

宏观点评报告

2021 年 12 月 10 日

企业信贷继续下滑 宽信用效果仍未体现

2021 年 11 月金融数据点评

核心内容:

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

- **11 月份社融总体数量上行, 但贷款回落**主要是企业债券和政府债券发行放量带来的, 而贷款下行, 影子银行表现仍然不理想。11 月份社融增速负增长速度减弱, 社融增速没有出现预期中的快速上行。新增贷款规模回落是因为: (1) 对房地产开发商的贷款如何处理仍然没有明确; (2) 供给侧改革以及双控政策持续下, 各行业仍然受到压制。能源价格下行小幅缓解了企业压力, 但各行业依然困难; (3) 需求端疲弱, 企业生产热情在下降。2021 年 11 月份, 银行发放信贷继续回落。制造业需求疲软, 个人信贷增长小幅上行, 对房地产开发商相关融资活动仍然严格, 带来了信贷的回落。
- **年内社融增速处于低位**鉴于央行对货币投放的谨慎操作, 社会融资规模存量同比增速在 10% 的水平上, 已经接近于名义 GDP (6% 的底线) 增速, 低于实际 GDP 增速。2021 年全年新增社融约 31 万亿, 即社融存量同比增速约在 10.1% 左右, 那么新增社融全年增速约在 -11.7% 左右。
- **企业长贷继续回落, 信用环境仍然稍紧** 2021 年 11 月份新增信贷增速下滑, 居民信贷反弹, 但企业信贷仍然回落。从居民信贷来看, 居民短贷小幅回升, 居民消费整体低位平稳。房地产政策调整为保证消费者的合理住房需求, 对房地产的金融压制解绑首先体现在了居民的长期贷款上。从企业信贷来看, 央行对于实体经济、中小微企业以及碳达峰企业的信贷都较为支持, 但实体经济吸收信贷的额度有限。房地产开发贷并没有放开, 房地产商资金链条紧绷, 也影响了产业链上下游行业。
- **居民和企业存款拉动 M2** M1 下行稍有停滞, 企业信贷仍然处于下滑, 但是企业债券发行量大增, 企业手中现金上行。M2 仍然低位运行, M2 稍有回升是居民和企业存款上升的结果, 同时金融机构购买债券推动了 M2 小幅上行。我国央行货币操作调整口径已经明确, 宽信用稍宽货币是政策的选择, 现阶段宽信用和宽货币仍然不够明显, 需要继续观察。
- **货币政策口径变化, 仍然期待更大的宽松** 12 月 7 日央行宣布金融机构降准 50BP, 确立了央行宽松的基调。同时房地产调控并没有完全结束, 房地产信贷的收缩直接带来了整体信贷的萎靡, 单纯的开放居民住房贷款仍然不够。从 11 月份的社融和贷款数据来看, 宽信用没有房地产行业的配合扩张仍然较难。12 月的中央政治局会议强调了稳定是 2022 年经济工作的重点, 而稳定的经济需要有货币政策支持, 未来不排除央行再次降准和开启降息。

一、债券融资上行带动社融回升

2021 年 11 月份社会融资规模 2.61 万亿，预期 2.65 万亿，同比增加 0.47 万亿。11 月份新增贷款 12,700 亿，同比减少 1600 亿元。11 月份社融增速小幅回升，影子银行低位回弹，政府债券和企业债券发行放量。

11 月份社融总体数量上行，主要是企业债券和政府债券发行放量带来的，而贷款下行，影子银行表现仍然不理想。11 月份社融增速负增长速度减弱，社融增速没有出现预想中的快速上行。2021 年 11 月份新增社融增速-12.7%，比上月上行 2.4 个百分点，新增贷款增速 0.09%，比上月减少 1.33 个百分点。

企业贷款继续走低，尤其是企业中长期信贷回落意味着需求的扩张仍然有困难。11 月份信贷回落，需求下滑使得企业总体信用扩张困难，房地产信贷放松带动了个人信贷的回升，但房地产开发贷仍然受到控制，总体信贷水平不及预期。9 月 29 日央行、银保监会发文加强对合理的房地产消费者予以保护，这意味着首套房以及未建设完成的房产会得到资金支持。10 月 4 日银保监会发文要求银行支持煤电、煤炭、钢铁、有色企业的信贷。从各项文件可以看到，稳定信贷是近期的主要任务。3 季度央行货币政策报告也明确加快信贷投放，保持经济稳定增长。但是从数量上来看，房地产信用仍然受到控制下，信贷扩张难度仍然较大。

