

中航证券研究所
分析师：符旻
证券执业证书号：S0640514070001
分析师：刘庆东
证券执业证书号：S0640520030001
邮箱：liuqd@avicsec.com

社融继续磨底，后续反弹需信贷发力 ——2021 年 11 月金融数据点评

2021 年 12 月 10 日

➤ 事件：

据人民银行初步统计，2021 年 11 月，社融新增 2.61 万亿元，同比多增 4745 亿元，截止 2021 年 11 月，社融存量 311.90 万亿元，同比+10.1%；2021 年 11 月，新增人民币贷款 1.27 万亿元，同比少增 1600 亿元；2021 年 11 月，M0、M1 和 M2 分别同比+7.2%、+3.0%、+8.5%，较上月分别+1.0PCTS、+0.2PCTS 和-0.2PCTS。

➤ 核心观点：

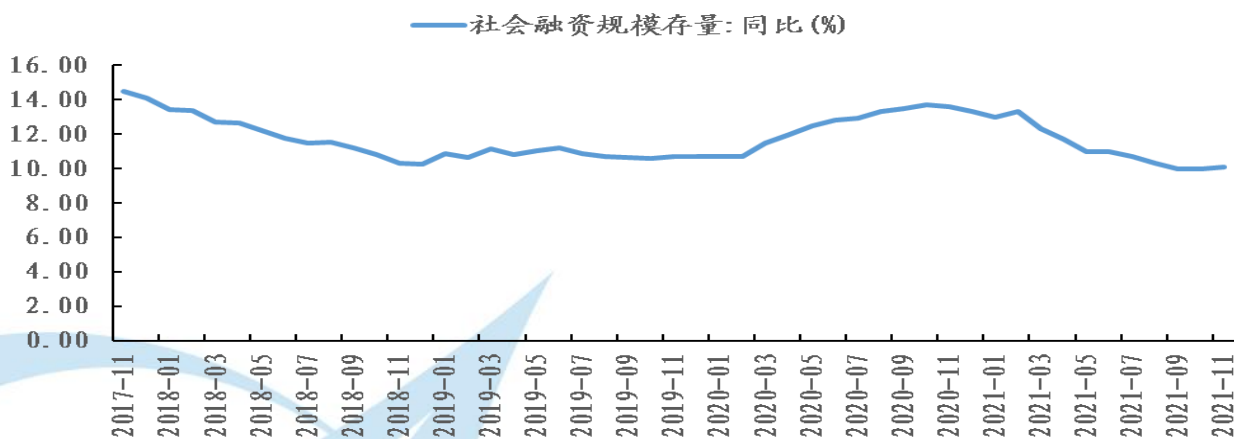
- 11 月社融增量 2.61 万亿元，低于市场预期的 2.81 万亿元，同比多增 4745 亿元。11 月社融存量同比+10.1%，增速较上月微增，信用仍在磨底。
- 11 月企业贷款较去年同比少增 2133 亿元，结构仍然难言理想。中长期贷款同比少增 2470 亿元，延续 7 月以来持续同比少增的趋势，与此同时，11 月票据融资仅同比多增 801 亿元，并未像 7 月到 10 月期间一样“掩盖”企业信贷需求的同比萎缩。从比例上看，今年 11 月企业中长期贷款占新增企业贷款的 60.2%，而 2020 年和 2019 年同期数据为 75.4%和 61.9%。往后看：商贸服务、批发零售业面临疫情影响，融资需求提升仍需时日；房地产行业再次成为信贷扩张主力的概率较小，但行业融资有望因政策边际放松的传导作用而逐步趋稳；制造业景气度回升，其融资需求短期内仍是信贷扩张的重要支撑力量。
- 11 月政府债券同比多增 4158 亿元，四季度专项债发行提速效果显现。由于基数效应，明年稳增长压力较大，财政大概率在一季度发力，政府在明年上半年加大发债力度支持经济发展的概率较高，政府债券融资有望继续为社融提供支撑。
- 由于 M1 增速上行而 M2 增速下降，本月 M2-M1 剪刀差为 5.5%，较 10 月的 5.9%收窄，货币活期化程度有所增强，经济动能边际回升。
- 12 月央行降准，稳增长有望继续发力，相关债务融资有望继续对社融提供支撑，推动社融企稳。但后续反弹还要看到信贷发力，且结构改善，企业中长期贷款逐步放量。至少目前信贷总量和结构依然偏弱，预计需要政策上的进一步支持和引导，预计社融现阶段只是企稳，真正走强还需要一定的时间。

