

行业研究

房地产融资正在恢复

——2021年10月份金融数据点评

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

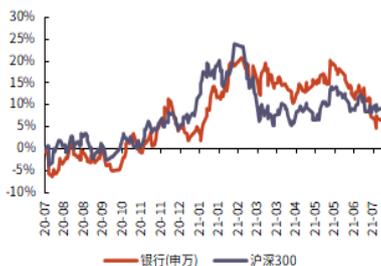
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

在途的“宽信用”与难期的“信贷脉冲”——2021年9月份金融数据点评

社融增速或在9月触底——2021年8月份金融数据点评

社融为何超预期走弱？——2021年7月份金融数据点评

超预期社融与全面降准相矛盾吗？——2021年6月份金融数据与全面降准点评

信贷好与社融弱背后的秘密——2021年5月份金融数据点评

4月社融增速大幅回落意味着什么？——2021年4月份金融数据点评

3月社融增速回落进一步印证信用收敛——2021年3月份金融数据点评

2月份社融数据缘何超预期？——2021年2月份金融数据点评

如何理解M2与社融增速的分化——2021年1月金融数据点评

要点

事件：

2021年11月10日，央行公布了10月份的金融统计数据：

(1) M2同比增长8.7%，增速较9月提升0.4个百分点；

(2) M1同比增长2.8%，增速较9月回落0.9个百分点；

(3) 新增人民币贷款8262亿，同比多增1364亿，增速11.9%；

(4) 社会融资规模新增1.59万亿，同比多增1970亿，社融增速为10%，与9月份持平。

点评：

一、10月份信贷投放呈现“总量尚可、结构欠佳，按揭发力”的特点

2021年10月新增人民币贷款8262亿，同比多增1364亿，基本符合我们的预期。总体来看，10月份贷款数据呈现出以下五个特征：

(1) 总量上同比多增，节奏上月内“前低后高”。从总量特征看，10月份新增贷款实现同比多增，但从月内投放节奏来看，波动性有所加大，呈现典型的“前低后高”特点。一方面，去年进入4Q后，人民银行加强了狭义信贷额度管控，因此2020年Q4新增信贷基数较低。近期央行加大窗口指导，对今年4Q贷款增量要求“同比多增”，稳定信贷增长，这是10月新增信贷同比多增的重要原因。另一方面，“9.30”信贷冲量有季节性特征，“10.1”后长假带来的“摊还效应”会造成贷款增量“先负后正”，今年10月份贷款波动性有所加大，上半月负增长态势有所加深，而下半月冲量态势较为明显。造成这种现象的原因，主要由于“9.30”贷款冲量主要以短期流贷和票据贴现为代表，“虚增”信贷会在月初流失，加之整体对公贷款表现不佳，导致10月初贷款负增长较为明显。

(2) 信贷结构依然“欠佳”，零售贷款增长好于对公。10月份对公中长期贷款新增2190亿，同比少增1923亿，显示出对公贷款投放依然面临有效需求不足的问题，这既有疫情零散性蔓延带来的影响，也与财政支出滞后、银行对于开发贷投放较为审慎以及基建发力偏弱有关。对公贷款方面，对于能源保供的“暖冬项目”是新增信贷重点发力的领域，主要聚焦于电力和煤炭企业。

不同的是，零售贷款投放景气度较好，信用卡仍是发力重点，10月份居民短贷新增426亿，同比多增154亿。居民中长期贷款新增4221亿，同比多增162亿，结束了连续5个月同比少增的态势。对于按揭贷款而言，大型银行和股份制银行投放发力，部分地区增加较多，融资需求满足度提升，而定价体系也有所下行。特别需要指出，从季节性规律看，10月初按揭贷款由于长假效应和按揭本身的等额本息（等额本息）摊还特征，往往会出现较大幅度负增长。但今年月初贷款萎缩主要是对公贡献，并非按揭。这说明按揭贷款投放发力，在“9.29”会议之后，大银行即迅速采取了行动。随着政策的传导，中小银行的加入，11月按揭贷款投放预计更乐观。

(3) 在机构分布上，国有大行增长情况更好。尽管 10 月份新增人民币贷款实现同比多增，但机构之间的分化较为明显。其中，国有大行信贷投放维持较高景气度，按揭贷款贡献度最高，对公贷款增长平稳，重点项目基建融资占比较大。而股份制银行信贷景气度较弱，特别是部分典型对公型股份制银行对公贷款投放疲软，预估出现负增长。

(4) 房地产贷款形势有所好转，但也面临“冷热不均”的新形势。根据央行公布的数据，10 月份银行业金融机构个人住房贷款新增 3481 亿，同比多增 1013 亿。房地产企业合理融资需求正在被逐步满足。但近期房企连续违约也需要面对融资形势“冷热不均”的事实：

一方面，房地产贷款多增部分主要为按揭贷款，开发贷款多增共识性不高，房企后端融资放松确定性比前端更强。下一阶段，房地产市场需要尽快稳定销售，加速资金回款，对冲需求萎缩，缓解现金流压力。因此后端进一步放松的概率仍大，按揭贷款将进一步“量增价降”，促进杠杆从企业端向居民端切换。

另一方面，从 10 月份涉房类贷款投放进度看，监管部门对于房地产融资“松绑”的政策传导，从全国层面到地方分支机构存在一定时滞，国股大行是按揭投放的主力军，地方法人机构略有增长，但总体偏审慎。尽管央行强调涉房类贷款投放不搞“一刀切”，在落实封闭资金管理前提下，可以予以支持，但银行目前风险偏好尚未完全恢复，对开发贷的投放相对审慎。开发贷、债券发行是维持企业连续运行的中间环节，持续萎缩的态势将被打破，但由于土地前融端放松概率低，高杠杆房企可能较难感受到现金流压力明显缓解，由此带动土地市场持续低温运行。

表 1: 2021 年 10 月份新增信贷规模与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增贷款	8262	-8338	1364
票据融资	1160	-229	2284
居民短贷	426	-2793	154
居民中长期贷款	4221	-446	162
非金融企业短贷	-288	-2114	549
非金融企业中长期贷款	2190	-4458	-1923
非银贷款	583	1463	201

资料来源: Wind, 光大证券研究所

(5) 票据融资+非银贷款维持正增长，但冲量力度不及 Q3。从量上看，10 月份票据融资新增 1160 亿，同比多增 2284 亿，而 7-9 月份月均同比多增规模为 3700 亿，即 10 月份票据融资尽管有所冲量，但力度不及 Q3。10 月份票据承兑贴现比为 57.87%，较 9 月份回落 3.76 个百分点。从价上看，回顾 10 月份票据利率走势，自国庆假日之后即开始缓慢下行，全月基本维稳在 1.8-2.0% 区间，但票据利率无论是波动幅度，还是最低点位，均明显不及三季度，也进一步印证了这一现象。

二、10 月社融增速维持底部运行，11-12 月份有望小幅回升

10 月份新增社融 1.59 万亿，同比多增 1970 亿。社融存量同比增速为 10%，与 9 月份持平。结构方面：

(1) 信用债融资基本稳定，但弱资质信用主体发行进一步疲软。10 月份企业债净融资规模为 2030 亿，同比少增 233 亿。从信用评级来看，AA-以下信用

债净融资规模-534 亿，较 9 月份进一步下滑近 250 亿。这反映出，尽管今年企业债发行总量较为稳定，但近几个月以来房地产企业的连续违约，已对信用债市场特别是弱资质信用主体造成了较大冲击，市场风险偏好下降，AA-及以下弱资质企业发行较为疲软。

(2) 非标融资延续压降态势。委托+信托贷款新增-1234 亿，同比多减 185 亿，显示出非标压降仍在延续。当前房地产融资风险形势下，在叠加影子银行体系“回头看”政策影响，资金流向受限领域被更严格管理，土地前融持续收缩，融资类信托延续压降态势。

(3) 政府债券发行节奏依然较快。10 月份政府债券净融资规模 6167 亿，同比多增 1236 亿，延续了较快节奏。考虑到监管已要求地方政府专项债额度在 11 月发行完毕，预计 11-12 月份政府债券月均净融资规模有望在 8000 亿左右，旨在起到稳定基建投资的作用。

总体来看，10 月份社融增速维持在 10%的底部，后续来看：（1）去年四季度社融增长的高基数效应褪去；（2）今年 11-12 月政府债券净融资将维持高强度；（3）政策导向较为明确，监管部门旨在鼓励银行适度加大信贷投放力度，预计 11-12 月份每月新增信贷并不弱。因此，社融增速在 11-12 月份将逐步反弹，**预计全年社融增速将上行至 10.5%左右。**

表 2：2021 年 10 月份社融总量与结构（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
新增社会融资规模	15900	-13100	1970
人民币贷款	7752	-10022	1089
外币贷款	-33	-15	142
委托贷款	-173	-151	1
信托贷款	-1061	1068	-186
未贴现票据	-886	-901	203
企业债券融资	2030	630	-233
非金融企业股票融资	846	74	-81
政府债券融资	6167	-1942	1236

资料来源：Wind，光大证券研究所

三、非银存款高增助力 M2 同比增速改善，M2 与 M1 剪刀差进一步扩大

10 月份 M2 同比增长 8.7%，较 9 月份回升 0.4 个百分点。结构方面，一般存款（对公+零售）新增-1.78 万亿，同比多增 390 亿，变化不大。财政存款新增 1.11 万亿，同比多增 2050 亿，主要受到 10 月份是传统缴税大月的影响，加之政府债券有所发力。而非银存款新增 1.24 万亿，同比多增 9482 亿，是推升 M2 同比增速的主要原因。剔除非银存款因素后，10 月份 M2 同比增速为 8.23%，与 9 月份较为接近。

表 3：2021 年 10 月份存款增长情况（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
存款	7649	-15651	11620
居民存款	-12100	-32762	-2531
企业存款	-5721	-10913	2921
财政存款	11100	16131	2050
非银存款	12400	13069	9482

资料来源：Wind，光大证券研究所

造成 10 月份非银存款高增的主要原因，一方面与央行自 10 月中旬以来，明显加大了跨月资金投放力度有关，银行司库净融出力度加大。另一方面，随着 10 月份信贷投放力度的加大，对流动性监管指标形成一定消耗，10 月份 NCD 净融资规模近 5000 亿，创今年以来单月新高，也体现为非银存款的高增。

10 月份 M1 同比增速为 2.8%，环比 9 月份下行 0.9 个百分点，自今年 1 月份以来持续下滑。M2 与 M1 增速剪刀差为 5.9%，较 9 月份扩大 1.3 个百分点，且自 4 月份以来呈现持续扩大态势。

一般而言，M1 是高流动性货币，可以作为衡量经济波动的先行指标。若 M1 增速下滑，则反映出企业经营活动的降温，而房地产交易市场活跃度下降，也是造成 M1 走弱的重要原因。那么，今年以来 M1 增速的持续下行以及 M2 与 M1 增速剪刀差的扩大，既有去年基数逐月增加的影响，也能够从侧面反映出各种融资渠道的萎缩已造成房地产企业现金流压力进一步加大，特别是弱资质主体资产负债期限错配较为严重，销售回款和外源性融资难以覆盖债务到期。

对于后续 M1 走势，我们认为：一方面，去年 Q4 宏观经济依然处于向好趋势，M1 维持了较高增速，基数效应较高；但另一方面，尽管目前政策加大了对表内涉房类贷款的支持力度，但销售回款可能进入受限封闭资金管理，因此企业可动用资金不多，需要更大力度的放松来规避现金流断裂压力传染。综合去年的基数效应，以及当前的房地产市场调控政策来看，后续 M1 增速仍可能维持低位运行一段时间。

风险提示

宽信用力度不及预期，房地产企业现金流压力加大未有缓解。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE