



2021年11月11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

社融增速阶段性见底，信用易稳难宽

——10月金融数据点评

内容提要

央行公布2021年10月金融数据：10月新增人民币贷款8262亿元，市场预期7240亿元，前值16630亿元；社会融资规模15900亿元，市场预期15800亿元，前值29018亿元；M2同比8.7%，市场预期8.4%，前值8.3%；M1同比2.8%，前值3.7%。

10月信贷社融好于季节性，社融增速如期止跌企稳并持平前值，主要受到政府债发行同比多增以及居民积压按揭贷款释放的提振，随着“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”，社融短期阶段性见底的积极因素增多。但中期实体融资需求依然偏弱，企业融资结构仍呈现短期化特征，企业中长贷仍然乏力。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，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需求下降、去化放缓，银行风险偏好仍低，民营房企困境缓解效果不宜高估，社融更多地是企稳而非大幅扩张。

1. 地产政策纠偏下前期积压的在途按揭贷款释放提振10月居民中长期贷款，但积压房贷释放不表征当期需求的恢复，融资政策的边际放松体现政策“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标。

2. 票据冲量支撑企业融资企稳，信贷结构持续呈现短期化特征，流动性压力大于资本开支意愿，实体融资需求依然偏弱。

3. M1与M2增速继续分化，实体流动性持续偏弱，财政存款同比显著高增，隐债严监管叠加基建项目不足约束财政支出进度。

4. 基数回落+财政后置+政策结构性宽信用，社融增速阶段性见底，但实体融资需求仍处走弱阶段，信用端可能更多地是企稳而非大幅扩张，社融稳而未宽。

风险提示

通胀持续超预期，货币政策变化超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

央行公布 2021 年 10 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 8262 亿元，市场预期 7240 亿元，前值 16630 亿元；
- (2) 社会融资规模 15900 亿元，市场预期 15800 亿元，前值 29018 亿元；
- (3) M2 同比 8.7%，市场预期 8.4%，前值 8.3%；M1 同比 2.8%，前值 3.7%。

二、主要观点

10 月信贷社融好于季节性，社融增速如期止跌企稳并持平前值，主要受到政府债发行同比多增以及居民积压按揭贷款释放的提振，随着“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”，社融短期阶段性见底的积极因素增多。但中期实体融资需求依然偏弱，企业融资结构仍呈现短期化特征，企业中长贷仍然乏力。

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，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需求下降、去化放缓，银行风险偏好仍低，民营房企困境缓解效果不宜高估，社融更多地是企稳而非大幅扩张。

三、点评

1、积压房贷释放提振居民中长期贷款

10 月居民短期和中长期贷款分别新增 426 和 4221 亿元，同比分别多增 154 和 162 亿元，尤其是居民中长贷结束了此前连续 5 个月的同比大幅少增趋势，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。9 月底以来央行多次针对地产行业表态，三季度例会提出“两个维护”，房地产金融工作座谈会强调“保持房地产金融政策连续稳定”，房地产严监管政策适度纠偏，10 月开始部分地区房贷政策

小幅放松，特别是积压时间较长的在途按揭贷款开始投放，房地产领域的合理融资需求正在得到满足。

但积压房贷释放不表征当期需求的恢复。但地产风险仍在发酵，房地产销售持续大幅负增长，叠加房地产税试点的冲击，居民部门融资下滑或从前期被动的额度不足转向主动的融资意愿回落。前期积压房贷的释放并不等同于当期居民融资需求的恢复，从 30 大中城市商品房成交数据看仍未有改善，微观调研也显示明年 1 月份之后房贷储备不足。

融资政策的边际放松体现“防风险”诉求，但房地产去金融化仍是长期政策目标。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，地产政策在因城施策的框架下仍将保持较强定力。