影子银行贷款仍然下滑，信托贷款继续走低，银行承兑汇票承兑汇票小幅回落，意味着房地产相关企业信贷仍然受到影响。我国对房地产行业整体调控思路没有变化，边际放松房地产金融的效果仍然没有显现。11 月份影子银行下滑 2538 亿元，同比下滑 495 亿元。

企业债券融资上行。11 月份低信用企业债发行利差仍然回落，企业信用市场稍有好转。11 月企业债券融资达到 4104 亿元，处于高水平区间。

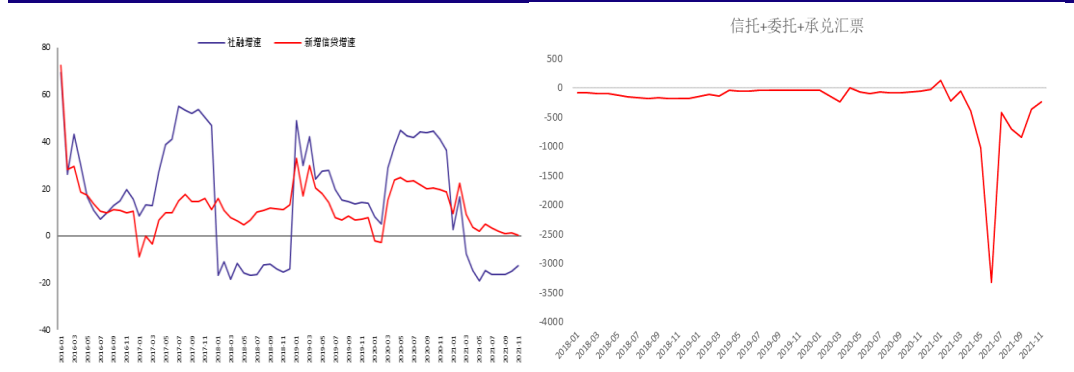
地方政府债券发行加快，下半年债券发行量持续上行。11 月份地方政府债券融资 8158 亿元，地方政府融资速度在年末稍有加快。截止 11 月份地方政府债券净融资额 5.84 万亿，比去年同期的 8.33 万亿减少 2.48 万亿。

新增贷款规模回落是因为：(1) 对房地产开发商的贷款如何处理仍然没有明确；(2) 供给侧改革以及双控政策持续下，各行业仍然受到压制。能源价格下行小幅缓解了企业压力，但各行业依然困难；(3) 需求端疲弱，企业生产热情在下降。2021 年 11 月份，银行发放信贷继续回落。制造业需求疲软，个人信贷增长小幅上行，对房地产开放商相关融资活动仍然严格，带来了信贷的回落。

鉴于央行对货币投放的谨慎操作，社会融资规模存量同比增速在 10% 的水平上，已经接近于名义 GDP (6% 的底线) 增速，低于实际 GDP 增速。2021 年全年新增社融约 31 万亿，即社融存量同比增速约在 10.1% 左右，那么新增社融全年增速约在 -11.7% 左右。

图 1：社融增速上行 (%)

图 2：影子银行贷款增速回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、企业长贷继续回落，信用环境仍然稍紧

2021 年 11 月份新增信贷增速下滑，居民信贷反弹，但企业信贷仍然回落。我国对房地产的金融压制见效，居民长期贷款上行。企业长贷继续走低，需求萎缩贷款发放不顺。

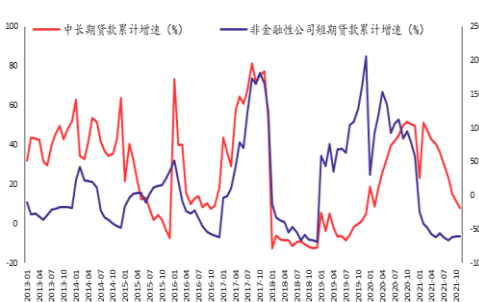
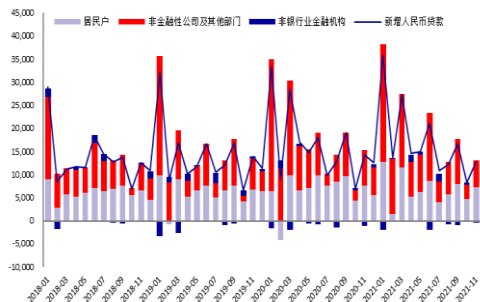
从居民信贷来看，11 月份居民长贷新增 5821 亿元，居民长贷反弹。11 月份居民短贷小幅回升，居民消费整体低位平稳。10 月份后对房地产金融首先放开方向，3 季度央行货币政策报告、12 月份政治局会议对房地产的表述均为保证消费者的合理住房需求，对房地产的金融压制解绑首先体现在了居民的长期贷款上。

从企业信贷来看，企业中长期贷款增速继续回落。央行对于实体经济、中小微企业以及碳改革企业的信贷都较为支持，但实体经济吸收信贷的额度有限。尤其是下游行业受到国内需求低迷、原材料价格上涨以及“双控”影响，贷款需求度并不高。房地产行业仍然是我国信用扩张最有效的方式，而房地产开发贷并没有放开，房地产商资金链条紧绷，也影响了产业链上下游行业。11 月份企业短贷 410 亿元，11 月份企业长贷 3417 亿，比去年同期减少 2470 亿元，11 月份我国企业短贷和长贷增速分别为-60.02%和 7.76%。

由于央行对非地产的企业信贷仍然支持，在央行不急转弯的政策下，全年新增贷款约为 20 万亿，那么全年贷款增速约为 5%左右。

图 3：贷款结构变化 (%)

图 4：企业长贷下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

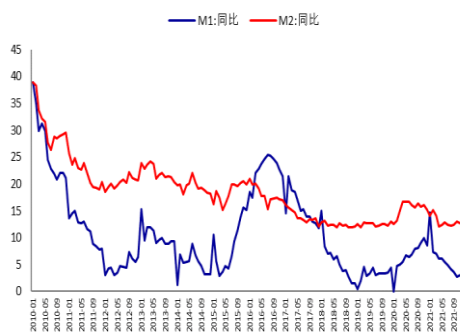
三、居民和企业存款拉动 M2

11 月份央行仍然是正常的货币操作，M1 小幅回升，M2 稍有下滑。M1 下行稍有停滞，企业信贷仍然处于下滑，但是企业债券发行量大增，企业手中现金上行。居民和企业存款上升仍然 M2 上行的主要原因。M1 增速为 3.0%，比上个月增加 0.2 个百分点，M2 增速 8.5%，比上个月减少 0.2 个百分点。

M2 仍然低位运行，M2 稍有回升是居民和企业存款上升的结果，同时金融机构购买债券推动了 M2 小幅上行。11 月份企业贷款增加，M1 可能继续上行。M2 下个月仍然小幅上行，主要是金融机构可能加大了对政府债券的购买。

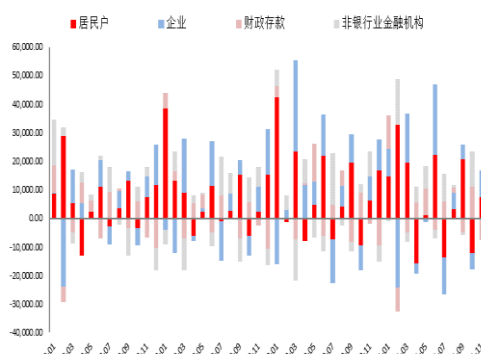
我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用稍宽货币是政策的选择，现阶段宽信用和宽货币仍然不够明显，需要继续观察。。

图 5: M1 回升, M2 增速回落 (%)



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

图 6: 居民和企业存款增加 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、货币政策口径变化, 仍然期待更大的宽松

2021 年年初信贷高峰过后, 新增信贷和新增社融增速持续下滑, 3 季度央行货币政策报告显示央行货币政策已经处于正常水平, 央行对货币政策操作口径已经发生变化。尤其是 2021 年 4 季度开始稳增长重新成为政策的重点, 货币放松是未来可行的政策选项。12 月 7 日央行宣布金融机构降准 50BP, 确立了央行宽松的基调。

同时房地产调控并没有完全结束, 房地产信贷的收缩直接带来了整体信贷的萎靡, 单纯的开放居民住房贷款仍然不够。从 11 月份的社融和贷款数据来看, 宽信用没有房地产行业的配合扩张仍然较难。

12 月的中央政治局会议强调了稳定是 2022 年经济工作的重点, 而稳定的经济需要有货币政策支持, 未来不排除央行再次降准和开启降息。

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_31178

