



2021 年 11 月份金融数据点评： 为何 11 月份信贷投放不及预期？



事件:

2021年12月9日,央行公布了11月份的金融统计数据:

(1) M2同比增长8.5%,增速较10月回落0.2个百分点;(2) M1同比增长3%,增速较10月提升0.2个百分点;(3) 新增人民币贷款1.27万亿,同比少增1605亿,增速11.7%;(4) 社会融资规模新增2.61万亿,同比多增4786亿,社融增速为10.1%,较10月份提升0.1个百分点。

点评:

一、11月份新增贷款低于市场预期,料有三点原因 2021年11月新增人民币贷款1.27万亿,同比少增1605亿,总体低于市场预期的1.5-1.6万亿。我们认为,造成这种情况出现的原因,主要有以下几个方面:

一是宏观经济和市场主体显著承压,银行面临“资产荒”困境。近期,疫情零散性冲击和房企现金流压力加大,对以房地产产业链为代表的上下游中小企业产生了较大压力,企业生存困难、经营预期恶化、资本开支不足,部分企业经营活力下降,保市场主体稳定要求提升。同时,临近年末基建启动力度不足,财政资金拨付滞后,能源保供压力仍存,基建投资供需的两侧仍受挤压。因此,银行对公信贷投放面临一定“资产荒”困境,合意项目储备也较为缺乏,对明年“开门红”可能形成影响。数据显示:11月份对公长期贷款新增3417亿,同比少增2470亿,增量占比为26.91%,与10月份基本持平,但明显低于前三季度35-50%的水平。

二是零售长尾客群金融风险上升，非按揭贷款增长不及预期。今年1-11月份，居民短贷新增1.82万亿，同比基本持平，7-11月份新增6743亿，同比少增3763亿。这既有基数因素、也有新的经营态势变化因素。

一方面，在去年新冠疫情得到有效控制之后，消费类贷款存在集中释放的需求，使得去年下半年增长基数较高。

另一方面，今年四季度以来，中小企业经营压力加大，建筑施工企业结算放缓，对长尾客群形成了一定冲击。据观测，联合贷款的逾期率水平在近两月明显上升，反映出高风险长尾客群风险开始释放，背后反映的是灵活就业人群、小微企业员工和农民工群体在收入和就业上的潜在压力。受联合贷款挤压，估计中小银行11月零售非按揭贷款增长放缓，信贷投放也趋于谨慎。第三，房地产市场的快速调整估计也在一定程度上冲击了居民的消费心态。

三是中小银行信贷投放不稳定、不确定性加大。11月份以来，信贷投放的机构分化态势较为明显。其中，国有大行扮演了“头雁效应”，按揭贷款增长情况较好，股份制银行信贷投放尽管同比依然少增，但较10月份有所改善，且部分行对公贷款在11月份“由负转正”，零售非按揭贷款则维持了一定景气度。江浙地区等经济发达省份中小银行需求相对稳定。我们推测，11月份新增人民币贷款同比少增，可能与中小银行、涉农机构的信贷需求走弱有关，这部分银行客群基础较为薄弱，受外部因素扰动大，客户基础不稳定使得信贷投放不稳定、不确定性增加。

总体看，11 月份贷款同比略少增是建立在经济增长放缓基础上的，与当前阶段经济新的下行压力相符，也从侧面印证了 12 月份降低存款准备金率的必要性和紧迫性。

二、11 月份对公短贷+票据虚增冲量力度不减，12 月份票据融资增势仍在延续

11 月份新增信贷在总量上同比少增的同时，结构依然表现不佳。“对公短贷+票据融资”新增 2015 亿，同比多增 477 亿，其中票据融资同比多增 801 亿。

11 月份，票据利率显著下行，最后一周降幅近 100bp。而对公中长期贷款则同比少增 2470 亿。

从结构上看，对公贷款增长仍以短贷为主，存在一定虚增成分，中长期贷款投放偏弱，投向上主要以大型国企、能源产业为主，风险偏好依然审慎，导致跨月后对公贷款容易出现月内负增长，这在 9、10、11 月份均有所体现。

12 月份以来，1M 以上国股银票转贴利率出现大幅下行。其中，1M 期跨年品种利率已降至 0.3%左右，较 11 月末进一步下行。这背后的原因，不排除是由于 11 月份信贷投放数据较弱，为保 12 月信用增长的稳定，央行提前引导金融机构加大信贷投放力度。另一方面，银行冬储项目更多希望用于明年“开门红”

投放，加大收票需求更多是满足今年 MPA 信贷投放考核需求。

三、按揭贷款延续“量增价降”，开发贷尚未完全“浮出水面”但未来可期 11 月按揭贷款增长景气度进一步恢复，居民中长期贷款新增 5821 亿，同比多增 772 亿，增量占比为 45.83%，同比提升 10.53 个百分点。据前期上海证券报报道，“11 月房地产贷款投放在 10 月大幅回升的基础上，继续保持环比、同比双升态势，初步预计同比多增约 2000 亿元”。而 11 月份金融数据也在一定程度上印证了这一数据。

我们认为，后续按揭贷款仍将延续“量增价降”格局，通过引导按揭贷款投放，稳定房企销售回款，缓解现金流压力，增强企业可持续经营能力，能够缓释上下游产业链经营性债务风险。在此情况下，12 月份按揭贷款增长有望进一步向好。下一阶段，房地产稳定销售会被提上议程，不排除出现更多手段来促进销售恢复性增长。

开发贷方面，今年 4 月份以来，开发贷每月净增规模持续出现负增长，余额同比增速趋近于 0。尽管前期市场传闻，监管要求开发贷“浮出水面”，但目前看银行风险偏好尚未完全扭转，投放领域偏好优质地区、优质公司和优质项目，开发贷投放更加要求在满足“432”基础上的项目现金流全覆盖，同时强化了封闭资金监管。我们认为，开发贷款显著恢复仍然需要一定时间，但正在向好的方面演化，后续开发贷款转正和增速回暖确定性较强，但在宽松政策传导过程中，房地产企业仍然会感受到融资条件“冷热不均”。

四、11月社融增速触底反弹，对公中长期贷款与债券发行存在“跷跷板”

效应

11月份新增社融2.61万亿，同比多增4786亿。社融存量同比增速为10.1%，较10月份提升0.1个百分点。结构方面，表内融资、非标、政府债券等分项情况基本符合市场预期。需要重点关注的分项波动，主要是企业债。数据显示：11月份企业债净融资规模为4104亿，同比多增3264亿，创今年以来单月最大增幅。拆分细项看：11月企业债+公司债净融资818亿，同比少增约710亿。中票+CP+SCP净融资1966亿，同比多增3847亿。其中超短融净融资1089亿，同比多增约2800亿，是企业债净融资同比多增的主要原因。对比11月份企业中长期贷款（同比少增2470亿）与企业债净融资（同比多增3264亿）数据来看，两者呈现了“跷跷板”效应。

SCP融资同比增加较多，一定程度上与去年同期套利资金退去的基数效应有关。但是也需要注意到，我们现阶段仍然需要防范企业在低利率环境下的跨行套利行为。比如，通过短期流动性强的短贷或者资金用途监管较弱的SCP募资，购买中小银行结构性存款等理财产品。这种行为虽然在去年下半年受到一定挤压，但由于当前优质企业贷款利率、债券利率和票据利率偏低，不排除重新生成套利交易，从而造成金融体系资产负债表虚增。

对于 12 月份社融增速,我们判断:(1)在 MPA 考核以及央行指导下,预计 12 月份表内融资将有所恢复,新增规模维持在 1.3-1.4 万亿。(2) 12 月政府债券净融资将维持高强度,预计规模在 9000 亿左右。(3) 12 月份是传统贷款核销大月,预计贷款核销+ABS 规模在 4000 亿左右。基于上述分析,预计 12 月份新增社融规模为 2.4 万亿左右,全年新增规模在 30-31 万亿,12 月份增速进一步上行至 10.3-10.5%左右。

五、非银存款大幅回落拖累助力 M2 增速, M2 与 M1 剪刀差有所收窄 11 月份 M2 同比增长 8.5%,较 10 月份回落 0.2 个百分点。结构方面,一般存款(对公+零售)新增 1.68 万亿,同比多增 1942 亿。财政存款新增-7281 亿,同比多减 5424 亿,反映出财政支出力度有所加大。而非银存款新增-257 亿,同比多减 8773 亿,是导致 M2 同比增速下滑的主要原因。剔除非银存款因素后,11 月份 M2 同比增速为 8.9%,比 10 月份提升 0.2 个百分点。

造成 11 月份非银存款出现同比大幅下滑的主要原因推测有二:一是去年 11 月份基数偏高,受永煤、紫光等企业信用违约事件影响,央行加大

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_30998