2、票据冲量支撑企业融资企稳，信贷结构短期化特征下实体融资需求偏弱

信贷结构持续呈现短期化特征，实体融资需求依然偏弱。10 月非金融企业贷款同比有所企稳，但主要受到票据冲量的推动，而企业中长期贷款同比延续大幅少增，隐债监管约束基建配套融资，房企信用风险影响房地产链相关融资，而制造业订单下滑拖累资本开支意愿。企业融资结构仍呈现短期化特征，流动性压力大于资本开支意愿，实体融资需求依然偏弱。

3、实体流动性持续偏弱，财政存款尚未形成有效支出

M1 与 M2 增速继续分化，实体流动性持续偏弱。非银存款大幅多增推动 10 月 M2 同比回升 0.4 个百分点至 8.7%，而房地产销售持续下行和经济下行压力加大下，M1 增速持续下滑，M1 同比 2.8%，较上月下降 0.9 个百分点，实体流动性偏弱。

财政存款同比显著高增，隐债严监管叠加基建项目不足约束财政支出进度。需要注意的是，10月财政存款大幅增长11100亿元，同比多增2050亿元，远超季节性表现，或反应在地方政府专项债发行加快的背景下，隐债严监管叠加优质项目不足约束财政支出进度，出现一定资金空转的问题。

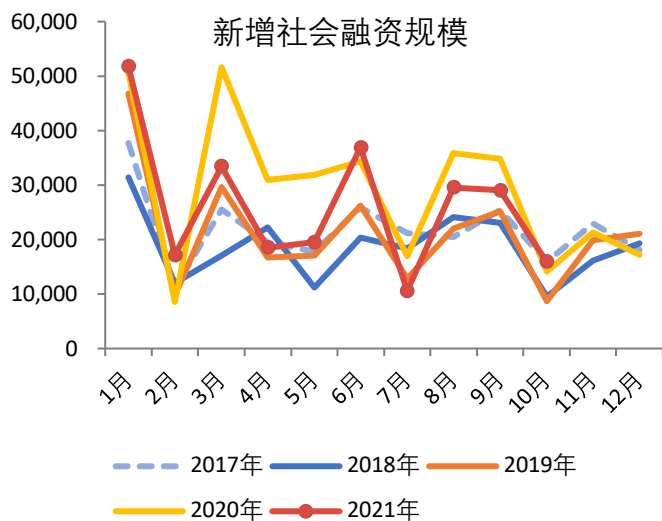
4、基数回落+财政后置+政策结构性宽信用，社融增速阶段性见底

10月新增社融好于季节性，除了表内贷款的支撑，主要受到政府债发行同比多增的支撑，由于往年四季度是专项债发行淡季，因此今年财政后置节奏下政府债发行同比增量明显放大，按照财政部11月尽量发完专项债的要求，11月政府融资仍将继续走高，对社融形成明显支撑，叠加碳减排等直达实体的结构性货币政策部署，社融年底企稳的积极因素增多。

5、社融稳而未宽，结构性宽信用难以支撑社融大幅扩张

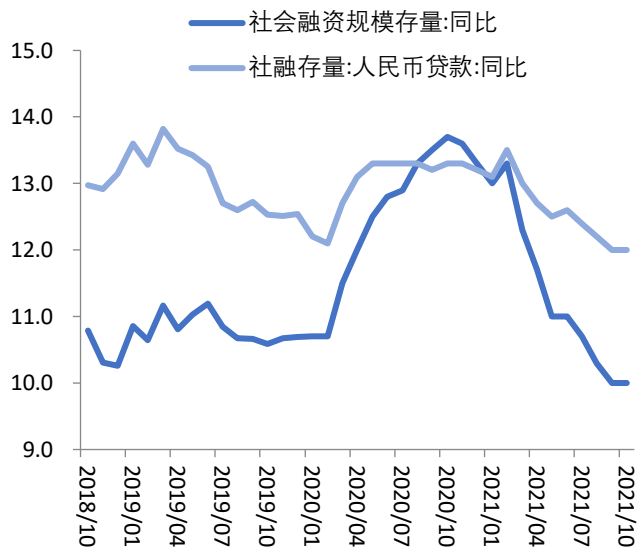
社融增速阶段性见底，实体融资需求仍处走弱阶段，信用端可能更多地是企稳而非大幅扩张。9月以来房地产金融政策的边际调整成为市场焦点，房地产相关信贷政策出现松动，但其更多的体现为房地产信用风险快速升温、次生风险加大背景下的“防风险”诉求，且房地产去金融化是政策长期目标，“房住不炒”的政策方向不改下并不存在全盘放松的可能。且当前核心问题在于房地产需求下降、去化放缓，银行风险偏好仍低，民营房企困境缓解效果不宜高估。短期看，社融增速如期企稳，但主要受到政府融资发力和房地产贷款边际放松的支撑，中期融资需求仍在走弱，社融低位企稳后反弹空间有限。

图 1：10 月社融略好于预期（亿元）



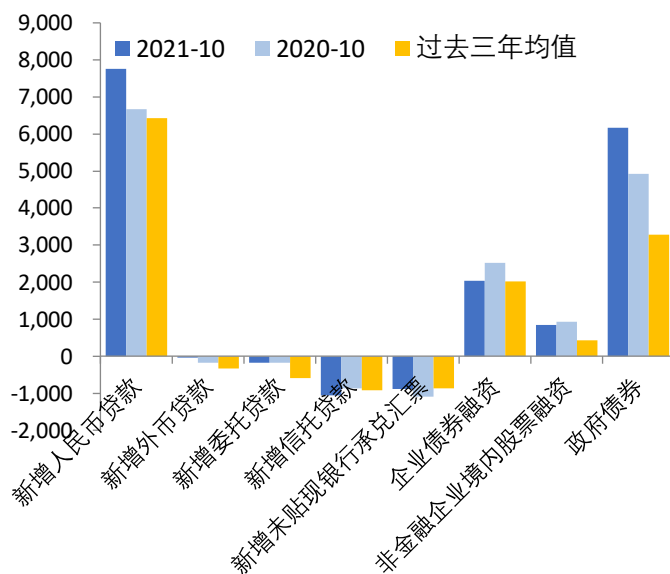
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速持平前置（%）



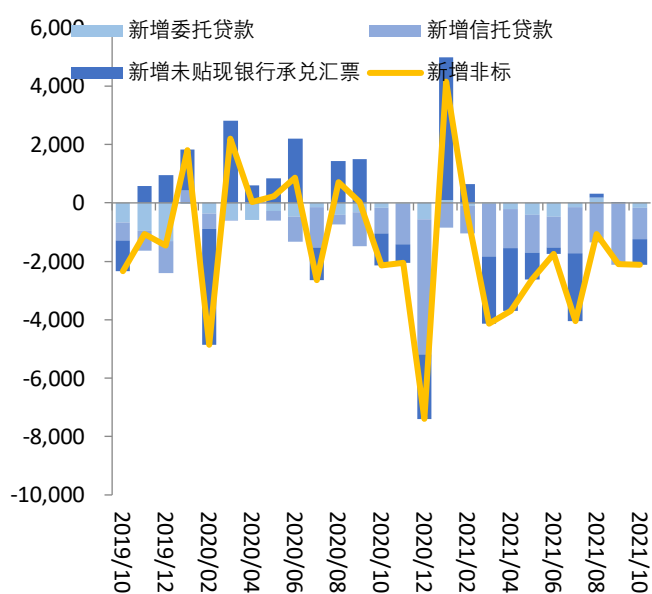
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：社融分项（亿元）



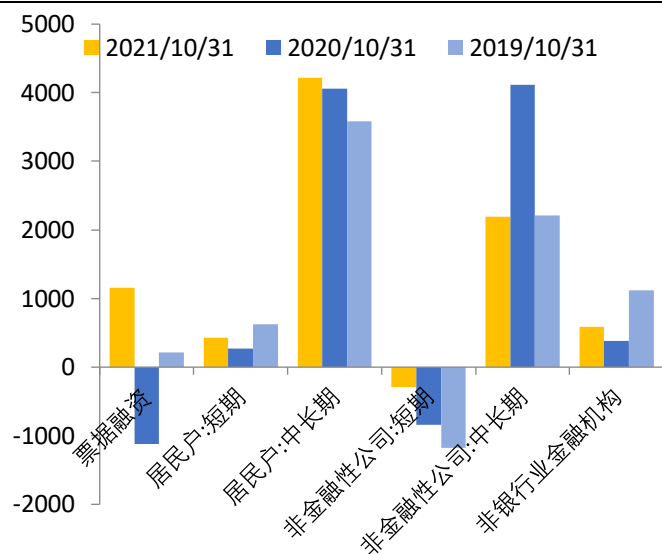
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：信托贷款压降放缓（亿元）



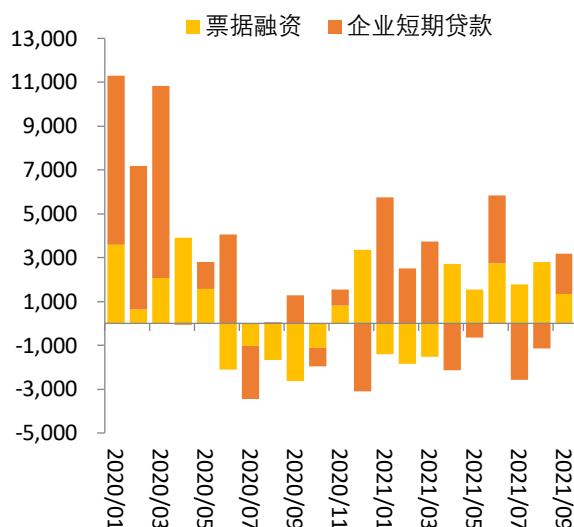
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：融资结构偏向短期化（亿元）



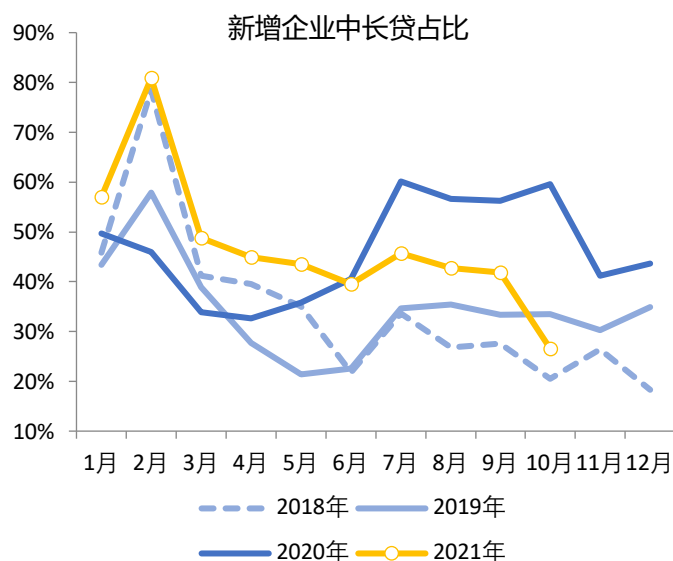
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：票据融资仍在冲量（亿元）



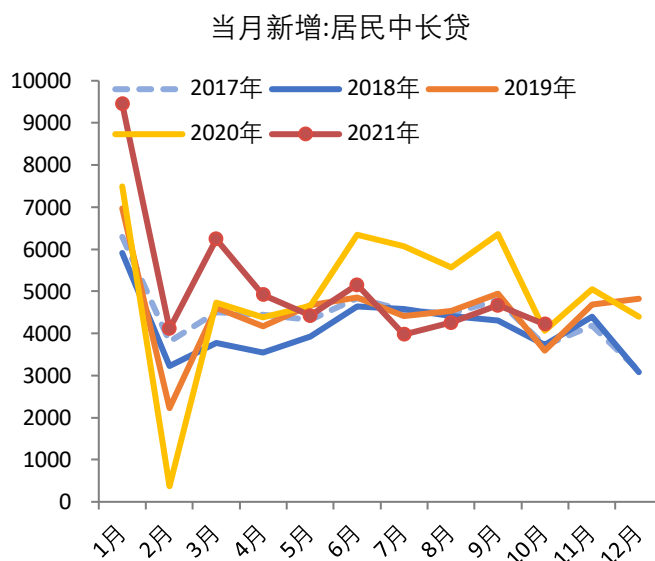
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：企业中长贷占比快速走低（%）



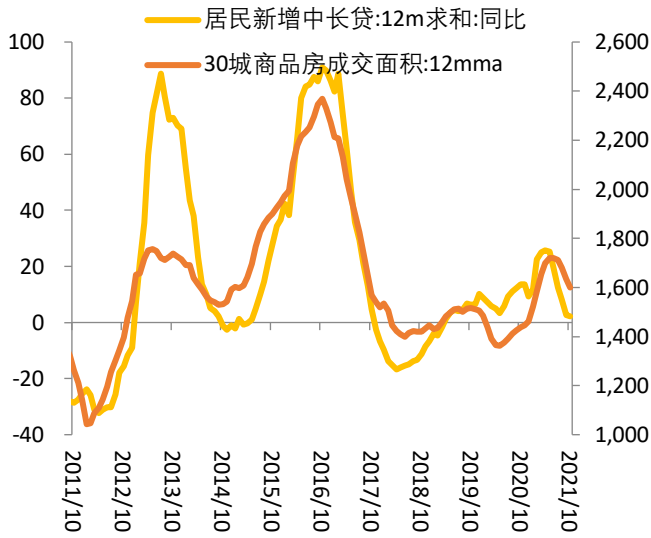
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：居民中长贷同比转为小幅多增（亿元）



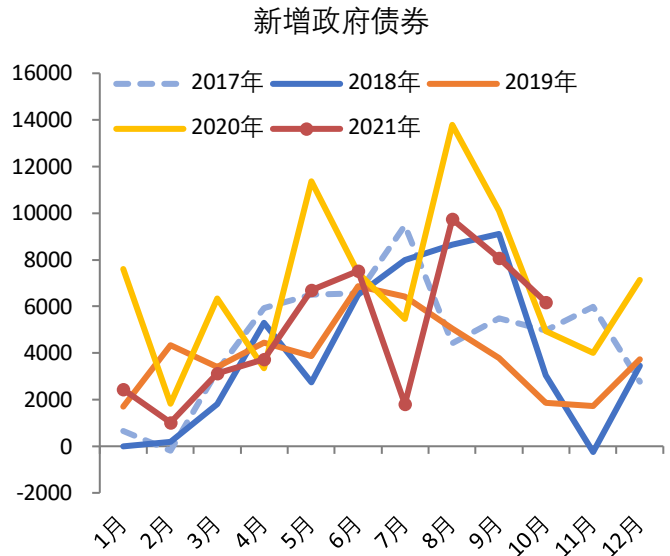
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：房贷增速向下（%，万平方米）



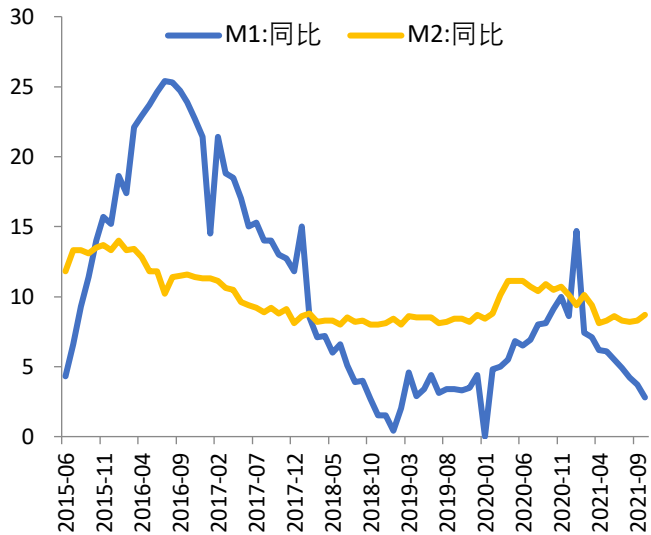
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：政府债券发行同比多增（亿元）



