

2021 年 12 月金融数据点评

政府部门加杠杆带动社融回温

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号

S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨

一般证券从业资格编号

S1060121110020

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2021 年 12 月中国社会融资规模增量 2.37 万亿元，新增人民币贷款 1.13 万亿元，M2 货币供应量同比增长 9.0%。

平安观点：

- **直接融资继续带动社融回温。**12 月社融存量同比增长 10.3%，高出上月 0.2 个百分点。12 月社融增长的拖累因素主要是表内贷款：贷款需求不强是“宽信用”的一大拖累。支撑因素主要在政府债、企业债与非金融企业股票融资几大直接融资项目。地方专项债发行前置对社融的拉动作用凸显，城投债净融资额也随之放量。此外，资管新规过渡期即将结束，表外项目的压降也有所放缓。
- **居民与企业贷款需求疲软。**12 月贷款存量同比增长 11.6%，比上月低 0.1 个百分点。其中，**居民户**中长期贷款与短期贷款共同下降，居民购房和短期消费意愿不足抑制了“加杠杆”的需求。**企业端**中长期贷款偏弱，同比的增量源于票据融资的多增和短期贷款的少减，实体经济融资需求不足的情况仍然存在，银行仍在以票据上量冲抵信贷投放额度。
- **财政支出提速带动 M1、M2 显著回升。**2021 年 12 月 M2 同比增速上行 0.5 个百分点至 9.0%。M1 同比提升 0.5 个百分点至 3.5%，连续 2 个月改善。12 月社融口径政府债净融资超万亿的同时财政存款也减少了 1.03 万亿，政府债大量发行的同时财政支出显著提速，一定程度上缓解了非政府部门现金流紧缺的问题，带动 M1 与 M2 同比增速共同上行，推动 M2 与社融增速的差值收窄了 0.3 个百分点。不过从绝对水平看，当前的 M1 增速绝对水平仍然偏低，企业部门的现金流情况仍受地产销售低迷与表外非标压降的拖累。
- **总的来说，2021 年 12 月社融增速的边际改善主要得益于政府部门的“加杠杆”，但企业有效贷款需求疲弱、居民消费意愿较差以及商品房销售疲弱的问题仍未得到解决。**我们认为，无论是从刺激居民和企业贷款需求，还是从减轻实体经济利息偿付压力出发，货币政策都需要“多措并举”支持实体经济（尤其是其中的薄弱环节），推动贷款利率进一步下行。在经济下行压力加大之际，不排除直接调整政策利率的可能性。进一步的货币宽松政策或已在路上：1）“胀”的因素对于央行货币政策而言并非紧约束；2）存在美联储加息落地前中国货币宽松提前落地的可能；3）财政“前置发力”下，货币政策有必要配合地方债的发行，缓解对短期流动性的冲击。

一、直接融资继续带动社融回温

2021年12月新增社融2.37万亿元，比上年同期多增6508亿元，比2019年同期多1687亿元。12月社融存量同比增长10.3%，高出上月0.2个百分点，排除基数因素后，两年平均的社融增速持平于11.8%。

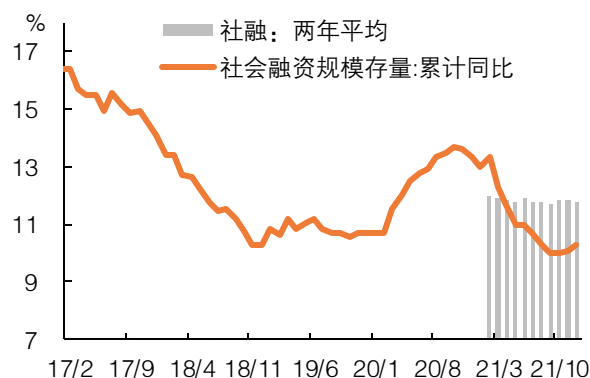
12月社融增长的拖累因素主要是表内贷款，同比少增1112亿元，贷款需求不强仍是“宽信用”的一大拖累因素。**支撑因素主要是直接融资项目的增长**，政府债、企业债与非金融企业境内股票融资同比分别多增4592亿元、1789亿元、992亿元年末政府债错位发行对社融的拉动作用凸显，城投债净融资额也随之放量，但地产债仍以借新还旧为主。**表外融资压降放缓亦有贡献**，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别少减143亿元、40亿元、798亿元，资管新规过渡期即将结束，表外项目的压降放缓。**具体地：**

表内融资：1)12月社融口径新增人民币贷款1.03万亿元，同比少增1112亿元，较2019年同期亦少增424亿元。**2)**外币贷款折合人民币减少648亿元，同比少减333亿元，相比2019年同期多减443亿元。

表外融资：1)新增委托贷款减少416亿元，同比少减143亿元，相比18-20年同期均值少减946亿元。**2)**新增信托贷款减少4580亿元，同比少减40亿元，相比18-20年同期均值多减2513亿元。资管新规过渡期即将结束，委托贷款的压降速度明显放缓，信托贷款压降节奏仍快。**3)**未贴现银行承兑汇票减少1418亿元，同比少减798亿元，表外票据的压缩较2020年同期有所缓和。

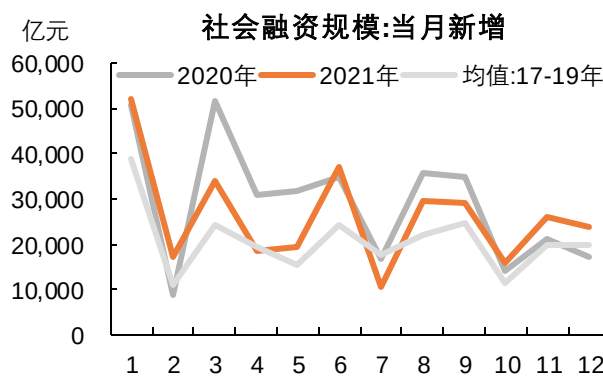
直接融资：1)2021年12月新增企业债券净融资2225亿元，同比多增1789亿元，但低于2018和2019年同期3500亿以上的净融资额。其中，城投债12月单月净融资额超2400亿元，相比2020年同期多增2000亿左右，或与基建项目加速落地、地方专项债项目配套发债有关；房地产债券发行与到期量基本持平。**2)**非金融企业境内股票融资2118亿元，同比多增992亿元，相比18-20年同期多均值增1555亿元。**3)**政府债券净融资11718亿元，同比多增4592亿元，相比17年-19年同期均值多增8402亿元，主因地方政府债发行相比往年错位。

图表1 2021年12月社融增速较上月提升0.2个百分点



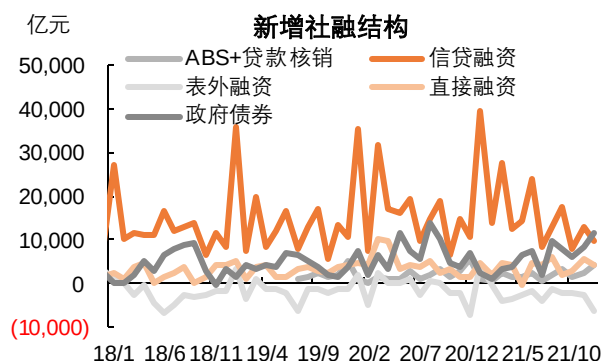
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2021年12月社融新增规模显著超过去年同期



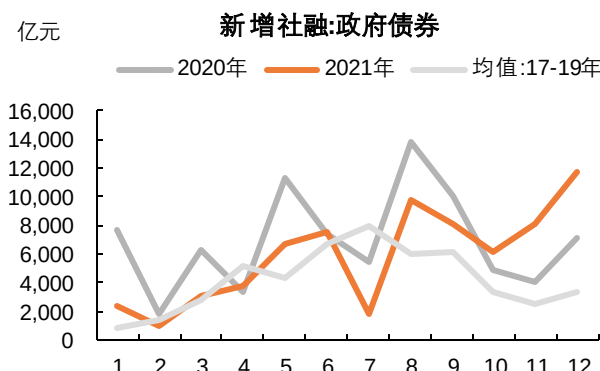
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 12月直接融资对社融同比拉动较大



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 12月政府债净融资额创2021年单月新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、居民与企业中长期贷款需求疲软

2021年12月新增人民币贷款1.13万亿元，较去年同期少增1234亿元；贷款存量增速同比增长11.6%，相比上月低0.1个百分点，已连续5个月下行。12月信贷同比少增主要受企业中长期贷款和居民贷款的拖累，而企业票据融资与企业短期贷款同比有所改善。居民户呈现中长期贷款与短期贷款相比2020年同期分别少增985亿元、834亿元，居民购房和短期消费意愿不足抑制了“加杠杆”的需求。企业端新增中长期贷款偏弱，同比的增量源于票据融资的多增和短期贷款的少减，实体经济融资需求不足的情况仍然存在，银行或在以票据上量冲抵信贷投放额度。具体地：