股市有风险入市须谨慎

● 信用仍在磨底，融资环境有所改善

11月社融增量2.61万亿元，低于市场预期的2.81万亿元，同比多增4745亿元。11月存量同比+10.1%，增速较上月微增，信用仍在磨底。从结构上看，主要受新增人民币贷款同比少增2309亿元影响，表内融资同比少增；主要受新增信托贷款同比多减803亿元影响，表外融资同比多减；企业债券和政府债券融资分别同比多增3264亿元和4158亿元，是11月社融同比多增的主要支撑项。企业债同比多增反映了融资环境的改善，而政府债同比多增与今年四季度专项债加速发行有关。

图表1：信用仍在磨底



资料来源：wind，中航证券研究所

图表2：11月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2021年11月同比	2021年11月环比	2020年11月环比	2019年11月环比	2021年11月	2020年11月	2019年11月
总	当月新增社会融资规模	4,745.0	10201	7,426.0	11,256.9	26,100.0	21,355.0	19,936.9
表内	新增人民币贷款	-2,309.0	5248	8,646.0	8,163.5	13,000.0	15,309.0	13,633.2
	新增外币贷款	13.0	-101	-272.0	-239.7	-134.0	-447.0	-249.3
表外	新增委托贷款	66.0	208	143.0	-292.4	35.0	-31.0	-959.2
	新增信托贷款	-803.0	-1129	-512.0	-49.7	-2,190.0	-1,387.0	-673.4
	新增未贴现银行承兑汇票	42.0	503	464.0	1,623.1	-383.0	-625.0	569.6
直接	企业债券融资	3,264.0	2074	-1,423.0	1,298.0	4,104.0	840.0	3,329.7
	非金融企业境内股票融资	23.0	448	-156.0	344.3	1,294.0	771.0	523.9
其他	政府债券	4,158.0	1991	-931.0	-154.9	8,158.0	4,000.0	1,716.0

资料来源：wind，中航证券研究所

● 信贷同比微幅回升，结构仍然难言理想

11月新增人民币贷款1.27万亿元，同比少增1600亿元。长短期上：短期贷款及票据融资同比少增492亿元，其中票据融资同比多增801亿元，但居民户和企业短期贷款分别同比少增969亿元和324亿元；中长期贷款同比少增1698亿元，其中企业新增中长期贷款同比少增2470亿元，是11月新增人民币贷款的主要拖累项。

11月企业贷款较去年同比少增2133亿元，结构仍然难言理想。中长期贷款同比少增2470亿元，延续7月以来持续同比少增的趋势，与此同时，11月票据融资仅同比多增801亿元，并未像7月到10月期间一样“掩盖”企业信贷需求的同比萎缩。从比例上看，今年11月企业中长期贷款占新增企业贷款的60.2%，而2020年和2019年同期数据为75.4%和61.9%。

往后看，商贸服务、批发零售业面临疫情影响，融资需求提升仍需时日。房地产调控政策近期出现边

际放松，这一点从 11 月居民中长期贷款同比多增上也有所体现。但另一方面，本轮房地产调控的核心政策，即“三条红线”、“房地产贷款集中管理”以及“土地拍卖两集中”政策并未出现松动。从 11 月相关数据来看，房价环比、同比增速继续下滑，土地供应和成交面积持续为负，商品房成交面积仍然不及去年同期，房市景气度仍然不甚理想。总体而言，我们认为近期房地产调控的边际放松，其本质是在于“保交房、保民生、保稳定”，根本目的在于一定程度上解决短期内困扰房地产市场稳定的问题，并非对房地产市场调控的彻底转向，后续房地产行业再次成为信用扩张主力的概率较小，但行业融资有望因政策边际放松的传导作用而逐步趋稳。制造业近期受益于出口的韧性和“保价稳供”政策的发力，景气度有所回升。重点监控工业指标来看，11 月除高炉开工率、钢材产量和粗钢产量等两高行业的产品外，汽车半钢胎开工率、涤纶短纤装置负荷率、纯碱开工率等工业指标均为正，显示生产有企稳迹象。预计制造业的融资需求短期内仍是信贷扩张的重要支撑力量。

