

政府债券融资推高社融，企业贷款数据依然低迷

—— 2021年11月金融数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2021年12月9日，央行公布数据显示，11月新增金融机构人民币贷款1.27万亿，环比多增4438亿，同比少增1605亿；11月末人民币贷款余额同比增速为11.7%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和1.1个百分点。

11月社会融资规模增量为2.61万亿元，比上年同期多4786亿元，比2019年同期多6204亿元；11月末社会融资规模存量为311.9万亿元，同比增长10.1%，增速分别比上月末和上年同期高0.1个百分点和低2.5个百分点。

11月末，M2同比增长8.5%，增速比上月末低0.2个百分点，比上年同期低2.2个百分点；M1同比增长3.0%，增速比上月末高0.2个百分点，比上年同期低7个百分点。

主要观点：

整体上看，11月金融数据显示，本轮宽信用进程启动较缓，当前经济下行压力较为明显，后者突出体现在企业中长期贷款低迷、表外票据融资收缩、M1增速持续处于低位等方面。这意味着12月央行全面降准有很强的针对性，表明监管层对当前实体经济运行状况、特别是中小微企业经营困难加大给予了充分重视。

11月信贷表现偏弱，主要原因是企业信贷增长不力，反映出供给侧银行风险偏好较低、信贷投放谨慎，以及需求侧企业有效融资需求不足。居民贷款方面，因房贷政策边际松动，11月居民中长期贷款同比延续多增，但居民短贷同比较大幅度少增，或反映当月疫情扰动下，居民消费仍然不振。

11月社融同比较大幅度多增，带动月末社融存量增速小幅反弹，但从分项看，这主要受政府债券融资和企业债券融资拉动，原因分别是“财政后置”和去年同期违约事件导致企业债券发行受阻，这意味着本轮“宽信用”启动较缓。

11月末M2增速回落，一方面受上年同期基数抬高影响，同时当月信贷同比少增，也对存款派生有一定拖累；不过，11月财政支出力度显著加大。11月末M1增速延续低位，既与楼市处于“寒潮期”直接相关，也体现当前经济下行压力加大，实体经济活跃程度下降。

往前看，伴随宏观政策持续向稳增长方向微调，特别是房地产融资环境回暖，财政支出力度加大，12月信贷和社融增速有望同步加快，后续“宽信用”进程将从政府融资发力转向企业和政府融资双轮驱动。这将是稳住明年上半年宏观经济大盘的重要保障。

具体分析如下：

一、11月信贷表现仍弱，主要原因是企业信贷增长不力，反映出供给侧银行风险偏好较低、信贷投放谨慎，以及需求侧企业有效融资需求不足。居民贷款方面，因房贷政策边际松动，11月居民中长期贷款同比延续多增，但居民短贷同比较大程度少增，或反映当月疫情扰动下，居民消费仍然不振。

11月新增人民币贷款1.27万亿元，环比虽季节性多增4438亿元，但同比少增1605亿，拖累月末贷款余额增速较上月末下滑0.2个百分点至11.7%，创下2002年6月以来新低。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND，东方金诚

11月信贷表现偏弱，主要原因是企业信贷增长不力。当月企业中长期贷款和企业短贷同比分别少增2470亿元和324亿元，尤其是企业中长期贷款已经连续5个月同比少增，折射出实体经济有效融资不足。我们认为，这受到信贷供需两方面因素制约。从供给角度看，尽管下半年以来监管层频频释放“宽信用”信号，包括7月全面降准落地、9月新增3000亿元支小再贷款额度等，银行信贷投放能力有所改善，但在经济下行压力较大、房地产领域信用风险加速暴露的情况下，银行风险偏好下降，信贷投放较为谨慎，制约了信贷总量的扩张，这也反映于下半年银行信贷投放存在明显的票据冲量特征——11月票据融资同比多增801亿，已为连续第6个月同比多增。从需求角度看，经济下行压力加大背景下，企业信贷需求也受到抑制——根据央行调查统计，三季度贷款需

求指数较二季度下降 2.2 个百分点至 68.3%，为去年二季度以来最低。

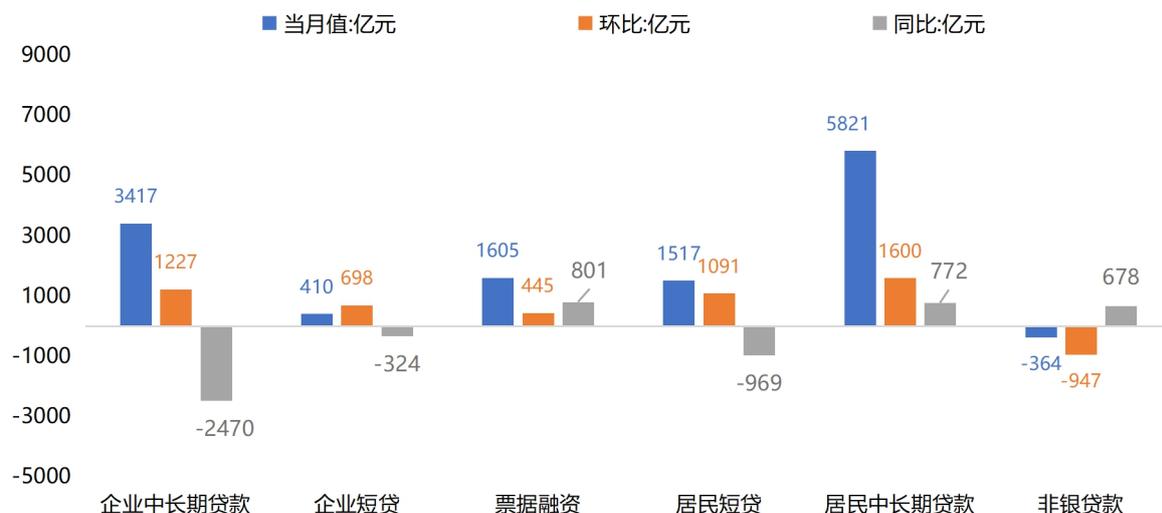
图 2 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚

另外值得一提的是，10 月以来，房地产相关信贷边际向暖的消息频出，从实际效果来看，一方面，部分城市房贷利率下调，以及部分银行房贷额度有所松动、放款速度加快，对居民房贷的提振作用得到立竿见影地体现，10 月以房贷为主的居民中长期贷款同比恢复多增，11 月延续同比多增且多增规模扩大到 772 亿；另一方面，从企业中长期贷款表现来看，11 月房地产开发贷同比改善可能并不明显，我们认为，在房地产“市场底”未至、房企信用风险仍在暴露的背景下，银行对房企的谨慎态度会制约政策的传导速度。最后需要说明的是，11 月居民短贷同比少增 969 亿，可能与国内疫情再起、扰动居民消费有关。

图 3 11 月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚

整体看，11月信贷各分项中，除居民中长期贷款、票据融资同比多增，非银贷款同比少减外，其他分项、尤其是直接对标实体经济有效融资的企业中长期贷款同比出现较大幅度少增。更进一步讲，居民中长期贷款的放量，很大程度上归因于政策边际松动带来的积压需求释放、而非新增需求得到提振（这也反映于11月商品房销售仍处同比深跌状态），票据融资同比多增则因银行在低风险偏好驱动下进行票据冲量操作。因此，11月信贷数据充分反映出当前经济仍面临比较大的下行压力，这从信贷供需两端制约了“稳信用”政策效果的释放。这也是12月以来，全面降准、定向降息等新增举措接踵而至的原因。我们判断，在当前这种局面下，监管层一方面要通过降准扩大银行放贷能力，同时也需要采取窗口指导、强化考核等措施，激励银行加大对实体经济的信贷投放力度。

二、11月社融同比较大幅度多增，带动月末社融存量增速小幅反弹，但从分项看，这主要受政府债券融资和企业债券融资拉动，原因分别是“财政后置”和去年同期违约事件导致企业债券发行受阻，这意味着本轮“宽信用”启动较缓。

