

12月金融数据点评

信贷仍偏弱，财政后置继续支撑社融增速

M2、M1 共同反弹，但需求恢复仍较缓慢；贷款数据显示实体融资需求仍然偏弱；年末财政存款支出加快，蓄力明年稳增长；信贷走弱，直接融资在新增社融中占比抬升。

- M2、M1 共同反弹，但需求恢复仍较缓慢。M2 同比增长 9%，增速比上月末高 0.5 个百分点，12 月财政支出发力稳增长，财政存款转移或对 M2 增速形成一定的推升作用。M1 同比增长 3.5%，增速比上月末高 0.5 个百分点，在春节前置的影响下，当月制造业企业补库意愿较浓，或对 M1 增速形成一定支撑。此外，M1 增速反弹或与部分地区房地产政策边际放松有关。12 月末单位活期存款同比增长 2.83%，增速较上月末增长 0.4 个百分点，单位活期存款与地产投资具备一定的正相关性，预计 12 月当月地产投资同比降幅有望继续收窄。

12 月末，M1、M2 同比增速剪刀差为 5.5 个百分点，与 11 月持平，仍处于疫情以来的较低水平，一定程度上反映出企业投资、居民消费意愿平淡，需求恢复仍较缓慢。

- 贷款数据显示实体融资需求仍然较弱。12 月居民长短期贷款同比均有明显减量，在疫情等综合因素的影响下，今年 11 月、12 月居民短期消费意愿均较去年有明显走弱。单位中长期贷较去年同期少增 2107 亿元，企业资本开支意愿仍相对不足。但从同比增速看，非金融性公司中长期贷款同比降幅为 38.31%，较上月收窄 3.65 个百分点，企业资本开支意愿小幅改善。

12 月新增财政存款规模为 -10302 亿元，较去年多减 762 亿元，12 月为财政支出常规大月，叠加稳增长的政策基调确认，12 月财政存款减量明显。

- 社融方面，直接融资在新增社融中占比抬升。尽管 12 月新增社融同比明显增加，但新增人民币贷款较去年同期少增 -1112 亿元。政府债券净融资额同比多增 4592 亿元，是当月新增社融的主要增量，2021 年政府债发行较 2020 年后置仍是主要原因；考虑到去年一季度专项债发行空窗，而提前批专项债大概率将在两会前发行完成，一季度社融有望继续获得支撑。

此外，企业债、非金融企业股权融资同比分别多增 1789 和 992 亿元，新增直接融资在社融中比重持续提升。值得注意的是，12 月新增企业债净融资的两年复合增速仅为 -21.3%，数据同比高增的主要动力来自上年同期的低基数，永煤事件对当期的信用环境形成较强冲击，2020 年 12 月企业债融资同比少增 3157 亿元。

- 12 月金融数据主要反映出以下两个特点：其一，12 月多项金融数据显示财政蓄力稳增长，在财政债务融资高增的背景下，12 月新增财政存款反而较去年下降，侧面反映出财政支出持续加快，为一季度稳增长蓄力。其二，财政后置继续支撑社融增速，融资需求，特别是信贷需求仍较弱势，需密切关注前期稳信用政策是否会在 1-2 月收效。

- **风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：陈琦
(8610)66229359
qi.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. 货币供应量变动情况

	当月同比增速 (%)	环比变动 (%)
M2	9.00	0.50
M1	3.50	0.50
M0	7.70	0.50

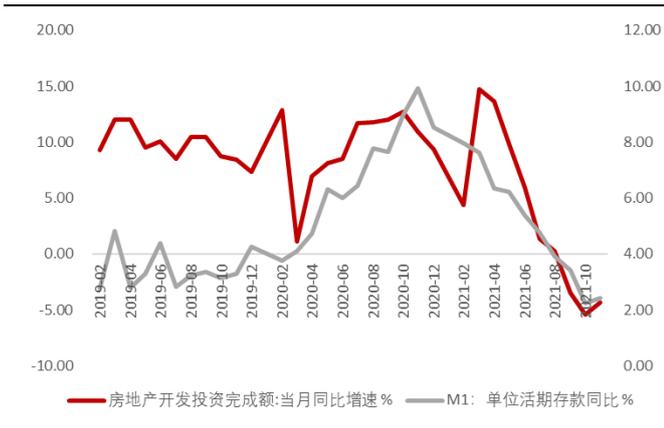
资料来源：万得，中银证券

M2、M1 共同反弹，但需求恢复仍较缓慢。2021 年 12 月末，M2 余额为 238.29 万亿元，同比增长 9%，增速比上月末高 0.5 个百分点，12 月财政支出发力稳增长，财政存款转移或对 M2 增速形成一定的推升作用。

