

11 月信贷：稳了地产，“冷”了谁？

2021 年 12 月 09 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观月报 20211208：“地产下、基建上”，2022 年如何演绎？》2021-12-08

2、《宏观月报 20211207：为何出口超预期，央行还“降息”？》2021-12-07

3、《宏观周报 20211206：政治局会议的房地产新提法有何深意？》2021-12-06

4、《宏观月报 20211204：11 月非农难以改变美联储加快 taper 的决心》2021-12-04

5、《宏观月报 20211202：2022 年“中国宽松、美国收紧”的演绎与市场影响》2021-12-02

■ 2021 年 11 月金融数据表现不佳，银行信贷成为最大拖累。11 月信贷同比增速继续下滑至 11.7%（10 月是 11.9%），社融同比增速则较 10 月微幅反弹 0.1 个百分点至 10.1%。其中，政府和企业债券融资的高增使得 11 月新增社融刷新同期历史新高，但难掩银行信贷整体的疲软。不过，从细项上看，在银行体系整体风险偏好不足的情况下，地产融资企稳，这可能预示着其他投资面临一定的压力。

■ 市场最关心的问题之一可能就是地产融资表现如何？按揭明显反弹，开发贷新增有限。2021 年 9 月末以来稳定地产信贷的政策诉求在上升，11 月 10 日人民银行单列发布银行业金融机构个人住房贷款数据：10 月新增 3481 亿元，占同期新增居民中长期贷款的比例达 82.4%，创 2020 年 3 月以来的新高。11 月新增居民中长期贷款 5821 亿元（创同期历史新高），如果按照 10 月的占比，新增按揭可能到达 4800 亿元。这将带动 2021 年末房地产销售的改善，我们从 11 月 M2 和 M1 同比增速之差收窄也可以看出端倪——购买商品住房会导致居民存款向企业存款转移。此外，根据中证报的调研，11 月房地产贷款同比可能多增 2000 亿元（包括按揭和开发贷），考虑到 2020 年第四季度开发贷净减少 2500 亿，11 月开发贷新增应不及 1000 亿元，但已经扭转了第三季度的负增。

■ 地产融资企稳，其他投资的资金需求表现如何？2021 年 11 月房地产投资的降温基本已经成市场共识，那么制造业和基建的表现如何？我们从企业信贷和社融两个维度来分析：

■ 企业贷款方面，2021 年 11 月新增企业中长期贷款为 3417 元，低于 2019 年和 2020 年同期，如果上文所述房地产开发贷同比可能多增 1000 亿元左右，则支持其他固定资产投资的贷款同比可能下滑超过 3000 亿元，央行 11 月推出的碳减排支持工具和煤炭清洁高效利用专项贷款可能尚未完全发挥效果。除了部分出口景气度偏高的行业外，其他投资同比增速将继续放缓。

■ 政府和企业债券融资加速的背后。2021 年 11 月新增社融中政府债券和企业债券融资表现亮眼，同比多增 4158 亿和 3264 亿元。我们认为可能有部分企业使用债券资金置换到期信贷。例如，从 wind 口径的城投债来看，11 月新增城投债较 2020 年同期增加约 1517 亿元，约占多增企业债融资的 46%，其中可能有一大部分用于置换到期的银行贷款。企业实际加杠杆有限也可能约束 11 月基建和制造业投资的表现。

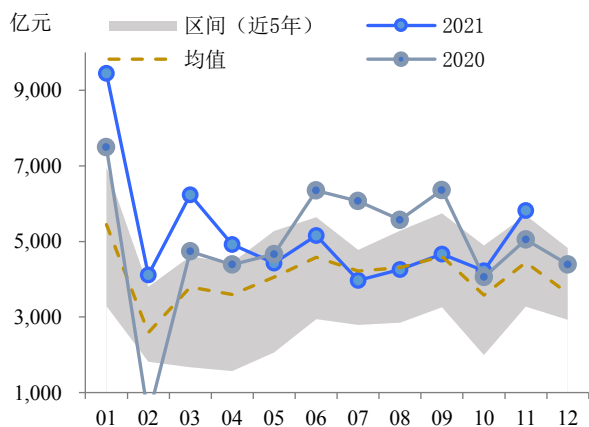
■ 融资企稳传导至投资企稳，还需关注房企外债问题。本周一（2021 年 12 月 6 日）政治局会议定调房地产“健康发展和良性循环”，叠加央行降准，市场对地产企稳的预期越来越强。然而，如何解决大量到期的地产美元债仍是值得关注的问题。根据彭博的统计，2022 年中资房企到期美元债将达 670 亿美元（约合 4300 亿元人民币），如果不考虑违约且假设房企无法在境外滚动发行新的美元债，则筹集美元偿债的主要途径可能是在境内额外发行人民币债券或进行人民币借贷，然后向境内银行购汇还债。

■ 从宏观经济上看，两个主要的后果是：首先，增加的地产融资并不能有效转化为新增投资；其次，银行国外净资产增速放缓或者央行外汇占款减少，这可能阶段性冲击境内流动性和信贷扩张速度，以及影响 2021 年下半年以来人民币易升难降的特征。

■ 展望后市，按揭将是托底信贷的重要力量，但是境内房地产生态的改变、境外债务的压力将导致从地产融资企稳到地产投资企稳更加滞后。这可能意味着在稳地产上，还需要更多的融资支持政策。而社融方面，在政府债券融资同比加速的支持下，社融同比将继续呈现弱企稳的特点。

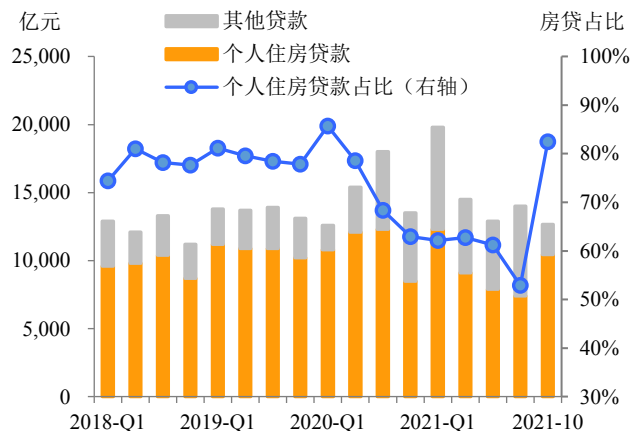
■ 风险提示：变异病毒导致疫情反复、国内外政策超预期

图 1：2021 年 11 月新增居民中长期贷款创同期新高



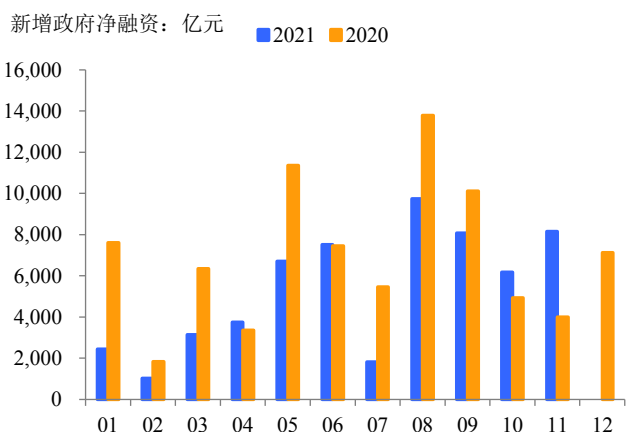
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 2：个人住房贷款和居民中长期贷款



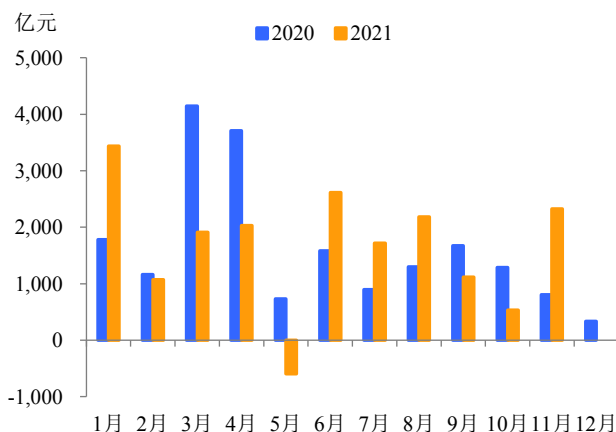
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 3：新增政府债券净融资



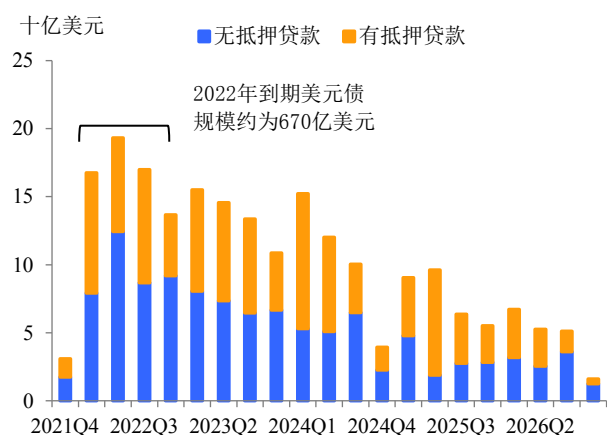
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 4：新增城投债净融资



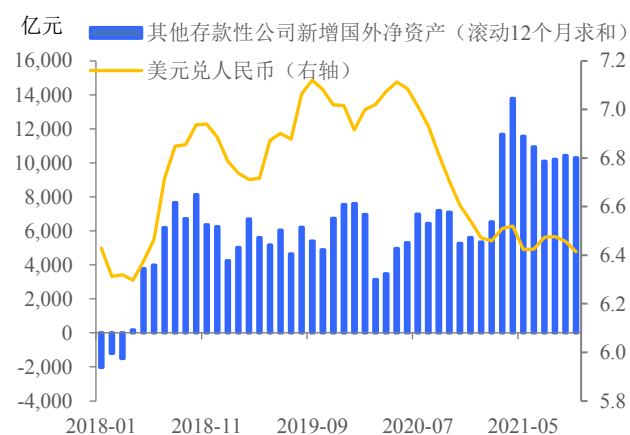
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5：中资房企到期美元债时间分布



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6：银行国外净资产和人民币汇率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

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_30984