11月新增社融2.61万亿，环比季节性多增1.02万亿，同比多增4786亿，支撑月末社融存量增速较上月小幅加快0.1个百分点至10.1%，这也是今年3月以来社融存量增速首度实现回升，但仍处有该项数据记录（2003年末）以来的很低水平。

图4 社会融资规模增长状况



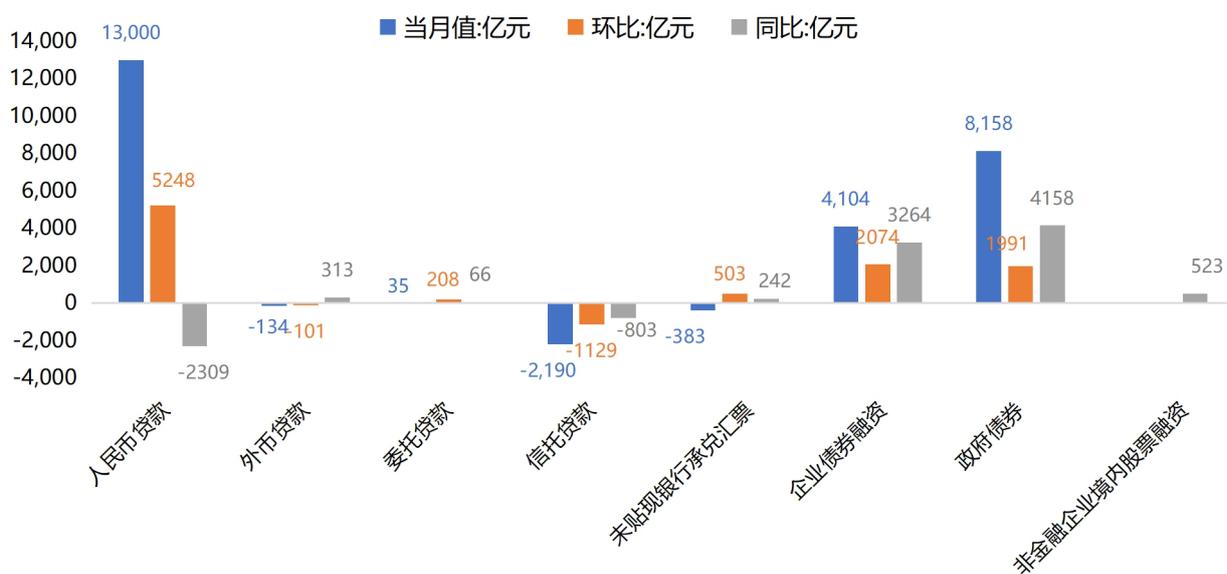
数据来源：WIND，东方金诚

从分项来看，11月社融同比多增的原因是债券融资同比放量。其中，由于今年政府债券发行节奏后置，往年通常四季度就已收官的新增专项债发行在今年11月仍然放量，带动政府债券融资同比多增4158亿，几乎与社融同比多增规模持平；同时，由于去年11月大型地方国企违约事件导致信用债净融资大幅收缩，低基数影响下，今年11月企业债券融资同比多增达3264亿。另一方面，

11月社融同比主要拖累项是投向实体经济的人民币贷款和信托融资，其中，随资管新规延长期进入收官阶段，当月信托贷款加速压降，同比多减803亿。其他分项中，11月委托贷款、外币贷款和股票融资同比均小幅多增，但对社融整体影响不大；表外票据融资依然为负，符合经济下行时期表外票据融资通常较弱的一般规律。

整体看，如剔除因发行节奏后置而同比大幅多增的政府债券融资，11月社融同比仅小幅多增587亿，这一多增规模将难以提振社融存量增速反弹，这意味着本轮“宽信用”进程启动较缓。

图5 10月社融各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚

三、11月末M2增速回落，一方面受上年同期基数抬高影响，同时当月信贷同比少增，也对存款派生有一定拖累；不过，11月财政支出发力明显。11月末M1增速延续低位，既与楼市处于“寒潮期”直接相关，也体现当前经济下行压力加大，实体经济活跃程度下降。

11月末M2增速较上月末下行0.2个百分点至5.5% 数据早于 十年10月末M2增速为10.5%

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_30937



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn