



## 宏观研究

## 【粤开宏观】金融数据反映出当前经济的三大特征

2022年01月12日

## 投资要点

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】全国财政工作会议释放九大政策信号》2021-12-27

《【粤开宏观】广州深圳“双城记”：经济、财政、民生全面比较与城市发展之道》2022-01-02

《【粤开宏观】税收公平：从查账征收与个税优惠延续谈起》2022-01-06

《【粤开宏观】2022年全球经济展望：供给复苏、政策转舵》2022-01-06

《【粤开宏观】鲍威尔搁置缩表决定：市场紧缩恐慌暂缓》2022-01-12

## 摘要

兵马未动，粮草先行，金融数据通常是经济的领先指标，实体经济的变化也会反映在金融数据之中。

2021年下半年以来中国经济下行压力明显增大，面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。四季度中央对前期部分政策进行了纠偏和调整，随后PPI同比见顶回落，专项债发行加速，居民中长期贷款企稳。12月召开的中央政治局会议和中央经济工作会议定调“稳增长”，“政策底”已现，市场开始预期“市场底”和“经济底”，因此对12月金融数据抱有期待，希望从中寻得经济向好的线索，尤其是房地产和基建投资的企稳迹象。

2021年12月社融存量同比增长10.3%，高于上月0.2个百分点，连续2个月回升；新增社融2.37万亿元，较上年同期多增6508亿元，连续3个月同比多增；广义货币M2同比增长9.0%，高于上月0.5个百分点。

**乍看之下，金融数据见底回升，但详细观之，会发现“宽信用”还在路上。**

**1、金融数据低于市场预期。**12月新增社融和新增人民币贷款分别为2.37和1.13万亿元，均不及市场预期的2.43和1.24万亿元。

**2、数据回升主因上年同期低基数；从结构来看，政府债券是社融回升的主要拉动项，源于2021年财政发力偏晚，年底财政节奏加快。**12月社融和M2同比分别回升0.2和0.5个百分点，上年同期分别回落0.3和0.6个百分点。12月政府债券净融资11718亿元，同比多增4592亿元，11月净融资8158亿元，同比多增4158亿元。

**3、金融数据反映出当前经济的三大特征：一是银行风险偏好和实体经济信贷需求仍然偏低。**12月对实体经济发放的人民币贷款增加10346亿元，同比少增1112亿元。**二是房地产市场和企业资本开支意愿较为低迷，房地产和制造业投资仍需政策呵护。**12月居民中长期贷款、企（事）业单位中长期贷款同比分别少增834、2107亿元。**三是财政支出在加快，基建将逐渐发力。**12月财政性存款减少10302亿元，同比多减762亿元，11月同比多减5424亿元。

**4、展望未来，一季度是“宽货币”的窗口期，有可能出台降准降息措施；宽信用还在路上，关注1月信贷“开门红”的力度。**当前宽货币强于宽信用，仍利好债市，待宽信用真正到来，或将出现股债切换。

**风险提示：**货币政策超预期、信贷增长超预期



## 目 录

一、社融同比回升主因低基数和政府债券放量.....	3
二、金融数据反映出当前经济的三大特征 .....	6
三、关注一季度“宽货币”窗口期和 1 月信贷“开门红”力度.....	8

## 图表目录

图表 1： 12 月实际社融表现没有数据展示的那么好.....	3
图表 2： 12 月新增社融中，政府债券放量，银行贷款回落，其他表现一般 .....	4
图表 3： 12 月票据市场利率一度跌至接近 0% .....	5
图表 4： 2021 年下半年企业债收益率先上后下.....	5
图表 5： 四季度贷款需求指数回落.....	6
图表 6： 12 月居民和企业中长期贷款回落 .....	7
图表 7： 2021 年四季度财政存款大幅下降.....	7



## 一、社融同比回升主因低基数和政府债券放量

2021年12月社融存量同比增长10.3%，高于上月0.2个百分点，连续2个月回升；新增社融2.37万亿元，较上年同期多增6508亿元，连续3个月同比多增。

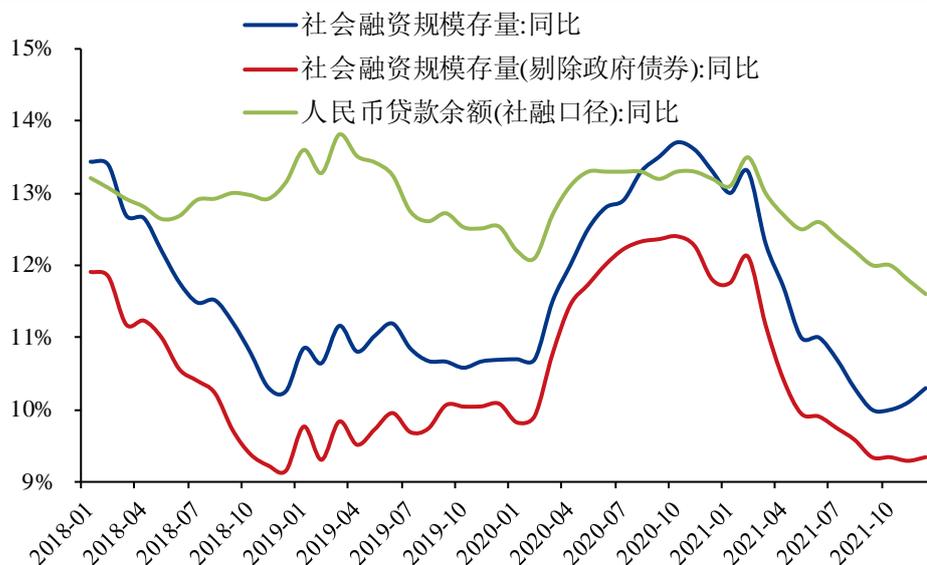
**社融数据看似好转，但实则不然。**

**第一，数据低于市场预期。**12月新增社融和新增人民币贷款分别为2.37和1.13万亿元，均不及市场预期的2.43和1.24万亿元。

**第二，数据回升主因上年同期低基数；从结构来看，政府债券是社融回升的主要拉动项，源于2021年财政发力偏晚，年底财政节奏加快。**12月社融和M2同比分别回升0.2和0.5个百分点，上年同期分别回落0.3和0.6个百分点。12月政府债券净融资11718亿元，同比多增4592亿元，11月净融资8158亿元，同比多增4158亿元。

**第三，剔除政府债券后的社融增速近4个月都在9.3%左右徘徊，实体部门的人民币贷款增速仍在下行。**12月对实体经济发放的人民币贷款增加10346亿元，同比少增1112亿元。

图表1：12月实际社融表现没有数据展示的那么好

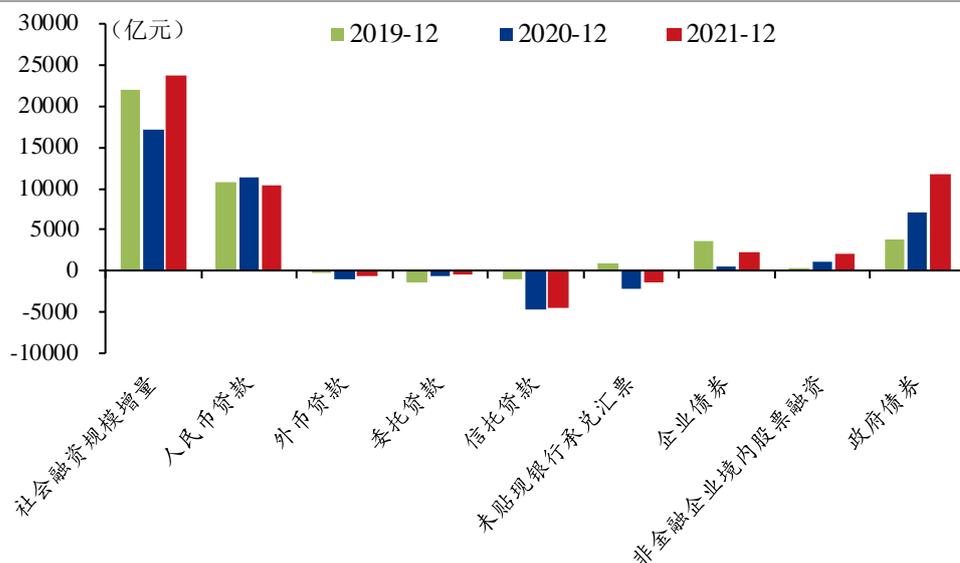


资料来源：Wind、粤开证券研究院



社融主要包括银行贷款、非标融资、直接融资、政府债券四大类。12月新增社融中，政府债券上升，银行贷款回落，非标融资和直接融资表现一般。

图表2：12月新增社融中，政府债券放量，银行贷款回落，其他表现一般



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**非标融资方面**，12月委托贷款减少416亿元，同比少减143亿元；信托贷款减少4580亿元，同比少减40亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1418亿元，同比少减798亿元。

