

宽信进程为何偏慢？

——12月金融数据点评

2022年01月13日

- **事件：**12月，新增社融2.37万亿元，前值2.61万亿元，存量同比10.3%，前值10.1%；新增人民币贷款1.13万亿元，同比少增1300亿元，上月为1.27万亿元，M2同比增速继续上行0.5个百分点至9%，M1同比上行0.5个百分点至3.5%。
- **信贷投放偏弱，企业、居民长端贷款同比收缩，结构表现较差。**实体经济融资需求依然偏弱，居民购房意愿一般，2021年年贷款需求指数持续回落。未来信贷投放的发力点可能来源于制造业投资、基建项目、绿色信贷和普惠小微等的增长，政府类相关项目信贷需求较大。商业银行年前的信贷项目腾挪到年后，也给信贷增长带来一定空间。
- **企业中长期贷款同比惯性下行，票据融资冲量依然较强。**疫情和成本高企压力下，企业信贷需求依然低迷，贷款后置和信贷“开门红”或有一定影响。票据利率12月持续回落，在年后大幅反弹，银行年后票据冲量的需求减弱，一季度或边际好转。
- **居民端贷款明显回落，房地产约束延续。**银行10、11月加大按揭贷款投放力度，前期累积的贷款需求被部分释放。而且政策对居民按揭贷款尚未大幅放松，居民购房意愿依然较弱。
- **社融回落继续缓步上行，政府专项债为主要支撑。**地方政府专项债四季度供给持续上行，对社融形成较强的拉动作用，也是宽信用开启的主力项。企业债券、股权融资同比上行，新增贷款依然偏弱。非标融资持续压降，信托贷款延续负增，资管新规对非标融资压力依然较大，而2020年年底压降非标速度较快，低基数下非标同比少减。结构上来看，融资需求尚未回暖。信贷或在一季度边际上行，但房企融资、销售回款依然承压，政策边际放松传导到房地产投资、销售端仍有时滞，预期社融明显提速或将在二季度到来。
- **M1、M2同比增速回暖，随信用边际放松，12月的全面降准和财政投放力度加大，对M2增速有所提振。**企业部门现金流边际改善。春节提前的影响下，资金在企业部门和居民部门之间转移，1月M1在高基数作用下仍有回调可能。
- **一季度将是较好的政策宽松窗口，宽信用传导到实体经济，仍有待融资需求的转好。**在内经济承压、外流动性收紧的压力下，预期降息窗口将在1、2月中旬打开。房地产现金流依然偏紧，一季度也是比较好的房地产政策放松的窗口期。政策传导仍有一定时滞，宽信用进程的到来仍需等待。
- **风险因素：**企业、居民融资需求持续偏弱，政策调控不及预期，房地产信用风险扩大。

分析师：徐飞
 执业证书编号：S0270520010001
 电话：021-60883488
 邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理：于天旭
 电话：17717422697
 邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

通胀如期回落，需求依然不强
 春生夏长，守时待分

正文目录

事件	3
1 信贷投放偏弱，企业、居民贷款意愿不强	3
2 社融增速继续上行，专项债为主要支撑	5
3 M2 增速回暖，流动性边际改善	6
4 风险提示	7
图表 1: 新增人民币贷款分项走势 (亿元)	3
图表 2: 票据收益率年后反弹 (%)	3
图表 3: 商品房成交同比小幅回落(%,万平方米)	4
图表 4: 土地成交面积继续走弱 (%)，平方米)	4
图表 5: 三季度居民和政府杠杆率基本持平 (%)	4
图表 6: 贷款需求指数四季度延续回落	4
图表 7: 宽信用进程缓慢 (%)	5
图表 8: 社融各分项占比走势 (%)	5
图表 9: 企业债券、股权直接融资同比上行 (亿元)	6
图表 10: 未贴现银行承兑汇票同比上行 (亿元)	6
图表 11: M1、M2 增速反弹 (%)	6
图表 12: 社融与 M2 剪刀差收缩 (%)	6
图表 13: 新增人民币存款大幅增加 (万亿元)	7
图表 14: 新增存款中财政存款回落 (万亿元)	7

