



2021年12月10日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

实体融资需求仍然偏弱，信用稳而未宽

——11月金融数据点评

内容提要

央行公布2021年11月金融数据：10月新增人民币贷款12700亿元，市场预期15300亿元，前值8262亿元；社会融资规模26100亿元，市场预期28100亿元，前值15899亿元；M2同比8.5%，市场预期8.7%，前值8.7%；M1同比3.0%，前值2.8%。

11月社融新增规模26100亿元，同比多增近5000亿，社融增速企稳小幅回升至10.1%，“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用企稳初步见效，政府债和企业债发行是主要贡献。不过，表内贷款同比少增1605亿，社融信贷均低于市场预期，信贷结构依然不佳，票据冲量+企业中长贷乏力仍构成信贷结构短期化特征，实体融资需求偏弱，信用仍然稳而未宽。

9月以来房地产融资政策的边际放松主要体现“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标，“房住不炒”定调不变，叠加地方政府隐性债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，且当前核心问题在于房地产预期走弱、需求下降叠加去化放缓，银行风险偏好仍低，实体融资需求尚处走弱阶段，社融低位企稳后反弹空间有限。

风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、事件

央行公布 2021 年 11 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 12700 亿元，市场预期 15300 亿元，前值 8262 亿元。
- (2) 社会融资规模 26100 亿元，市场预期 28100 亿元，前值 15899 亿元。
- (3) M2 同比 8.5%，市场预期 8.7%，前值 8.7%；M1 同比 3.0%，前值 2.8%。

图 1：金融数据一览（亿元，%）

	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02
当月新增社融	26100	15899	29018	29558	10566	36901	19500	18521	33416	17129
新增人民币贷款	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000	14700	27300	13600
社融存量同比 (%)	10	10	10	10	11	11	11	12	12	13
(当月同比变化)										
社会融资规模	4757	1726	-5754	-6265	-6374	2559	-12407	-12420	-18206	8575
新增人民币贷款	-2309	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208	-3399	-2879	6211
居民短贷	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575	-1915	98	1813
居民中长贷	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236	529	1501	3742
企业短贷	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855	-2085	-5004	-4052
企业中长贷	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223	1058	3657	6843
票据融资	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48	-1199	-3600	-2489
委托贷款	66	1	295	592	1	10	-135	366	546	256
信托贷款	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958	-1351	-1770	-396
未贴现票据	243	203	-1488	-1314	-1186	-2411	-1762	-2729	-5114	4601
企业债券融资	3242	-492	-218	708	576	428	-4070	-5440	-6417	-2554
政府债券	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661	382	-3213	-807

资料来源：Wind，优财研究院

二、点评

11 月社融新增规模 26100 亿元，同比多增近 5000 亿，社融增速企稳小幅回升至 10.1%，“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用企稳初步见效，政府债和企业债发行是主要贡献。不过，表内贷款同比少增 1605 亿，社融信贷均低于市场

预期，信贷结构依然不佳，票据冲量+企业中长贷乏力仍构成信贷结构短期化特征，实体融资需求偏弱，信用仍然稳而未宽。

9月以来房地产融资政策的边际放松主要体现“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标，“房住不炒”定调不变，叠加地方政府隐形债务严监管下，融资主体缺失仍是本轮宽信用的主要堵点，且当前核心问题在于房地产预期走弱、需求下降叠加去化放缓，银行风险偏好仍低，实体融资需求尚处走弱阶段，社融低位企稳后反弹空间有限。

1. 专项债发行后置+节奏错位，政府债贡献提升。11月政府债和企业债发行是主要贡献，11月政府债融资8158亿元，同比多增4158亿元，今年专项债发行节奏偏慢下四季度融资有所加快，叠加与往年发行节奏的错位，同比增量显著，对社融形成主要的支撑力量。财政部此前要求11月尽量发完专项债，但截至11月底，政府债发行额度仍有约1.4万亿的缺口，仍需关注12月供给压力，对年底社融仍将形成主要支撑力量，同时预计将有剩余额度留至明年发行。企业债券融资4104亿元，同比多增3264亿元，城投债融资明显放量，反映经济下行压力下基建投资仍将形成一定托底力量。