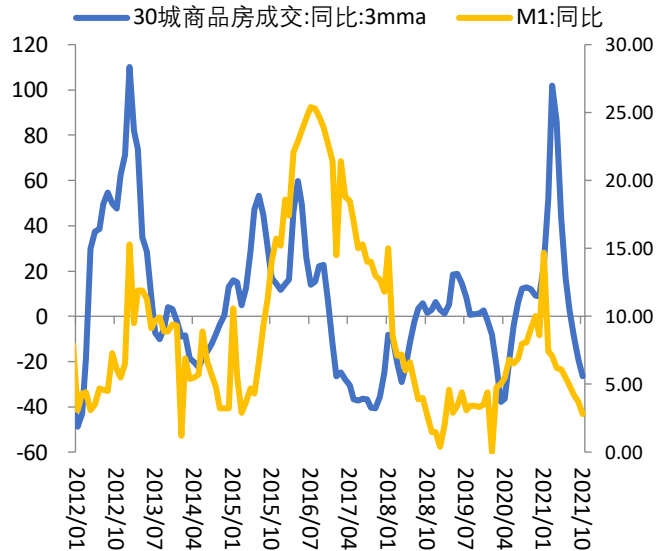
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：M2-M1 剪刀差继续扩大（%）



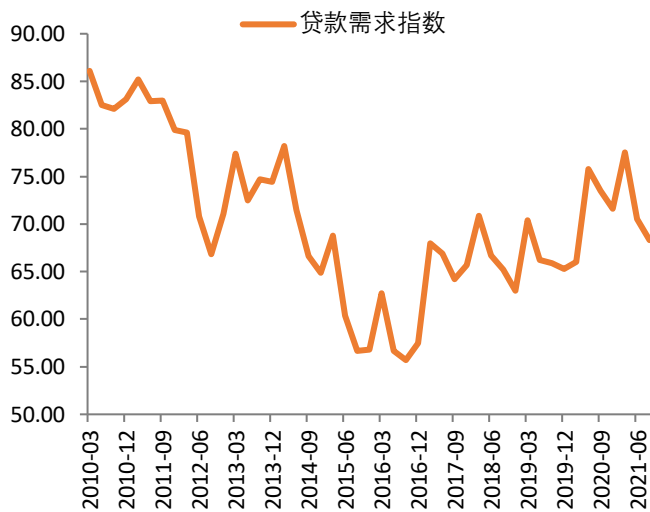
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：地产销售走弱拖累 M1 增速（%）



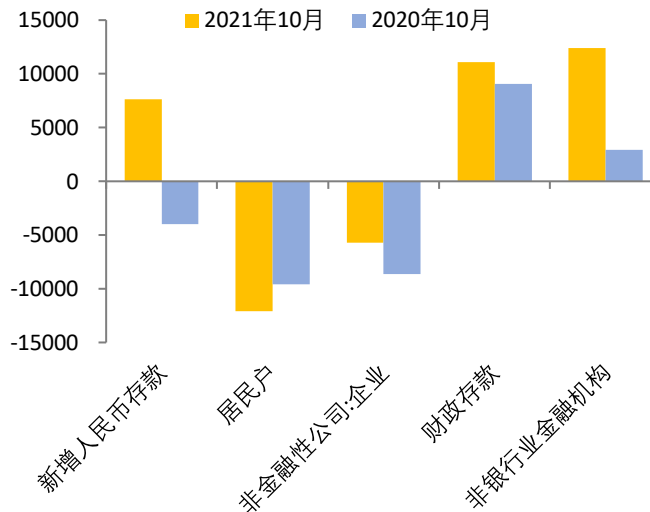
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：贷款需求指数仍在回落



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：当月新增人民币存款（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

四、 风险提示

通胀持续超预期，货币政策变化超预期

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/>