M1 方面，12 月末 M1 余额为 64.74 万亿元，同比增长 3.5%，增速比上月末高 0.5 个百分点，12 月 PMI 数据显示，在春节前置的影响下，当月制造业企业补库意愿较浓，或也对 M1 增速形成一定支撑。此外，M1 增速反弹或与部分地区房地产政策边际放松有关。从结构看，12 月末 M1 细分项—单位活期存款同比增长 2.83%，增速较上月末增长 0.4 个百分点，单位活期存款与地产投资具备一定的正相关性，预计 12 月当月地产投资同比降幅有望继续收窄。

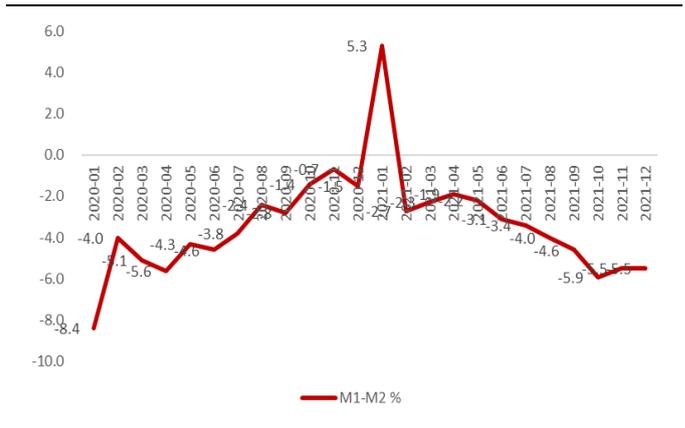
12 月末，M1、M2 同比增速剪刀差为 5.5 个百分点，与 11 月持平，仍处于疫情以来的较低水平，一定程度上反映出企业投资、居民消费意愿平淡，需求恢复仍较缓慢。

图表 2. 单位存款与地产投资具备一定的正相关性



资料来源：万得，中银证券

图表 3. M1、M2 剪刀差仍处于疫情以来低点



资料来源：万得，中银证券

贷款数据显示实体融资需求仍然较弱。贷款方面，12 月新增人民币贷款同比少增 1300 亿元，中长期贷款贡献主要减量，同比少增 2941 亿元，实体经济中长期融资需求仍然较弱，与我们上文对 M1、M2 剪刀差的解读较为一致。此外，12 月新增票据贷款 4087 亿元，同比多增 746 亿元，票据融资增量同样能够反映出当前较弱的融资需求。

图表 4. 12 月金融机构贷款变动情况

	当月新增 (亿元)	同比增减 (亿元)
新增人民币贷款:当月值	11,300.00	(1,300.00)
新增人民币贷款:短期贷款及票据融资:当月值	3,190.00	1,804.00
新增人民币贷款:票据融资:当月值	4,087.00	746.00
新增人民币贷款:中长期:当月值	6,951.00	(2,941.00)
新增人民币贷款:居民户:当月值	3,716.00	(1,919.00)
新增人民币贷款:居民户:短期:当月值	157.00	(985.00)
新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值	3,558.00	(834.00)
新增人民币贷款:企(事)业单位:当月值	6,620.00	667.00
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期:当月值	(1,054.00)	2,043.00
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期:当月值	3,393.00	(2,107.00)
新增人民币贷款:非银行业金融机构	553.00	(121.00)

资料来源: 万得, 中银证券

分部门看, 12 月居民部门新增贷款规模为 3716 亿元, 同比少增 1919 亿元, 居民长短期贷款同比均有明显减量。12 月居民新增短期贷款仅 157 亿元, 同比明显少增 985 亿元, 在疫情等综合因素的影响下, 今年 11 月、12 月居民短期消费意愿均较去年有明显走弱。12 月居民部门中长期信贷同比少增 834 亿元, 2021 年房地产行业较严的监管环境或仍是主要原因。

12 月企(事)业单位新增贷款 6620 亿元, 同比多增 667 亿元, 单位短贷贡献主要增量, 同比少减 2043 亿元。单位中长期贷较去年同期少增 2107 亿元, 企业资本开支意愿仍相对不足。但从同比增速看, 非金融性公司中长期贷款同比降幅为 38.31%, 较上月收窄 3.65 个百分点, 企业资本开支意愿小幅改善。

图表 5. 12 月金融机构存款变动情况

	当月新增	同比增减
新增人民币存款:当月值	11,600.00	13,693.00
新增人民币存款:居民户:当月值	18,892.00	2,157.00
新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值	13,670.00	2,711.00
新增人民币存款:非银行业金融机构	(3,843.00)	1,756.00
新增人民币存款:财政存款:当月值	(10,302.00)	(762.00)

