
所以当前稳信用的第一要义是稳地产企业和地方政府现金流，即部分打开居民信贷额度，保证地产企业销售回款，并一定程度打开房企债务融资空间。于此同时，通过城投拿地，部分缓解因土地出让金下行而带来的地方政府现金流压力。

图3: 11月居民长贷强, 短贷偏弱 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 北上广深三轮土地拍卖城投拿地占比 (%)



资料来源: 各地规划与自然资源局网站, 民生证券研究院

3 稳信用方式二, 政府和城投扩杠杆

这个月我们首先看到政府部门明显加杠杆。

11月政府债券同比多增4158亿元, 对社融同比形成显著正向拉动。虽然这部分政府债券发行融资是按年初计划如期推进, 并且这部分资金形成实物工作量大概率会等到明年, 但已经显现出政府部门扩杠杆托底内需的逻辑。

其次我们还看到金融机构正积极增加对企业部门融资供给。

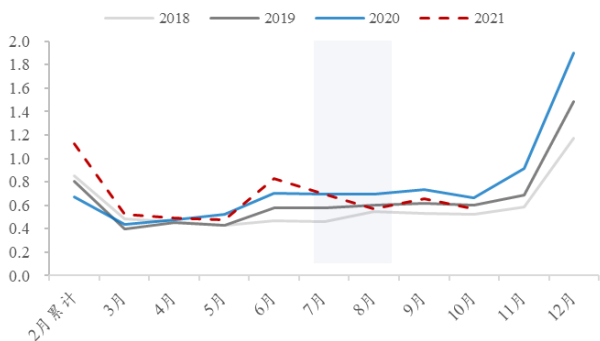
11月表内票据同比多增801亿, 延续了过去几个月趋势。一般来说, 票据往往会被银行用来调控信贷投放指标, 票据融资同比多增体现信贷供给较为稳定。

最后是土地降温以来城投企业迅速加杠杆。

城投扩杠杆的本质上是获取拿地资金, 盘活土地市场的流动性, 缓解财政的压力。8月土地出让金快速下行之, 我们发现城投企业负债融资迅速抬升。

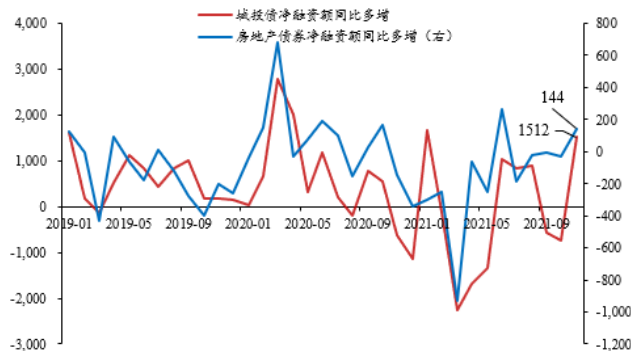
仅从技术性的杠杆结构分析出发, 我们可以发现一条有趣的“杠杆转换”逻辑, 传统模式下居民加杠杆购买商品, 地产企业再加一道杠杆, 然后拿地。传统模式降温时, 居民杠杆受约束, 地产企业杠杆也受约束, 此时城投企业加杠杆托底, 客观上防止土地出让金进一步快速下滑。

图5: 8月以后土地出让金明显下滑(万亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 城投和地产企业债券融资拉动(亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 当前稳信用措施尚属温和

直接看读数, 11月社融增速提升0.1个百分点, 幅度并不大。方向上, 目前稳信用主要侧重点还是稳定地产企业和政府部门现金流。

地产销售方面, 11月地产销售端政策力度并不算太强, 销售端放开主要体现在刚需维稳上。10月以来居民中长期贷款有所改善, 居民短贷仍在同比收缩。我们知道居民中长贷刻画的是居民购房债务, 这与“满足购房者的合理住房需求”的政策基调吻合。

地产企业负债融资方面, 目前流动性改善的主要是国有地产企业, 民营房企现金流压力更大, 然而目前他们的融资条件没有实质性变化。作为印证, 我们发现11月以来债券发行规模较大的主要是有国企背景的房企, 如保利、招商蛇口等。

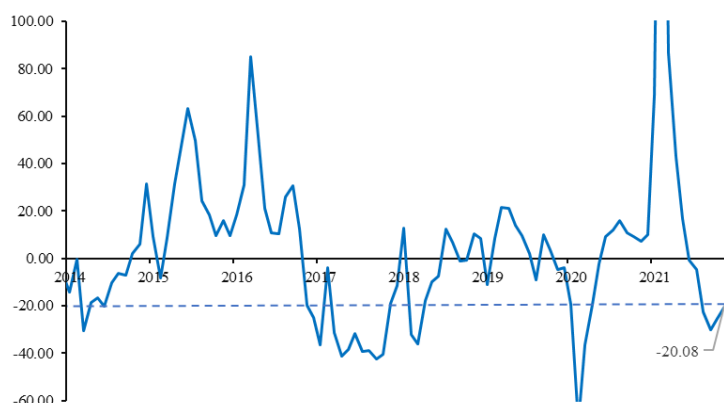
预计未来稳信用政策将继续加码, 原因有三:

其一, 房企的流动性压力将持续, 明年上半年房企境外美元债、信托产品都将迎来到期高峰;

其二, 多数房企拿地积极性并未明显修复, 土地成交也未有显著改善。尽管目前部分地区土地流拍率降低, 但主要是城投和国企背景房企在进行托底;

其三, 房地产各环节指标边际好转但仍在历史低位, 如11月30大中城市商品房成交面积同比-20%, 房地产市场距离回归正常状态仍有距离。

图7: 11月30大中城市商品房成交面积同比仍在历史低位(%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 风险提示

宽信用节奏超预期; 地产调控政策超预期。

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_30943

