

总量研究

稳信用仍需政策发力

——2021 年 11 月金融数据点评

要点

事件：2021 年 12 月 9 日，中国人民银行公布 11 月货币金融数据。社融新增 2.61 万亿，同比多增 4786 亿，前值 1.59 万亿，存量同比增速 10.1%，前值 10.0%；人民币贷款新增 1.27 万亿，同比少增 0.16 万亿，前值 0.83 万亿；M2 同比增速 8.5%，前值 8.7%。

核心观点：11 月新增社融明显低于市场预期，主要受表内信贷拖累。一方面，政策层对融资严监管在执行过程中不合理行为的纠偏，以及降准、下调支农支小再贷款利率等政策，仍需要一定的传导时间以落地显效。另一方面，疫情等因素对实体经济需求端的影响仍未完全消除，在需求端仍有较大不确定性的背景下，实体企业的长期融资意愿受到压抑。

向前看，12 月政府债券融资的基数将会走高，新增社融技术层面的支撑将主要源于企业债券融资。社融增速能否进一步回升，主要取决于表内信贷的发力程度。预计在稳信用政策逐渐发力的背景下，信贷供给端的约束将会缓解，稳信用的难点主要在需求端能否企稳。但从市场数据来看，一般月末才会出现的票据冲量，在 12 月初便已演绎至极致，侧面反映出 12 月新增信贷可能面临较为严重的需求不足，因而，对 12 月社融增速不宜持有过度乐观的预期。

市场层面，考虑到当前社融增速企稳的主要支撑来源于政府和企业债券融资的低基数，结构性宽信用政策效用有限，短期内信用由稳转宽的概率不大，后续社融与 M2 增速差有望维持低位。同时，在经济增速下行压力依然较大，工业品通胀已经见顶回落的背景下，货币政策边际微松的必要性明显上升，因而，十年期国债收益率有望保持低位窄幅震荡，以待经济基本面和政策面的进一步反应。

社融：直接融资助力社融增速企稳回升

11 月新增社融 2.61 万亿元，明显低于市场预期(Wind 一致预期为 2.81 万亿元)，政府债券、企业债券等直接融资，是 11 月新增社融的主要拉动项；社融口径下的新增人民币贷款，是 11 月新增社融大幅低于市场预期的主要拖累。

11 月新增社融的主要拖累项，则来自于新增人民币贷款大幅不及预期。这主要源于实体经济的活力不足，11 月国内本土疫情仍然呈现多点散发情形，且波及地区较多，部分行业受到较大影响，总体恢复有所放缓。向前看，疫情更趋复杂，病毒新变种奥密克戎目前已蔓延至多个国家，国内需求面临较高的不确定性。

信贷：信贷结构有待改善，住房信贷延续好转

信贷结构有待改善，住房信贷持续好转。总量上来看，新增信贷相较往年同期表现较为疲弱。11 月新增信贷 1.27 万亿，与 2020 年同期相比少增 0.16 万亿，与 2019 年同期相比少增 0.12 万亿元。

结构上来看，票据融资仍是主要的支撑项，企业贷款同比收缩态势并未改善。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例趋势性上行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

相关研报

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一 (2021-11-21)

理解三季度货政报告的两条主线 —— 2021 年三季度货币政策执行报告点评 (2021-11-20)

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告 (2021-11-02)

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二 (2021-09-02)

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五 (2021-08-19)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

降准箭在弦上 —— 7 月 7 日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一 (2021-06-28)

美元指数还会继续向下吗？ —— 光大宏观周报 (2021-06-06)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

一、直接融资助力社融增速企稳回升	3
二、信贷结构有待改善，住房信贷延续好转	5
三、资金活力小幅修复，利率有望维持低位	7

图目录

图 1：11 月社融新增与 2020 年同期比较	4
图 2：11 月社融新增与 2019 年同期比较	4
图 3：12 月政府债券融资基数将走高	4
图 4：11-12 月企业债券融资受益于低基数对社融形成支撑.....	4
图 5：11 月新增人民币贷款表现较为疲弱	5
图 6：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行.....	5
图 7：11 月信贷新增与 2020 年同期比较	5
图 8：11 月信贷新增与 2019 年同期比较	5
图 9：30 大中城市商品房成交套数季节性缺口呈现收敛态势	6
图 10：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口呈现收敛态势	6
图 11：11 月企业中长期信贷延续疲弱态势.....	7
图 12：12 月出现了罕见的月初票据冲量行为.....	7
图 13：M1 增速回升助推货币增速差收窄.....	7
图 14：国债收益率有望继续维持低位.....	7

事件:2021年12月9日,中国人民银行公布11月货币金融数据。社融新增2.61万亿,同比多增4786亿,前值1.59万亿,存量同比增速10.1%,前值10.0%;人民币贷款新增1.27万亿,同比少增0.16万亿,前值0.83万亿;M2同比增速8.5%,前值8.7%。

核心观点:

11月新增社融明显低于市场预期,主要受表内信贷拖累。一方面,政策层对融资严监管在执行过程中不合理行为的纠偏,以及降准、下调支农支小再贷款利率等政策,仍需要一定的传导时间以落地显效。另一方面,疫情等因素对实体经济需求端的影响仍未完全消除,在需求端仍有较大不确定性的背景下,实体企业的长期融资意愿受到压抑。

向前看,12月政府债券融资的基数将会走高,新增社融技术层面的支撑将主要源于企业债券融资。社融增速能否进一步回升,主要取决于表内信贷的发力程度。预计在稳信用政策逐渐发力的背景下,信贷供给端的约束将会缓解,稳信用的难点主要在需求端能否企稳。但从市场数据来看,一般月末才会出现的票据冲量,在12月初便已演绎至极致,侧面反映出12月新增信贷可能面临较为严重的需求不足,因而,对12月社融增速不宜持有过度乐观的预期。

市场层面,考虑到当前社融增速企稳的主要支撑来源于政府和企业债券融资的低基数,结构性宽信用政策效用有限,短期内信用由稳转宽的概率不大,后续社融与M2增速差有望维持低位。同时,在经济增速下行压力依然较大,工业品通胀已经见顶回落的背景下,货币政策边际微松的必要性明显上升,因而,十年期国债收益率有望保持低位窄幅震荡,以待经济基本面和政策面的进一步反应。

一、直接融资助力社融增速企稳回升

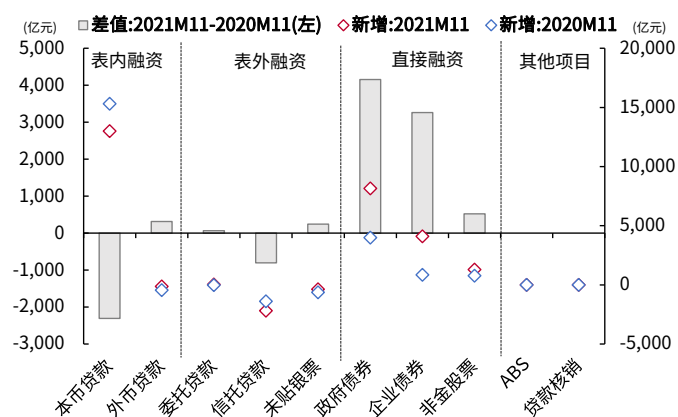
11月新增社融2.61万亿元,明显低于市场预期(Wind一致预期为2.81万亿元),政府债券、企业债券等直接融资,是11月新增社融的主要拉动项;社融口径下的新增人民币贷款,是11月新增社融大幅低于市场预期的主要拖累。

结构上来看,与2020年同期相比,11月表内融资少增1996亿元,表外融资少增495亿元,直接融资多增7945亿元。与2019年同期相比,11月表内融资少增518亿元,表外融资少增1475亿元,直接融资多增7986亿元。

从数据层面来看,政府债券、企业债券等直接融资,是11月新增社融的主要拉动项。其中,政府债券明显多增主要源于今年专项债融资节奏整体滞后,而企业债券明显多增则主要源于,去年受永煤信用风险事件拖累所形成的低基数。展望未来,12月政府债券融资基数将会走高,对新增社融的拉动作用将会减弱。但12月企业债券融资依然将会维持低基数,对新增社融形成明显的拉动。

11月新增社融的主要拖累项,则来自于新增人民币贷款大幅不及预期。这主要源于实体经济的活力不足,11月国内本土疫情仍然呈现多点散发情形,且波及地区较多,部分行业受到较大影响,总体恢复有所放缓。向前看,疫情更趋复杂,病毒新变种奥密克戎目前已蔓延至多个国家,国内需求面临较高的不确定性。

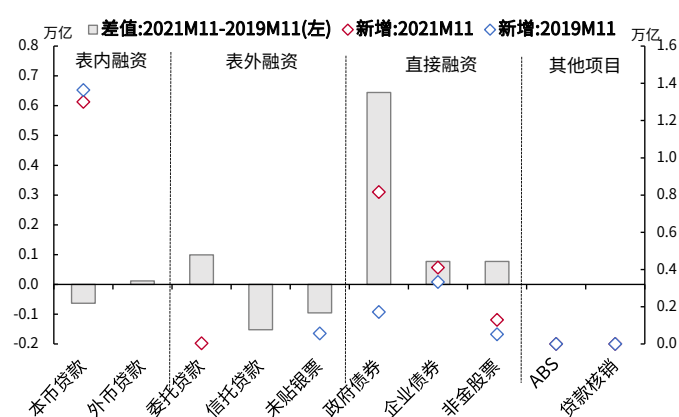
图 1：11 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

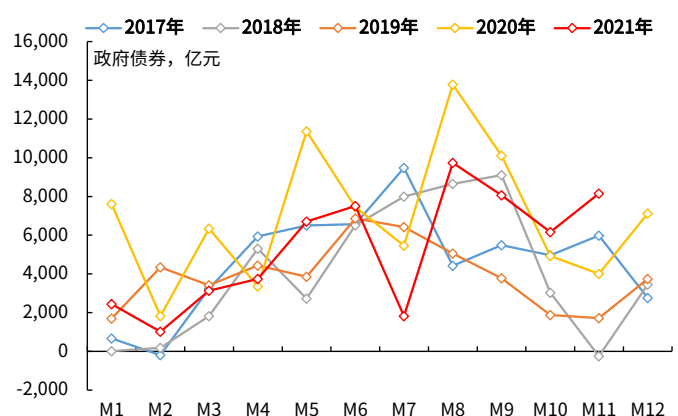
图 2：11 月社融新增与 2019 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

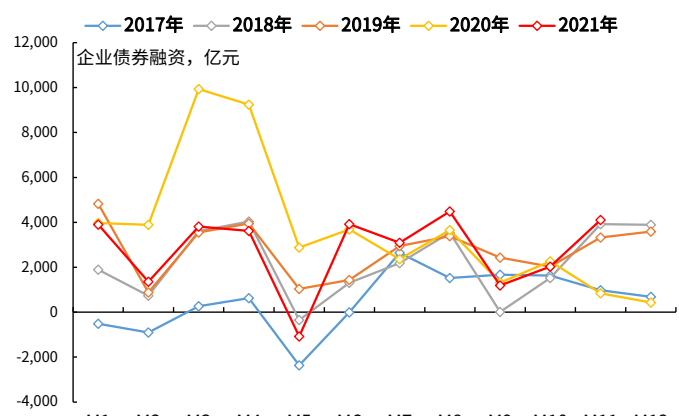
图 3：12 月政府债券融资基数将走高



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

图 4：11-12 月企业债券融资受益于低基数对社融形成支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