2. 房贷边际放松支撑居民中长贷继续改善，房地产“两维护”政策初步见效，但积压房贷释放并不表征当期需求的恢复，房价预期偏弱拖累居民融资需求。11月居民中长期贷款5821亿元，同比多增772亿元，继上月结束此前5个月的同比大幅少增趋势后，本月同比继续小幅改善，主要受到地产政策纠偏下前期积压的在途按揭贷款释放的提振。但我们认为居民中长贷的改善更多的仍体现前期积压贷款的释放，仍难以表征当期需求的恢复，从商品房高频成交来看，地产销售仍维持偏弱态势，房价预期偏弱下居民融资需求仍难真正改善。

“房住不炒”顶层设计框架不变下，“政策底”到“市场底”传导仍需要时间。从房地产政策来看，融资政策的边际放松更多的体现为房地产信用风险快速升温、次生风险加大背景下的“防风险”诉求，且房地产去金融化是政策长期目标，“房住不炒”的政策方向不改下并不存在全面放松的可能，“政策底”到“市场底”传导

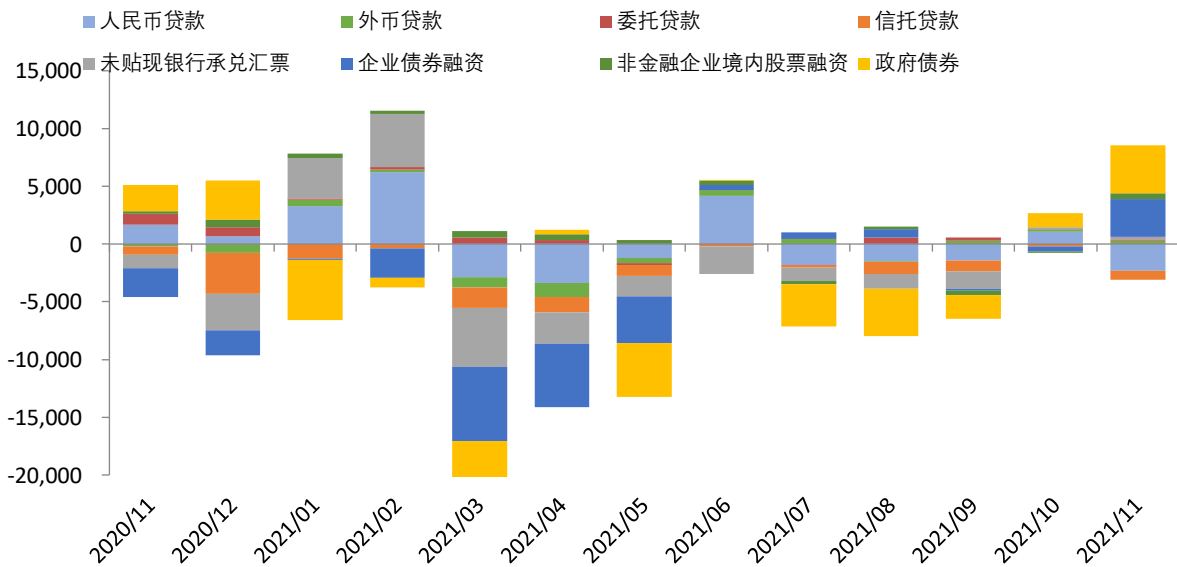
仍需要较长时间。

3. 企业融资结构维持短期化特征，实体融资需求仍然偏弱

11月企业中长贷新增3417亿元，同比少增2470亿元，同比少增幅度较上月扩大，在地产信贷边际放松以及基建初步发力的背景下，制造业资本开支意愿不佳或是主因。同时，企业短贷同比小幅回落，票据融资延续多增，企业融资结构仍呈现短期化特征，需求不足成为当前经济的主要矛盾。

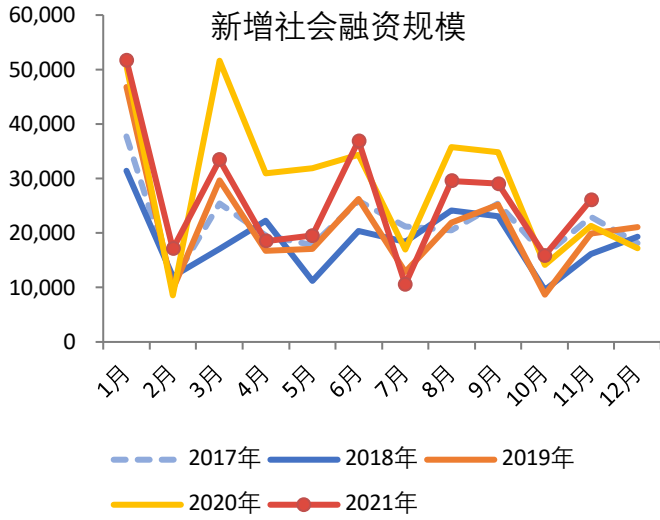
4. M1小幅反弹但仍在低位，实体流动性仍然偏弱。11月M1同比3.0%，同比增速回升0.2个百分点，连续9个月下行后出现反弹，但仍处于历史低位，11月房企融资条件有所改善，但地产高频仍未好转，企业资本开支意愿不足，实体流动性依然偏弱。临近年底财政支出速度有所加快，11月财政存款-7281亿元，同比多减5424亿元。

图2：当月同比增量贡献（亿元）



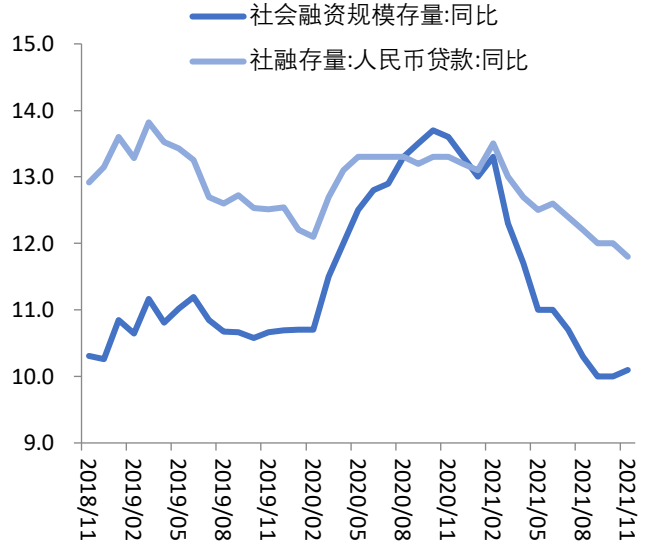
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 当月新增社融 (亿元)



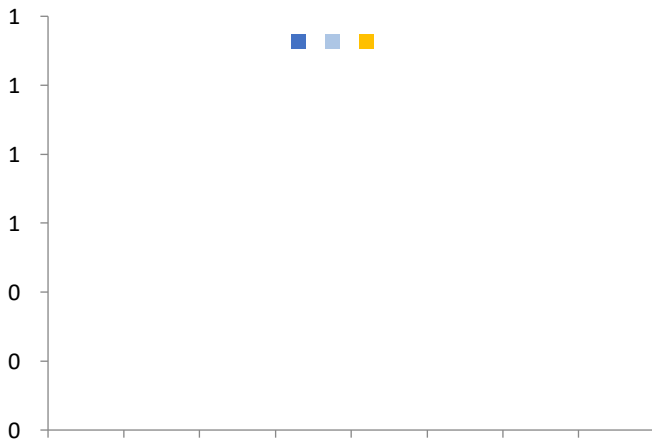
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 社融存量增速低位小幅反弹 (%)



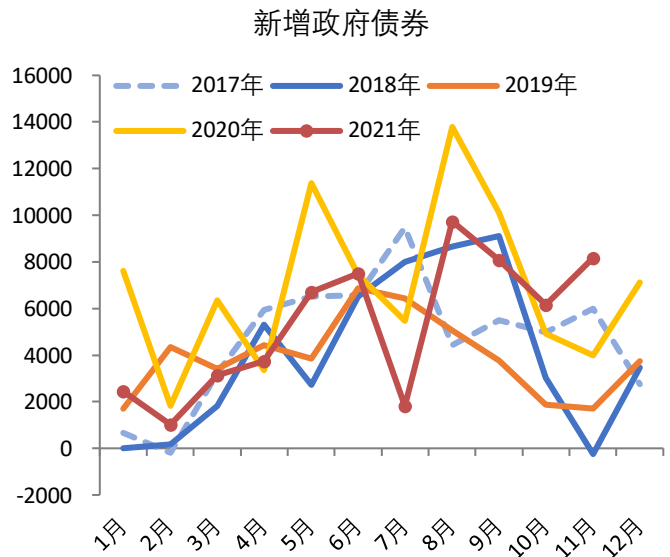
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 社融分项 (亿元)



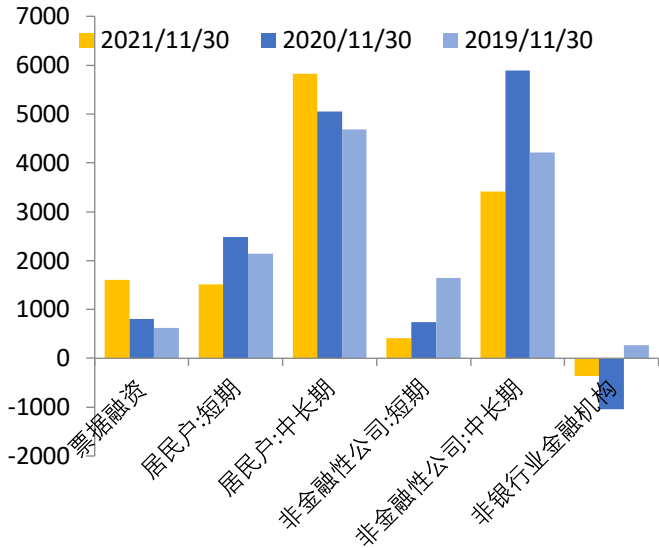
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 政府债发行同比多增是主要贡献 (亿元)



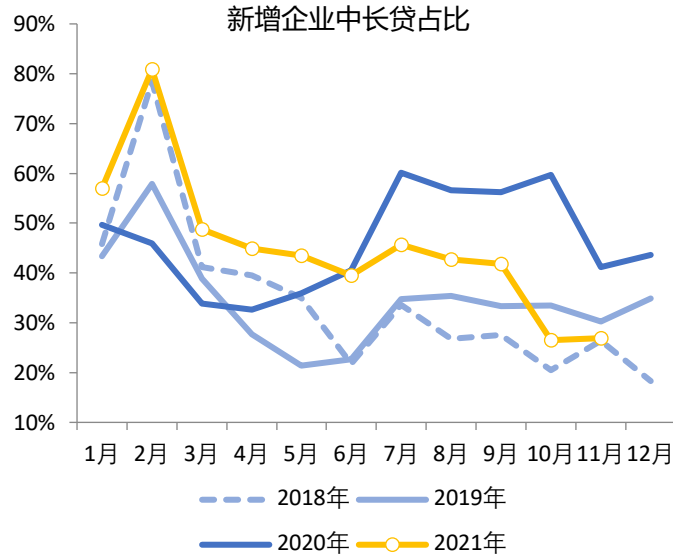
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7：实体融资需求依然偏弱（亿元）



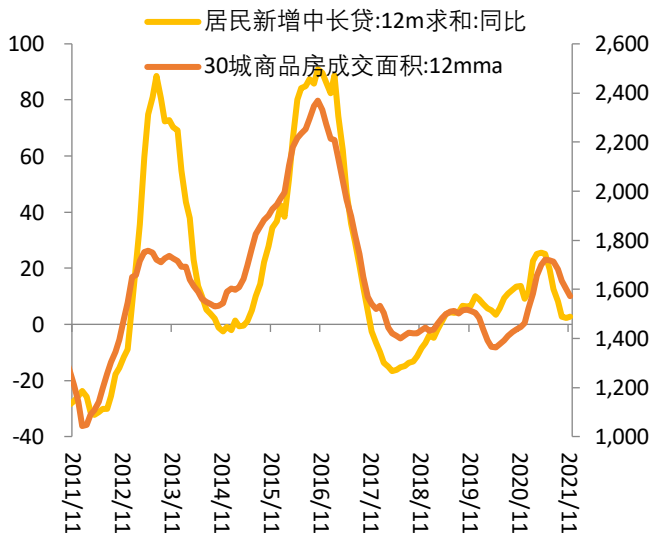
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：融资结构偏向短期化（亿元）



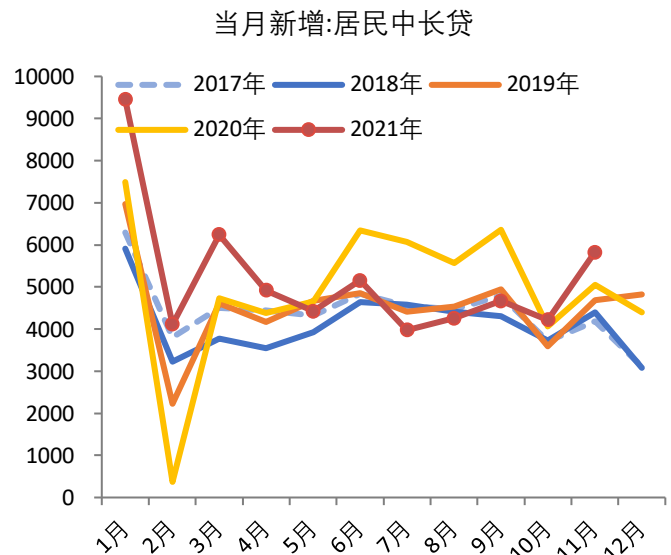
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



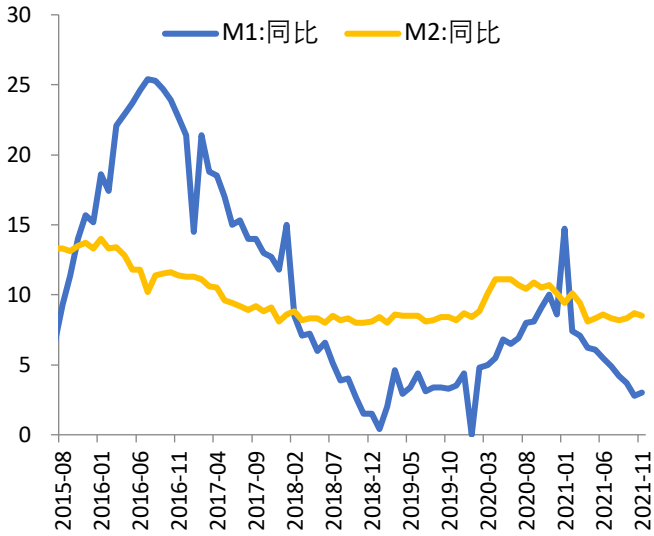
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：积压贷款释放提振居民中长贷（亿元）



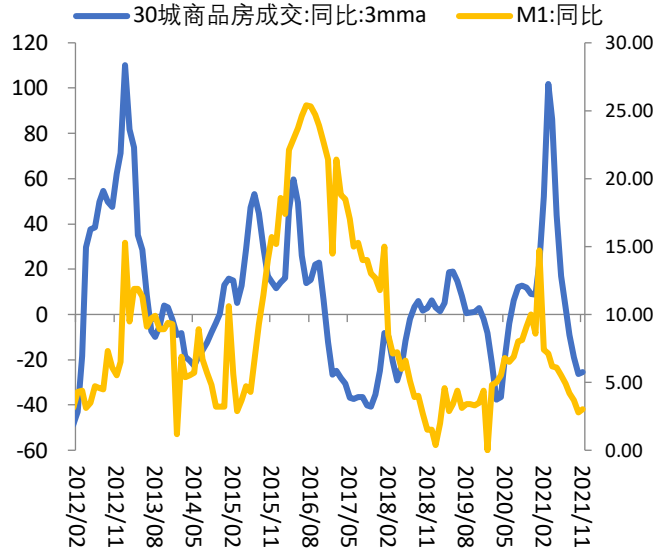
资料来源：Wind，优财研究院

图 11: M1 仍在低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 地产销售走弱拖累 M1 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性, 美联储快速收紧货币

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>