图表 3：11 月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2021年11月同比	2021年11月环比	2020年11月环比	2019年11月环比	2021年11月	2020年11月	2019年11月
总	新增人民币贷款	-1,600.0	4,438.0	7,402.0	7,287.0	12,700.0	14,300.0	13,900.0
长短期	新增人民币贷款：短期贷款及票据融资	-492.0	2,234.0	5,713.0	4,750.0	3,532.0	4,024.0	4,409.0
	新增人民币贷款：中长期	-1,108.0	2,204.0	1,689.0	2,537.0	9,168.0	10,276.0	9,491.0
居民	新增人民币贷款：居民户	-197.0	2,690.0	3,203.0	2,621.0	7,337.0	7,534.0	6,831.0
	新增人民币贷款：居民户：短期	-969.0	1,091.0	2,214.0	1,519.0	1,517.0	2,486.0	2,142.0
	新增人民币贷款：居民户：中长期	-72.0	1,600.0	990.0	1,102.0	5,821.0	5,049.0	4,689.0
	新增人民币贷款：企(事)业单位	-2,133.0	2,578.0	5,477.0	5,532.0	5,679.0	7,812.0	6,794.0
企业	新增人民币贷款：企(事)业单位：短期	-324.0	898.0	1,571.0	2,821.0	410.0	734.0	1,643.0
	新增人民币贷款：企(事)业单位：中长期	-2,470.0	1,227.0	1,774.0	1,990.0	3,417.0	5,887.0	4,206.0
	新增人民币贷款：票据融资	801.0	445.0	1,928.0	110.0	1,605.0	804.0	624.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 4：今年以来信贷分项情况（亿元）

	项目	2021年11月同比	2021年10月同比	2021年9月同比	2021年8月同比	2021年7月同比	2021年6月同比	2021年5月同比	2021年4月同比	2021年3月同比	2021年2月同比	2021年1月同比
总	新增人民币贷款	-1,600.00	1,341.00	-2,490.00	-600.00	873.00	3,100.00	204.00	-2,500.00	-1,410.00	4,543.00	2,400.00
长短期	新增人民币贷款：短期贷款及票据融资	-492.00	2,957.00	4,362.00	1,945.00	1,221.00	3,994.00	-2,178.00	-1,199.00	8,106.00	-1,728.00	-2,518.00
	新增人民币贷款：中长期	-1,108.00	-1,171.00	-3,127.00	-3,339.00	-3,124.00	-171.00	982.00	1,581.00	5,138.00	10,555.00	5,737.00
居民	新增人民币贷款：居民户	-197.00	316.00	-1,121.00	-2,260.00	-3,259.00	-1,130.00	-81.00	-1,366.00	1,611.00	5,551.00	6,339.00
	新增人民币贷款：居民户：短期	-969.00	154.00	-175.00	-1,188.00	-1,125.00	100.00	-575.00	-1,135.00	981.00	1,833.00	4,422.00
	新增人民币贷款：居民户：中长期	772.00	162.00	-1,195.00	-1,122.00	-2,123.00	-1,193.00	-236.00	524.00	1,500.00	3,718.00	1,917.00
企业	新增人民币贷款：企(事)业单位	-2,133.00	766.00	343.00	1,160.00	1,694.00	5,323.00	-402.00	-2,111.00	-1,600.00	704.00	-3,160.00
	新增人民币贷款：企(事)业单位：短期	-324.00	545.00	553.00	-1,146.00	-156.00	-96.00	-1,135.00	-2,165.00	-1,004.00	-1,032.00	-1,144.00
	新增人民币贷款：企(事)业单位：中长期	-2,470.00	-1,123.00	-3,122.00	-2,167.00	-1,131.00	1,029.00	1,233.00	1,036.00	3,637.00	6,843.00	3,800.00
	新增人民币贷款：票据融资	801.00	2,291.00	3,983.00	4,499.00	2,792.00	4,831.00	-49.00	-1,199.00	-3,690.00	-2,169.00	-1,061.00

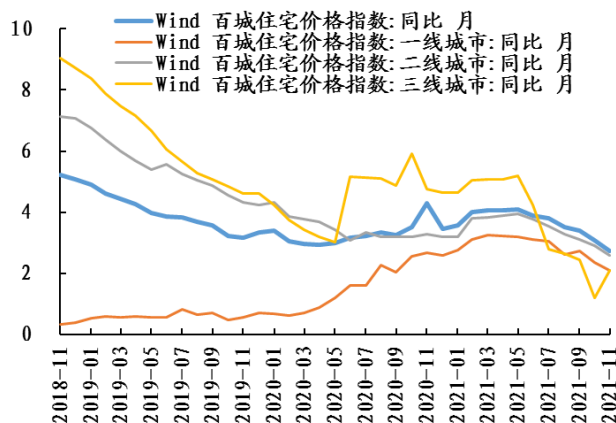
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 5：重点监控工业数据变化