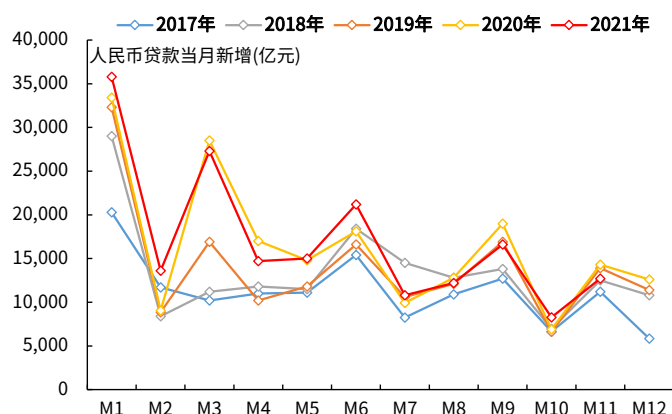
展望来看，12 月社融增速大概率上行有限。一是，12 月政府债券融资基数将会走高至 7126 亿元，预计政府债券对新增社融的支撑作用将会明显减弱。二是，由于 2020 年受永煤信用风险事件影响，企业债券融资大幅萎缩为今年企业债券融资创造了一个较低的基数，预计 12 月企业债券融资同比多增 3000 亿元左右，对新增社融的拉动作用有限。三是，12 月新增人民币贷款是否能有很好的表现，是 12 月新增社融的关键，但从目前的市场数据来看，一般月末才会出现的票据冲量，在 12 月初便已演绎到极致，侧面反映出 12 月新增信贷可能面临较为严重的需求不足。

二、信贷结构有待改善，住房信贷延续好转

信贷结构有待改善，住房信贷持续好转。总量上来看，新增信贷相较往年同期表现较为疲弱。11月新增信贷1.27万亿，与2020年同期相比少增0.16万亿，与2019年同期相比少增0.12万亿元。

结构上来看，票据融资仍是主要的支撑项，企业贷款同比收缩态势并未改善。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例趋势性上行。

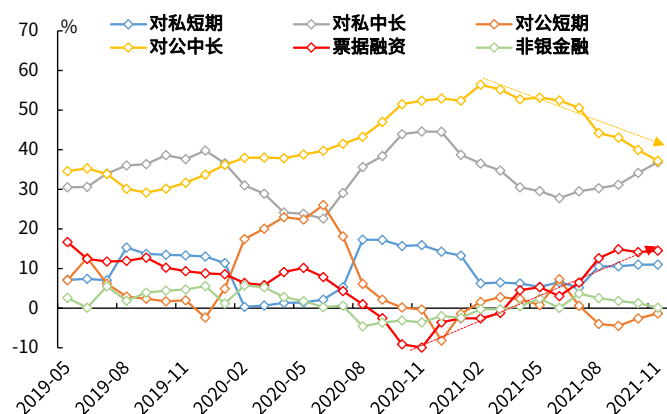
图 5：11 月新增人民币贷款表现较为疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

图 6：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行

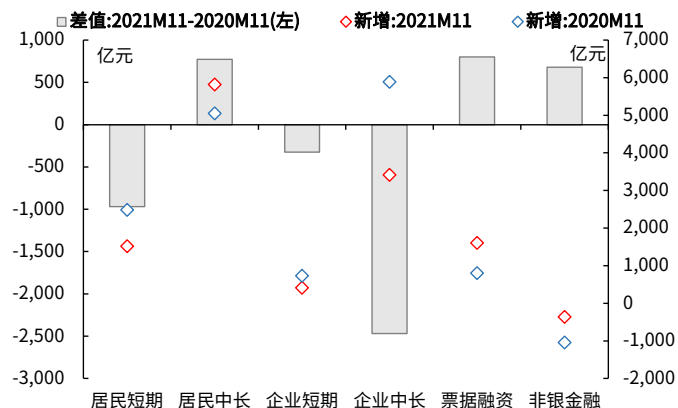


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

数据说明：图中数据为各个分项新增贷款占新增信贷的比例

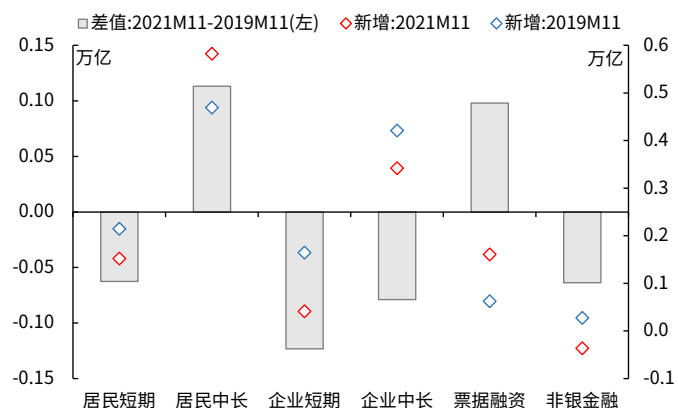
图 7：11 月信贷新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

图 8：11 月信贷新增与 2019 年同期比较



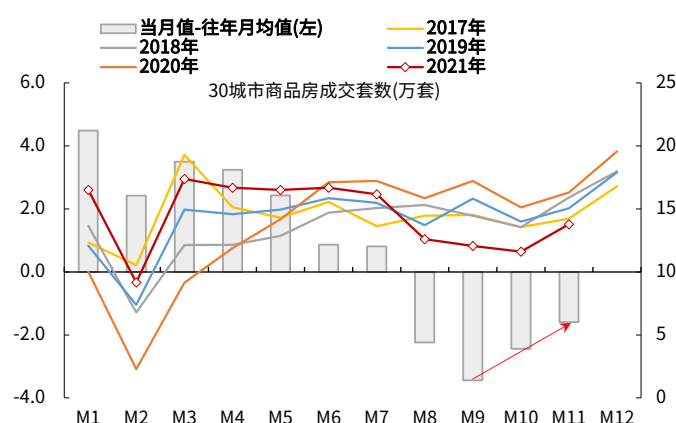
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

居民端来看，一方面，8月份以来，多个地市商业银行对居民端的住房信贷有所放松，但由于强监管的影响仍未完全消除，叠加房地产销售数据仍未改善。因而，以个人住房抵押贷款为主的对私中长期贷款，虽然有所改善，但幅度有限。从30个大中城市的商品房销售数据来看，无论是销售套数，还是销售面积，11月的季节性缺口均呈现收敛态势。

另一方面，6月份以来，新冠疫情本土持续多点散发，尤其是10月份的新一轮新冠肺炎本土疫情，无论是在传播范围上，还是在新增确诊人数上，均表现出明显的增强趋势。在此背景下，社交限制也在一定程度上对居民消费产生了负面影响，进而对居民短期信贷产生拖累。

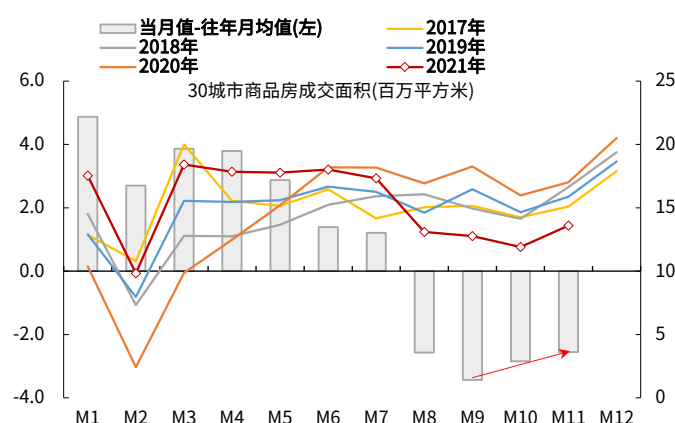
图9：30大中城市商品房成交套数季节性缺口呈现收敛态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2017年-2020年当月的均值，数据截至2021年11月

图10：30大中城市商品房成交面积季节性缺口呈现收敛态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2017年-2020年当月的均值，数据截至2021年11月

企业端来看，一方面，今年以来，政策层面对房地产、城投等领域的融资监管明显趋严，虽然9月以来人民银行、银保监会等部委持续对执行过程中出现的“一刀切”等不合理行为进行纠偏，定调“两维护”，但从政策纠偏到落地显效仍需要一定的传导时间。

另一方面，7月以来，在疫情散发、限产限电、原材料涨价等多重因素扰动下，生产、消费、投资等宏观数据总体呈现出下行趋势，表征实体经济景气度的中采制造业PMI连续7个月处于边际下行态势，且9月和10月已经进入荣枯线以下的收缩区域。虽然11月制造业PMI有所修复，但推动因素主要源于供给端，需求端仍然较为疲弱。在实体经济增速面临较大趋缓压力的背景下，央行调查贷款

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_30957