资料来源: 万得, 中银证券

年末财政存款支出加快。存款方面, 12 月人民币存款维持较高增长, 居民、单位存款均较去年同期有明显增量, 分别多增 2157 和 2711 亿元。12 月新增财政存款规模为 -10302 亿元, 较去年多减 762 亿元, 12 月为财政支出常规大月, 叠加稳增长的政策基调确认, 12 月财政存款减量明显。

图表 6. 12 月金融机构贷款变动情况

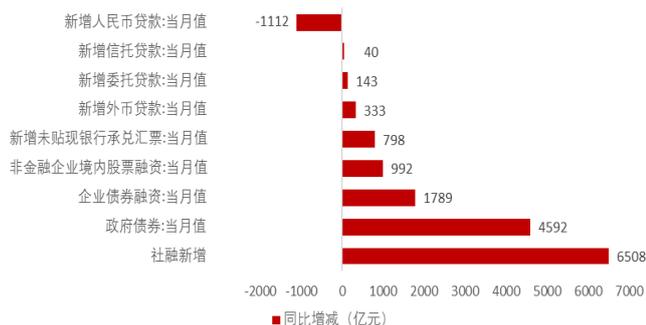
	当月增量 (亿元)	存量同比增速
社融	23,700.00	10.30
人民币贷款	10,346.00	11.60
外币贷款(折合人民币)	(648.00)	6.30
委托贷款	(416.00)	(1.60)
信托贷款	(4,580.00)	(31.30)
未贴现银行承兑汇票	(1,418.00)	(14.00)
企业债券	2,225.00	8.60
非金融企业境内股票	2,118.00	15.00
政府债券	11,718.00	15.20

资料来源: 万得, 中银证券

信贷走弱，直接融资在社融中占比抬升。12月社融存量同比增速为10.3%，较上月加快0.2个百分点；当月新增社融规模为23700亿元，同比多增6508亿元。尽管12月新增社融同比明显增加，但新增人民币贷款较去年同期少增1112亿元，社融口径下表内信贷同样表现弱势，实体经济信贷融资需求整体较弱。

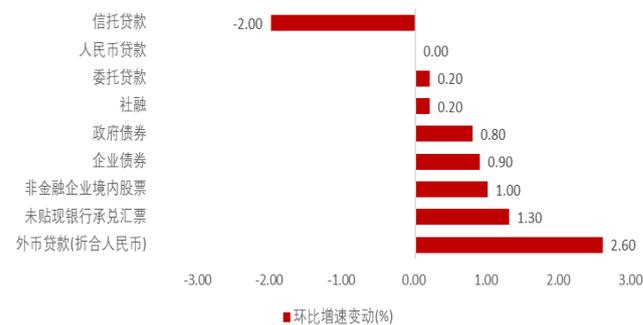
政府债券净融资额同比多增4592亿元，是当月新增社融的主要增量，2021年政府债发行较2020年后置仍是主要原因。值得一提的是，今年政府债发行恢复前置，提前批专项债额度下达1.49万亿，考虑到去年一季度专项债发行空窗，而提前批专项债大概率将在两会前发行完成，一季度社融有望继续获得支撑。

图表7. 单位存款与地产投资具备一定的正相关性



资料来源: 万得, 中银证券

图表8. M1、M2剪刀差仍处于疫情以来低点

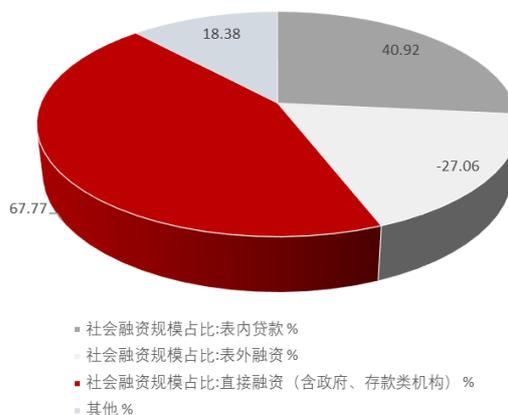


资料来源: 万得, 中银证券

此外，企业债、非金融企业股权融资同比分别多增1789和992亿元，新增直接融资在社融中比重持续提升。值得注意的是，12月新增企业债净融资的两年复合增速仅为-21.3%，数据同比高增的主要动力来自上年同期的低基数，永煤事件对当期的信用环境形成较强冲击，2020年12月企业债融资同比少增3157亿元。

非标方面，信托贷款12月下滑明显，新规落地、行业监管趋严或是主要原因。2021年监管持续强调信托行业的“两压一降”，预计后续融资类信托的规模将持续压降，整体而言，非标的持续下降趋势2022年不会改变。

图表9. 直接融资在新增社融中占比提升



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_35959