事件

2021年12月，新增社融2.37万亿元（预期2.43万亿元），前值2.61万亿元，社融存量同比增速10.3%，前值10.1%；新增人民币贷款1.13万亿元（预期1.24万亿元），同比少增1300亿元，上月为1.27万亿元，M2同比增速继续上行0.5个百分点至9%（预期8.7%），M1同比上行0.5个百分点至3.5%。

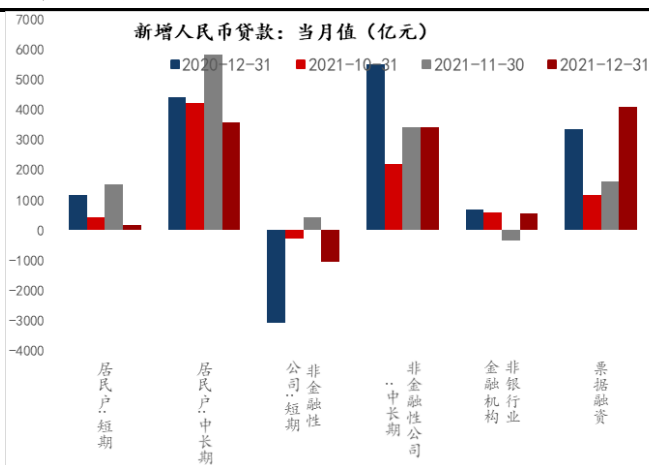
1 信贷投放偏弱，企业、居民贷款意愿不强

信贷投放偏弱，企业、居民长端贷款同比收缩，结构表现较差。12月新增人民币贷款1.13万亿元，同比少增1300亿元，上月为1.27万亿元，信贷投放持续偏弱。房地产按揭贷款政策尚未放开，居民流入房市资金依然谨慎。

企业中长期贷款同比惯性下行，票据融资冲量依然较强，疫情和成本高企的压力下，企业信贷需求依然低迷，贷款后置和信贷“开门红”或带来一定影响。从企业端来看，12月新增中长期贷款3393亿元，同比少增2107亿元。短期贷款同比增速有所上行，本月短期贷款-1054亿元，同比上行2043亿元，上月值为410亿元。12月企业表内票据融资继续走强，企业表内票据融资新增4087亿元，同比增长746亿元。票据利率12月持续回落，在年后大幅反弹，从流动性来看，并非流动性收紧导致利率攀升，年后流动性依然保持相对充裕，DR007、R007跨年明显回落。部分受银行信贷“开门红”开启影响，银行票据冲量的需求减弱，去年年末部分贷款后置。预期一季度信贷数据或表现转好。

居民端贷款明显回落，房地产约束延续。银行10、11月加大按揭贷款投放力度，前期累积的贷款需求被部分释放。而且政策对居民按揭贷尚未大幅放松，居民购房意愿依然较弱。从居民端来看，12月居民部门贷款新增3716亿元，同比少增1919亿元。其中，中长期贷款新增3558亿元，同比少增834亿元，短期贷款新增157亿元，同比少增985亿元。

图表1：新增人民币贷款分项走势（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

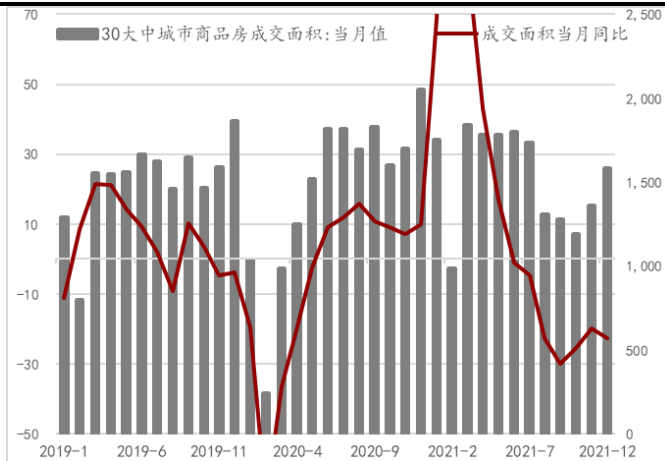
图表2：票据收益率年后反弹（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

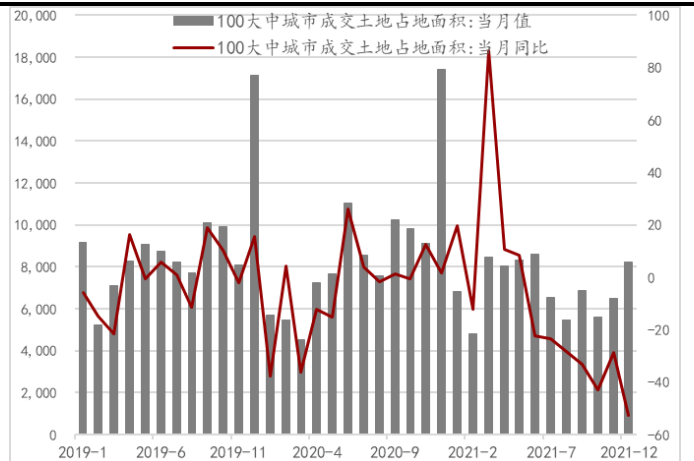
商品房成交同比回落，土地成交继续走弱。年底拿地翘尾现象到来，但同比延续回落。2021年全年成交规模同比下滑，下半年楼市调控和信贷收紧，给房企流动性带来较大压力，土地流拍频现，房企拿地偏谨慎。当前部分房企信用风险依然较高，随信贷环境边际转好，政策引导房地产行业良性循环和健康发展，明年下半年，房地产投资或企稳回暖。居民购房意愿依然不强，商品房成交面积同比小幅回落，“房住不炒”方向下，政策支持居民自住和改善型购房需求。预期2022年信贷政策将适度宽松，利好资质较好的房企经营，但整体融资环境依然较过去有所收紧。

图表3: 商品房成交同比小幅回落(%、万平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

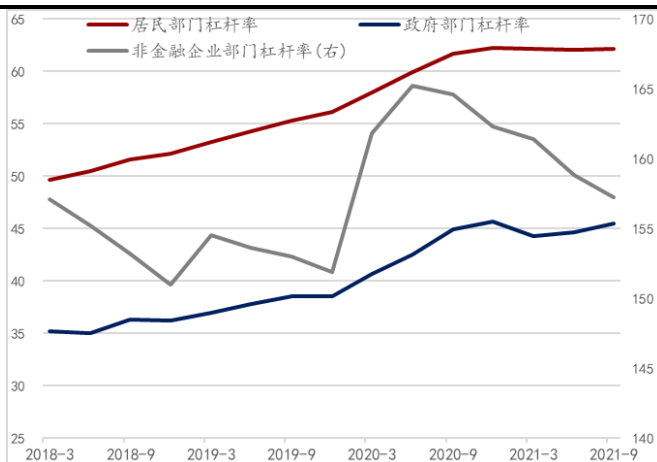
图表4: 土地成交面积继续走弱(%, 平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

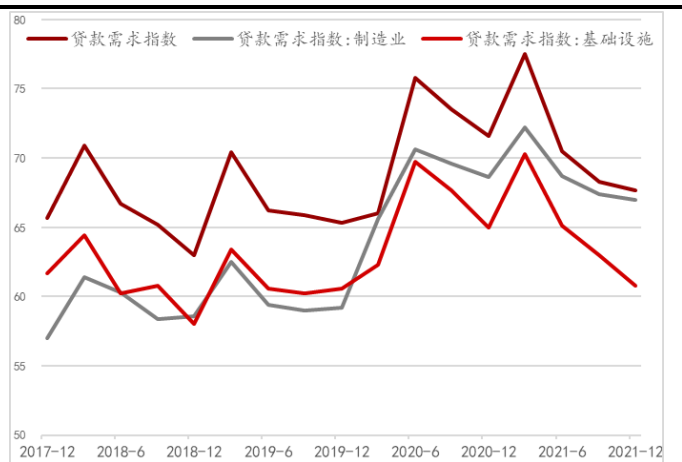
居民、政府部门三季度杠杆率温和上行，全年贷款需求指数持续回落。企业部门杠杆率持续压降，政府和居民部门杠杆未明显调降。一方面，是稳杠杆需求和地方政府隐性债务化解，另一方面，四季度在稳增长和跨周期调节下，政府部门杠杆率预期不会明显回调。对于未来信贷投放的发力点可能来源于制造业投资、基建项目、绿色信贷和普惠小微等的增长，政府类相关项目信贷需求较大。商业银行年前的信贷项目腾挪到年后，都给信贷增长带来一定空间。

图表5: 三季度居民和政府杠杆率基本持平(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 贷款需求指数四季度延续回落



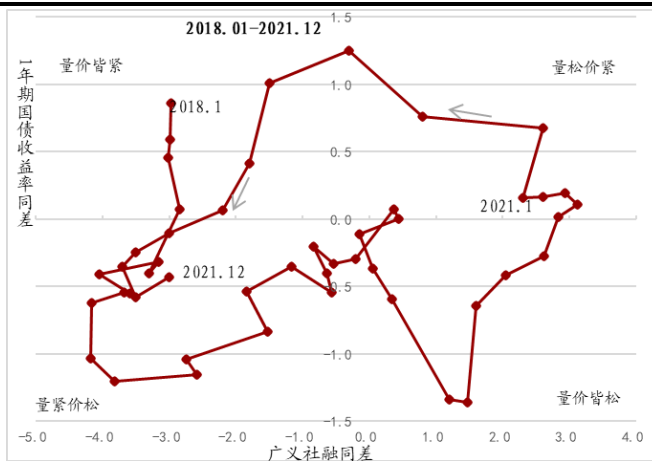
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 社融增速继续上行，专项债为主要支撑

社融增速继续缓步上行，宽信用进程整体偏慢。政府专项债发行提速，企业债券、股权融资同比上行，新增贷款依然偏弱，表外融资继续压降。新口径下12月新增社会融资规模2.37万亿元，同比多增7206亿元，社融存量同比增速10.3%，较上月继续上行0.2个百分点。扣除政府债券之后，旧口径社融增速上行0.11个百分点至9.09%。具体来看：

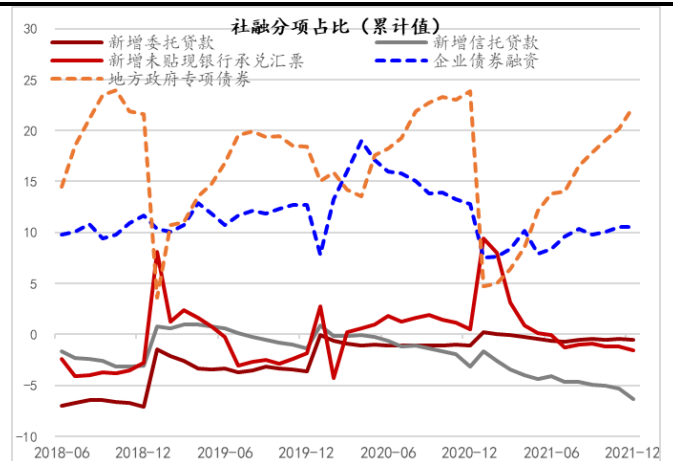
地方政府专项债同比增幅最大，四季度供给持续上行。本月地方政府专项债1.17万亿元，同比多增4592亿元，前值8158亿元，在社融占比中持续上行。2021年地方政府专项债发行节奏整体拖后，在四季度发行有所放量。四季度对社融形成较强的拉动作用，也是宽信用开启的主力项。

图表7：宽信用进程缓慢（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：社融各分项占比走势（%）

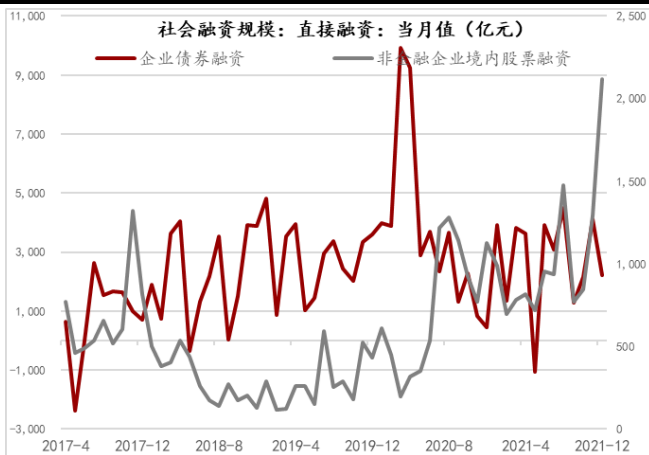


资料来源：Wind，万联证券研究所

企业债券、股权融资同比多增。12月，企业债券融资2225亿元，同比增加1789亿元，前值4104亿元。监管趋严下，信用风险情绪较上半年有所缓释，企业债券融资边际上行。非金融企业境内股票融资2118亿元，同比增加992亿元，前值1294亿元，从绝对值来看，股权融资大幅放量，北交所成立或带来一定提振。

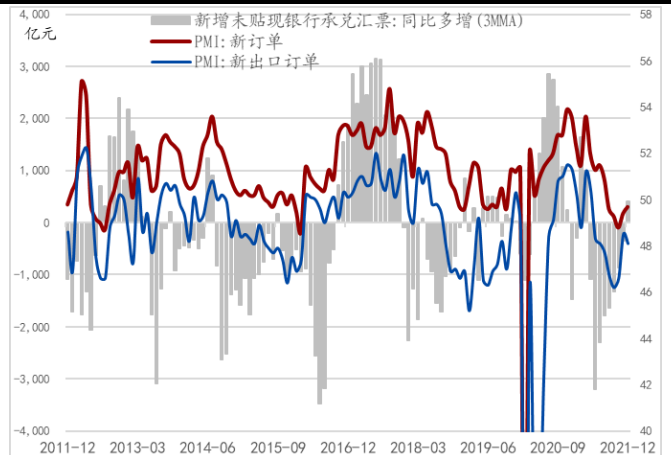
非标融资持续压降，信托贷款延续负增，但非标同比上行。12月非标融资-6414亿元，同比增加981亿元。其中，表外票据融资-1418亿元，同比上行798亿；信托贷款融资-4580亿元，同比小幅上行40亿；委托贷款-416亿元，同比上行143亿。非标融资延续负值，但同比多增。资管新规对非标融资压力依然较大，信托贷款连续20个月负值。2020年年底压降非标速度较快，低基数下非标同比少减，未来非标压降态势仍将延续，但速度将边际放缓。

图表9: 企业债券、股权直接融资同比上行 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 未贴现银行承兑汇票同比上行 (亿元)



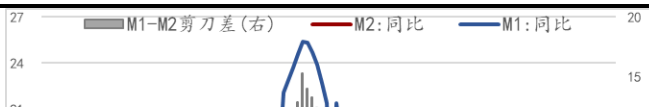
资料来源: Wind, 万联证券研究所

社融本月虽然持续小幅回暖, 但宽信用开启依然偏慢。主要是地方政府专项债供给放量拉动, 企业、居民贷款需求较弱, 结构上来看, 融资需求尚未回暖。信贷或在一季度边际上行, 但房企融资、销售回款依然承压, 政策边际放松到传导到房地产投资、销售端仍有时滞, 预期社融明显提速或将在二季度到来。

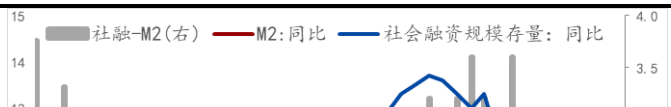
3 M2 增速回暖, 流动性边际改善

M2、M1同比增速回暖。随信用边际放松, 12月的全面降准和财政投放力度加大, 对M2增速有所提振。12月M2同比增速上行0.5个百分点至9%, 市场预期为8.7%, M1同比增速上行0.5个百分点至3.5%。社融与M2剪刀差由上月的1.6%收窄为1.3%, M1与M2剪刀差持平于上月的-5.5%。企业部门现金流已经有所改善。春节提前的影响下, 年终奖发放将提前到1月, 企业活期存款转为个人储蓄存款, 导致M1增速承压。1月M1在高基数作用下仍有回调可能。

图表11: M1、M2增速反弹 (%)



图表12: 社融与M2剪刀差收缩 (%)



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_35962