**信托贷款面临资管新规过渡期结束和“两压一降”严监管的双重压力，年底突击完成压降任务。**监管部门于3月和11月两次下发通知，要求各信托公司以2020年底的主动管理类融资信托规模为基础，2021年必须继续压降约20%的比例；通道类业务年底前必须做到应清尽清、能清尽清，通道类信托项目到期的原则上不得展期续作，未到期的应加强与委托方和交易对手的协商争取提前结束。

**银行面临年末监管和业务考核压力，叠加实体经济信贷需求不足，往往通过票据贴现或购买票据来冲抵信贷额度，结果就是未贴现银行承兑汇票下降，表内票据融资上升，票据市场利率大幅下降。**12月表外票据减少1418亿元，表内票据增加4087亿元，国股银票转贴现利率大幅下降，一度跌至接近0%，引发市场广泛关注。



图表3：12月票据市场利率一度跌至接近0%



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**直接融资方面**，12月企业债券净融资 2225 亿元，同比多增 1789 亿元；非金融企业境内股票融资 2118 亿元，同比多增 992 亿元。

12月企业债券净融资额仍低于 2018 和 2019 年同期的 3895 和 3593 亿元，同比大幅多增主因上年同期永煤事件引发信用债市场紧缩。2021 年三季度信用债市场曾受房企信用风险冲击，但随着房地产政策和货币政策边际放松，企业债券融资环境逐步改善。

图表4：2021年下半年企业债收益率先上后下



资料来源：Wind、粤开证券研究院

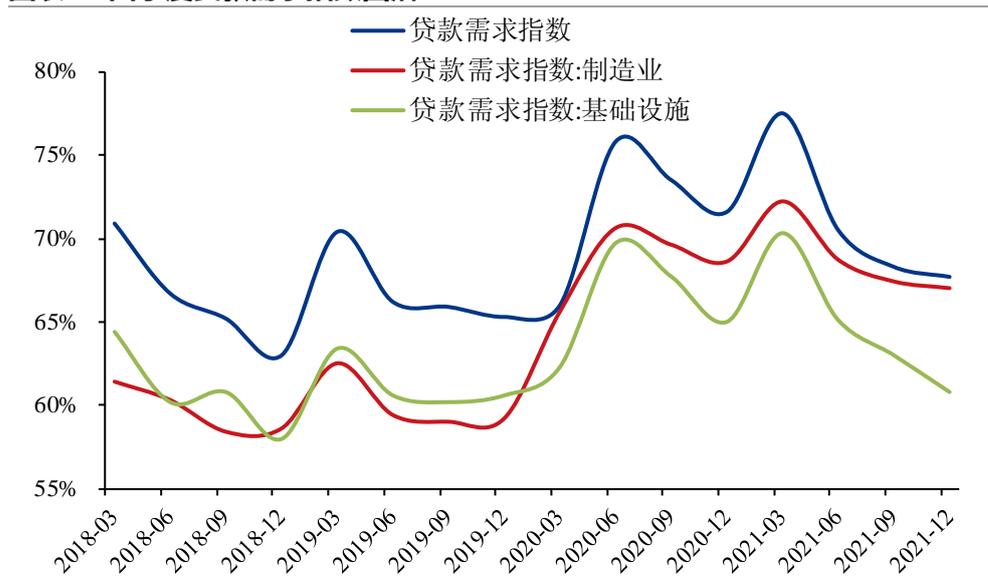


## 二、金融数据反映出当前经济的三大特征

**第一，银行风险偏好和实体经济信贷需求仍然偏低。**12月实体部门的人民币贷款增加10346亿元，同比少增1112亿元。

央行四季度银行家问卷调查显示，贷款总体需求指数为67.7%，比上季下降0.6个百分点，比上年同期下降3.9个百分点。分行业看，制造业、基建、房地产环比分别下降0.4、2.3、0.9个百分点；分企业规模看，大型企业环比上升0.9个百分点，中型、小微企业环比分别下降0.2、1.6个百分点。

图表5：四季度贷款需求指数回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

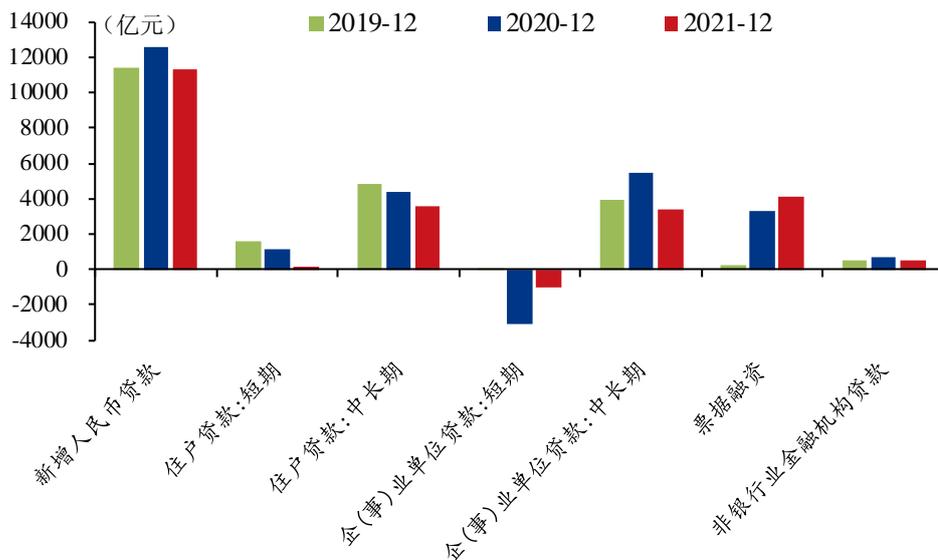
**第二，房地产市场和企业资本开支意愿较为低迷，房地产和制造业投资仍需政策呵护。**

**居民中长期贷款回落。**2021年10月21日，银保监会表示，在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。此后按揭贷款利率、按揭贷款平均放款天数均出现明显回落。然而12月住户中长期贷款同比少增834亿元，中断了此前连续2个月的同比多增，或反映房地产市场尚未有效回暖。

**企业贷款结构仍待改善。**12月企（事）业单位中长期贷款同比少增2107亿元，短期贷款和票据融资同比分别多增2043和746亿元，贷款短期化特征明显。企业的资本开支需要中长期资金配套，中长期贷款回落反映了企业投资扩产意愿仍较为低迷。



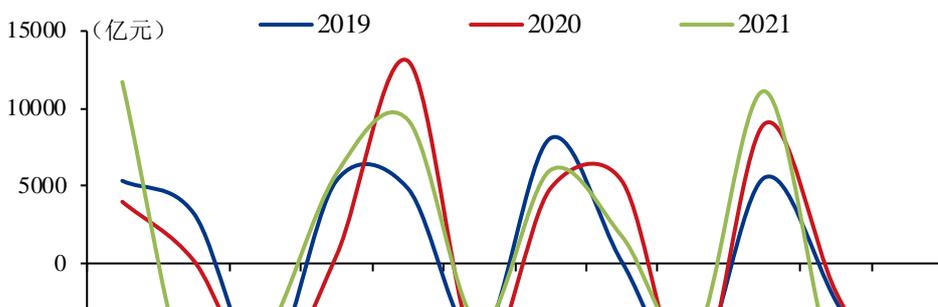
图表6：12月居民和企业中长期贷款回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**第三，财政支出在加快，基建将逐渐发力。**12月财政性存款减少10302亿元，同比多减762亿元，11月同比多减5424亿元。基建将是扩大有效投资的重要抓手，是跨周期调节的重要手段。专项债发行后一般需要三个月左右的时间落实到具体项目，2021年四季度发行的1.21万亿元专项债有望对2022年一季度有效投资形成有力支撑。2022年地方债发行节奏将明显加快，提前下达的1.46万亿元新增专项债额度有望在一季度基本发行完毕。

图表7：2021年四季度财政存款大幅下降



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\\_36002](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36002)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>