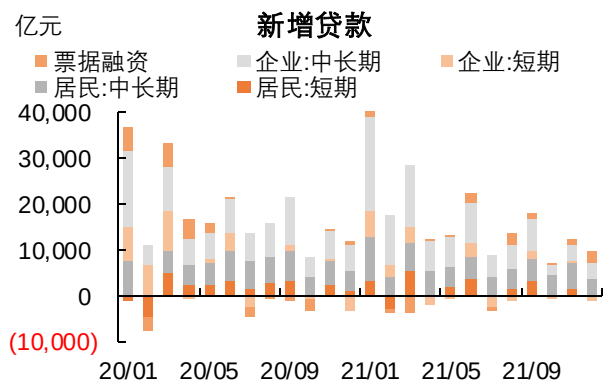
居民户：新增居民短期贷款157亿元，同比少增985亿元，是2015年同期以来的最低值。疫情反复之下，居民消费意愿持续低迷。**新增居民中长期贷款**3558亿元，同比少增834亿元，相比2019年同期少增1478亿元，占新增人民币贷款的比例约31.5%。央行10月起要求稳健开展房地产贷款业务，按揭贷款的加速投放支撑了10-11月的“稳信用”。到12月，居民中长期贷款再度回落至2017年以来的均值水平之下，或因此前积压的按揭贷款或已释放殆尽，四季度商品房销售低迷之下，居民按揭贷款需求不足。

企业端：1) 企业短期贷款减少1054亿元，较2020年同期少减2043亿元，与2019年同期相比多减1089亿元。**2) 票据融资**新增4087亿元，相比2020年同期多增746亿元，相比2019年同期多增3825亿元。2021年4月以来，企业票据贴现持续处于高位，这种融资形式被企业更多采用，可能意味着产业链上下游的资金链偏紧（下游企业盈利增长疲软）。2021年下半年间，银票转贴现利率显著低于2020年同期水平，表明实体融资需求不足，银行以票据上量冲抵信贷投资额度。到2021年12月23日，国股银票1个月和3个月期的转贴现利率分别降至0.0061%、0.0070%，已近乎零利率。不过，从2021年12月下旬至2022年1月上旬，票据利率已有所反弹，信贷需求可能会有一定的边际改善。

3) 企业中长期贷款新增3393亿元，比2021年同期与2019年同期分别少增2107亿元、585亿元。尽管9月央行推出3000亿支小再贷款额度，11月央行创设碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，12月银保监会表示将“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”，但在12月的中长期贷款数据相比2019和2020年同期仍偏弱，或是未能充分抵消房地产贷款下滑带来的冲击。

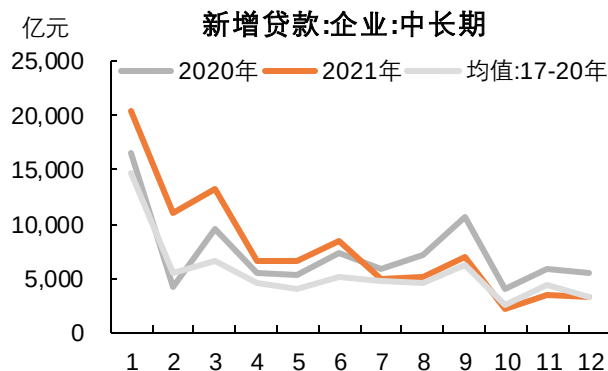
2021年12月以来，央行全面降准、下调支农、支小再贷款利率，推动一年期LPR报价下行5bp，正是基于贷款需求疲弱作出的政策加码。当前看，无论是从刺激居民和企业贷款需求，还是从减轻实体经济利息偿付压力出发，央行都有着推动实体经济融资成本进一步下行的诉求。我们认为，货币政策需要“多措并举”支持实体经济（尤其是其中的薄弱环节）。一是继续推进存款利率市场化改革，释放LPR改革红利；二是通过降低存款准备金率，引导银行贷款利率下行。除此之外，在经济下行压力较大的背景下，政策利率的进一步调降也有必要。

图表5 2021年12月票据对新增贷款的贡献超过36%



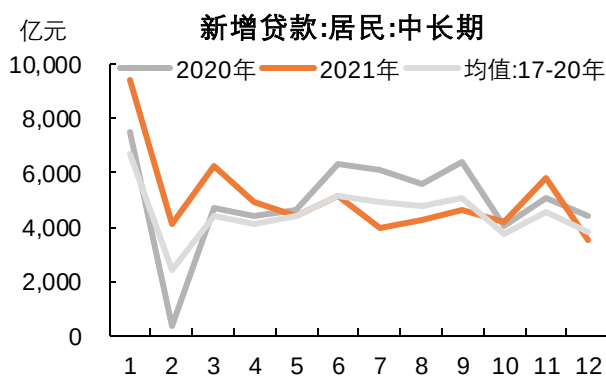
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 2021年12月企业中长期贷款仍较低迷



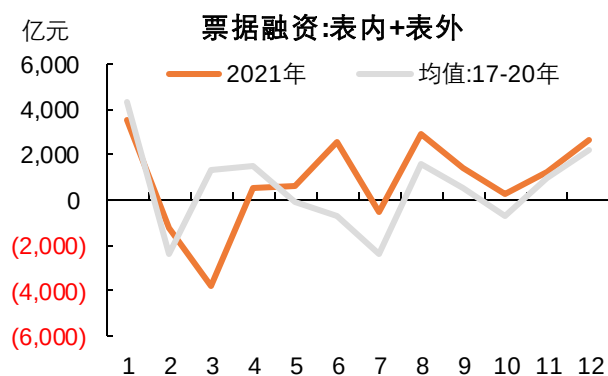
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2021年12月居民中长期贷款低于去年同期



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2021年12月表内+表外票据融资延续强势



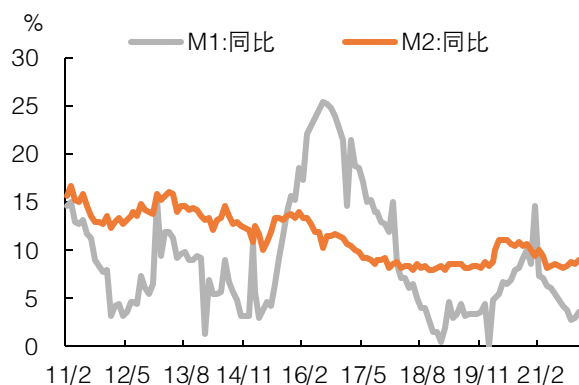
资料来源: wind, 平安证券研究所

三、财政支出提速带动 M1、M2 显著回升

2021年12月新增人民币存款1.16万亿，同比多增137万亿；人民币存款余额增速9.3%，相比上月提升0.7个百分点。结构上，住户存款增加1.89万亿，相比近五年季节性均值水平偏高，2021年新增住户存款月度波动均较此前年份更大，12月高点同样明显偏高；非金融企业存款增加1.37万亿、财政性存款减少1.03万亿，与近五年季节性均值水平基本相当；非银行业金融机构存款压降3843亿，压降幅度略好于季节性，金融体系12月资金面情况相比2020年同期有所改善。

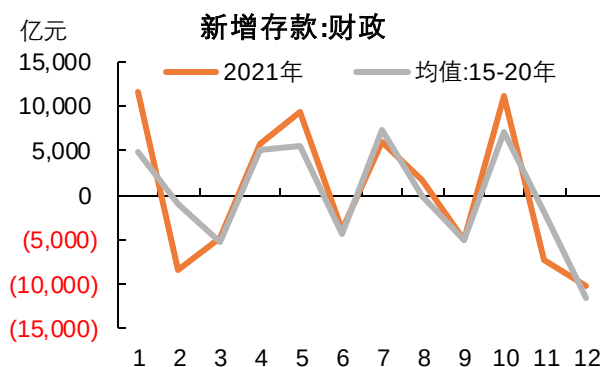
财政支出提速带动 M1、M2 显著回升。2021年12月 M2 同比增速上行 0.5 个百分点至 9.0%。M1 同比提升 0.5 个百分点至 3.5%，连续 2 个月改善。12 月社融口径政府债净融资超万亿的同时财政存款也减少了 1.03 万亿，政府债大量发行的同时财政支出显著提速，一定程度上缓解了非政府部门现金流紧缺的问题，带动 M1 与 M2 同比增速共同上行，推动 M2 与社融增速的差值收窄了 0.3 个百分点。不过，从绝对水平看，当前的 M1 增速绝对水平仍然偏低，企业部门的现金流情况仍受地产销售低迷与表外非标压降的拖累。

图表9 2021年12月M2与M1增速共同上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 2021年12月财政存款加速投放



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_35981