指标类别	单位	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-11	2020-10
开工率：汽车轮胎：半钢胎：月：环比增减	62.17	4.78	5.34	1.77	6.42	-1.37	-1.72	-1.39	0.06	34.21	-27.32	-5.30	1.24	-0.60
装置负荷率：涤纶短纤：国内：月：环比增减	80.77	5.15	2.22	-12.66	-8.48	-1.57	-1.83	-1.85	3.82	4.85	-1.73	-6.65	-0.28	3.20
开工率：纯碱：全国：月：环比增减	81.91	1.04	-0.36	-0.33	1.82	-1.49	-1.72	-1.06	0.70	2.30	7.59	-5.44	-1.09	7.60
开工率：PX：国内：月：环比增减	71.90	0.41	-1.71	1.46	1.61	4.03	1.59	3.77	0.74	-1.84	2.37	-1.12	-0.63	2.45
开工率：PTA：国内：月：环比增减	73.46	4.46	-2.00	1.94	-1.95	-5.11	1.14	4.98	-3.36	-5.23	2.22	-1.21	1.29	-1.44
高炉开工率(163家)：全国：月：环比增减	47.79	-6.73	-1.24	-1.73	2.38	-6.59	-0.62	1.41	-2.38	-2.95	0.22	-1.42	-1.03	-1.20
重点企业日均粗钢产量：月：环比增减	0.00	-1.93	-1.20	-1.44	-1.52	-1.74	-1.05	3.93	11.52	-1.51	7.42	3.13	-1.39	-0.12
重点企业日均粗钢产量：月：环比增减	0.00	-1.66	-10.73	-14.32	-1.78	-16.55	-1.97	2.85	10.09	-1.04	5.53	7.50	-1.50	0.98
开工率：汽车轮胎：半钢胎：月：同比增减	%	-1.80	-15.18	-12.09	-5.34	-7.95	3.40	0.58	16.94	49.16	-1.54	-1.78	3.51	9.08
装置负荷率：涤纶短纤：国内：月：同比增减	%	-16.87	-16.81	-15.76	-1.99	-1.04	-2.08	2.86	25.45	38.70	4.98	4.22	7.27	9.54
开工率：纯碱：全国：月：同比增减	%	-4.06	2.51	1.81	1.86	1.64	9.04	2.05	4.30	10.63	-0.08	-10.93	-12.59	-5.26
开工率：PX：国内：月：同比增减	%	-13.55	-11.50	-1.58	-1.56	3.94	-5.22	-1.96	-1.90	1.97	0.05	-0.88	9.83	5.91
开工率：PTA：国内：月：同比增减	%	-6.83	-12.73	-6.92	-16.93	-1.91	-6.25	-1.13	-1.07	-2.42	-0.90	-1.85	5.80	2.75
高炉开工率(163家)：全国：月：同比增减	%	-19.68	-16.15	-16.47	-12.85	-15.46	-8.60	-1.13	-4.00	0.24	-0.64	-0.10	1.99	6.39
重点企业日均粗钢产量：月：同比增减	万吨/天	33.78	25.96	17.79	8.31	0.53	27.56	38.23	49.42	39.40	28.82	21.60	14.94	21.16
重点企业日均粗钢产量：月：同比增减	万吨/天	38.56	32.92	22.32	1.90	1.47	23.65	39.13	50.86	37.11	27.36	26.68	13.90	22.99

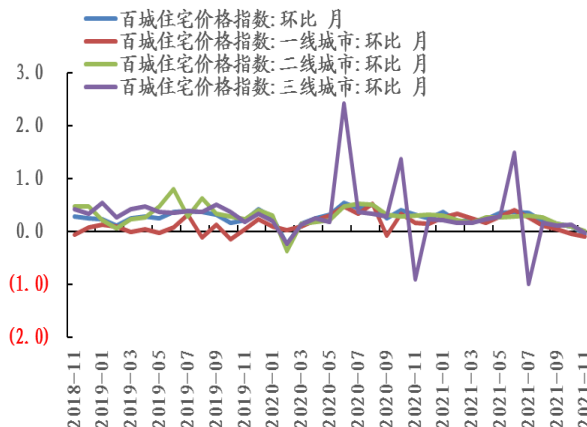
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 6: 房价同比增速下行 (%)



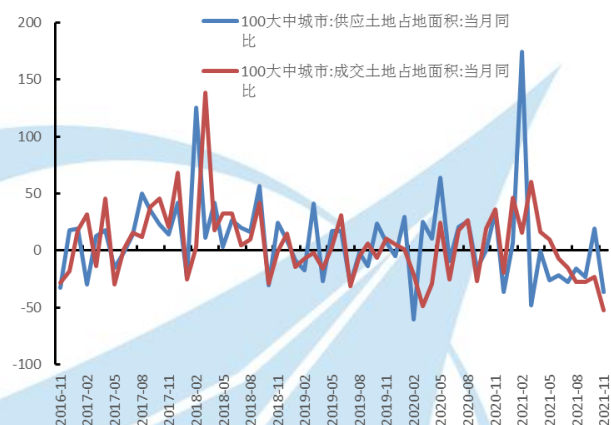
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 1: 房价环比增速下行 (%)



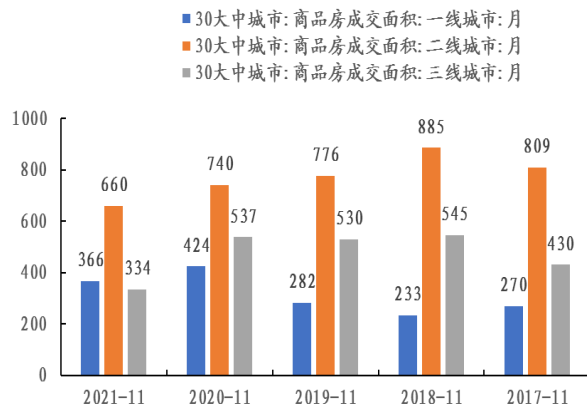
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: 土地供应及成交面积下行 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 3: 商品房成交面积不及去年同期 (万平方米)



资料来源: wind, 中航证券研究所

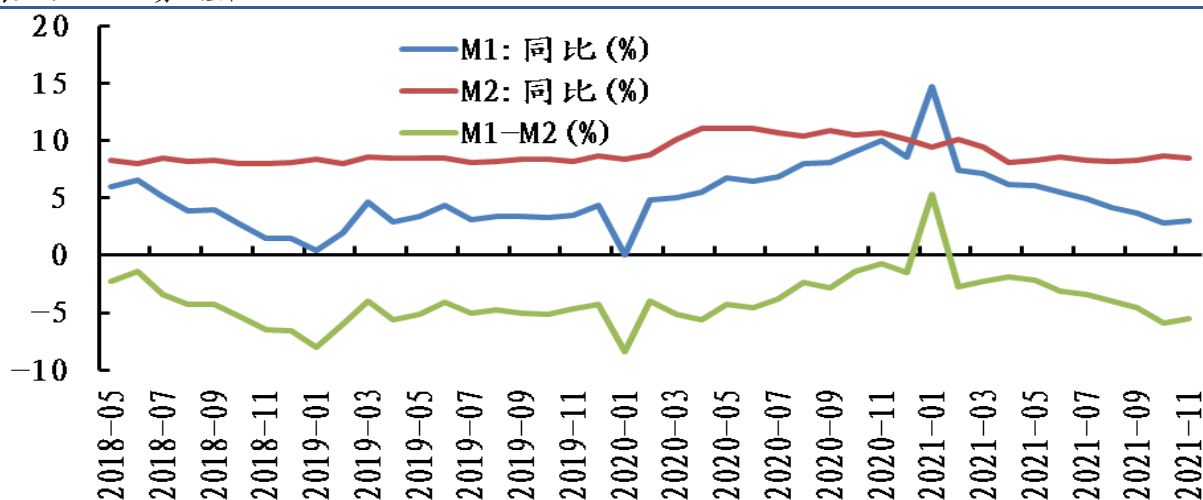
● 专项债“赶进度”发行下, 11 月政府债券融资额较高, 后续政府债券有望持续为社融提供支撑

11 月政府债券同比多增 4158 亿元, 四季度专项债发行提速效果显现。国务院总理李克强 11 月 24 日主持召开国务院常务会议, 部署完善地方政府专项债券管理, 优化资金使用, 严格资金监管。会议提到, 要“统筹做好今明两年专项债管理政策衔接, 更好发挥专项债资金带动社会资金的作用”, 同时指出要“加快今年剩余额度发行, 做好资金拨付和支出管理, 力争在明年初形成更多实物工作量”。由于基数效应, 明年稳增长压力较大, 财政大概率在一季度发力, 政府在明年上半年加大发债力度支持经济发展的概率较高, 政府债券融资有望继续为社融提供支撑。

● M2-M1 剪刀差小幅收敛, 经济动能边际回升

11 月 M1 同比增 3.0%, 较上月+0.2PCTS, M2 同比增 8.5%, 较上月-0.2PCTS。M1 增速略微回升, 或预示着企业生产经营活动逐步企稳和居民购房意愿的回升, 由于 M1 增速上行而 M2 增速下降, 本月 M2-M1 剪刀差为 5.5%, 较 10 月的 5.9% 收窄, 货币活期化程度有所增强, 经济动能边际回升。

图表 10: M2—M1 剪刀差收敛



资料来源: wind, 中航证券研究所

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_30932

