

总量研究

信用稳而难宽，政策仍需发力

——2021 年 12 月金融数据点评

要点

事件：2022 年 1 月 12 日，中国人民银行公布 12 月货币金融数据。社融新增 2.37 万亿元，同比多增 6508 亿元，前值 2.61 万亿元，存量同比增速 10.3%，前值 10.1%；人民币贷款新增 1.13 万亿元，同比少增 0.13 万亿元，前值 1.27 万亿元；M2 同比增速 9.0%，前值 8.5%。

核心观点：2021 年 12 月新增社融略低于市场预期，主要支撑项源于直接融资，新增信贷表现依旧疲弱。一方面，政策层对融资严监管在执行过程中不合理行为的纠偏，以及降准、下调支农支小再贷款利率、下调 1 年期 LPR 利率等政策，仍需要一定的传导时间以落地显效。另一方面，疫情等多重因素对实体经济需求端的冲击仍未完全消除，在需求仍有较大不确定性的背景下，实体企业的长期融资意愿受到明显压抑。

向前看，社融增速有望延续回升趋势，但上行幅度有限。一方面，由于 2022 年专项债部分新增额度已于 2021 年 12 月提前下达，预计 2022 年政府债券发行节奏将会整体前置，政府债券发行错位对新增社融的推动作用有望延续至 2022 年二季度初。但与此同时，我们也看到，2021 年四季度人民银行银行家问卷调查显示，贷款需求指数仍然呈现下行态势，表明实体融资需求仍然较为疲弱。叠加永煤信用风险事件对企业债券融资造成的拖累，在 2021 年初便基本得以修复，企业债券融资对新增社融的支撑作用将会逐渐走弱。

市场层面，考虑到当前社融增速企稳的主要支撑，来源于政府和企业债券融资的低基数，宽信用政策效用有限。同时，在经济增速下行压力依然较大，通胀明显回落的背景下，货币政策进一步边际微松的必要性明显上升。若信贷开门红表现不及预期，降息有望在一季度落地。因而，十年期国债收益率有望保持低位窄幅震荡，以待经济基本面和政策面的进一步反应。

社融：直接融资助力社融增速企稳回升

12 月新增社融 2.37 万亿元，基本符合市场预期(Wind 一致预期为 2.43 万亿元)，政府债券、企业债券以及非金融企业境内股票等直接融资，是 12 月新增社融的主要拉动项，其他分项基本符合季节性表现。

从数据层面来看，政府债券、企业债券以及非金融企业境内股票等直接融资，是 12 月新增社融的主要拉动项。其中，政府债券明显多增主要源于 2021 年专项债融资节奏整体滞后，而企业债券明显多增则主要源于 2020 年受永煤信用风险事件拖累所形成的低基数。

信贷：信贷结构有待改善，融资意愿持续低迷

信贷结构有待改善，融资意愿持续低迷。总量上来看，新增信贷相较往年同期表现较为疲弱。12 月新增信贷 1.13 万亿元，与 2020 年同期相比少增 0.13 万亿元，与 2019 年同期相比少增 100 亿元。

结构上来看，票据融资仍是主要的支撑项，企业贷款同比收缩态势并未改善。可以看到，2021 年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例趋势性上行。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwuh@ebscn.com

相关研报

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

理解三季度货政报告的两条主线 —— 2021 年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二（2021-09-02）

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五（2021-08-19）

为什么我们认为四季度可能会降息？—— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一（2021-06-28）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？—— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？—— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？—— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

一、直接融资助力社融增速小幅上行	3
二、信贷结构有待改善，融资意愿持续低迷	5
三、资金活力明显修复，利率有望维持低位	7

图目录

图 1：12 月社融新增与 2020 年同期比较	4
图 2：12 月社融新增与 2019 年同期比较	4
图 3：12 月政府债券融资基数走高	4
图 4：12 月企业债券融资受益于低基数对社融形成支撑	4
图 5：12 月新增人民币贷款表现较为疲弱	5
图 6：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行	5
图 7：12 月信贷新增与 2020 年同期比较	5
图 8：12 月信贷新增与 2019 年同期比较	5
图 9：30 大中城市商品房成交套数季节性缺口再度走阔	6
图 10：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口再度走阔	6
图 11：12 月企业中长期信贷延续疲弱态势	7
图 12：贷款需求指数连续三个季度呈现下行态势	7
图 13：M1 与 M2 同比增速明显回升	7
图 14：国债收益率有望继续维持低位	7

事件:2022 年 1 月 12 日,中国人民银行公布 12 月货币金融数据。社融新增 2.37 万亿元,同比多增 6508 亿元,前值 2.61 万亿元,存量同比增速 10.3%,前值 10.1%;人民币贷款新增 1.13 万亿元,同比少增 0.13 万亿元,前值 1.27 万亿元;M2 同比增速 9.0%,前值 8.5%。

核心观点:

2021 年 12 月新增社融略低于市场预期,主要支撑项源于直接融资,新增信贷表现依旧疲弱。一方面,政策层对融资严监管在执行过程中不合理行为的纠偏,以及降准、下调支农支小再贷款利率、下调 1 年期 LPR 利率等政策,仍需要一定的传导时间以落地显效。另一方面,疫情等多重因素对实体经济需求端的冲击仍未完全消除,在需求仍有较大不确定性的背景下,实体企业的长期融资意愿受到明显压抑。

向前看,社融增速有望延续回升趋势,但上行幅度有限。一方面,由于 2022 年专项债部分新增额度已于 2021 年 12 月提前下达,预计 2022 年政府债券发行节奏将会整体前置,政府债券发行错位对新增社融的推动作用有望延续至 2022 年二季度初。但与此同时,我们也看到,2021 年四季度人民银行银行家问卷调查显示,贷款需求指数仍然呈现下行态势,表明实体融资需求仍然较为疲弱。叠加永煤信用风险事件对企业债券融资造成的拖累,在 2021 年初便基本得以修复,企业债券融资对新增社融的支撑作用将会逐渐走弱。

市场层面,考虑到当前社融增速企稳的主要支撑,来源于政府和企业债券融资的低基数,宽信用政策效用有限。同时,在经济增速下行压力依然较大,通胀明显回落的背景下,货币政策进一步边际微松的必要性明显上升。若信贷开门红表现不及预期,降息有望在一季度落地。因而,十年期国债收益率有望保持低位窄幅震荡,以待经济基本面和政策面的进一步反应。

一、直接融资助力社融增速小幅上行

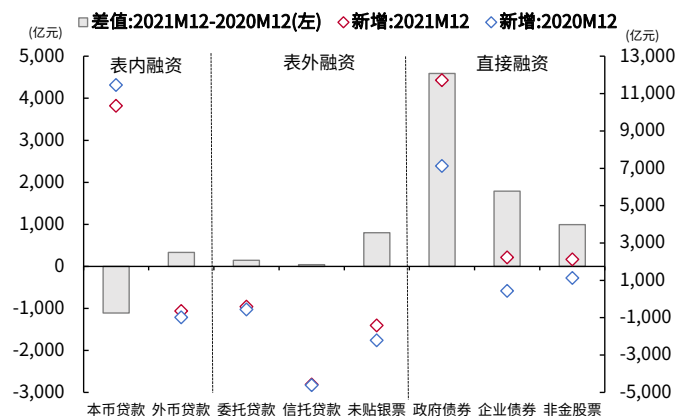
12 月新增社融 2.37 万亿元,略低于市场预期(Wind 一致预期为 2.43 万亿元),政府债券、企业债券以及非金融企业境内股票等直接融资,是 12 月新增社融的主要拉动项,其他分项基本符合季节性表现。

结构上来看,与 2020 年同期相比,12 月表内融资少增 779 亿元,表外融资多增 981 亿元,直接融资多增 7373 亿元。与 2019 年同期相比,12 月表内融资少增 867 亿元,表外融资少增 4958 亿元,直接融资多增 8298 亿元。

从数据层面来看,政府债券、企业债券以及非金融企业境内股票等直接融资,是 12 月新增社融的主要拉动项。其中,政府债券明显多增主要源于 2021 年专项债融资节奏整体滞后,而企业债券明显多增则主要源于 2020 年受永煤信用风险事件拖累所形成的低基数。

12 月新增社融的主要拖累项,则来自于新增人民币贷款同比小幅回落。这主要源于实体经济的活力不足,10 月以来国内本土疫情持续呈现多点散发情形,且波及地区较多,部分行业受到较大影响,总体恢复有所放缓。向前看,疫情更趋复杂,病毒新变种奥密克戎目前已蔓延至多个国家,国内需求面临较高的不确定性。

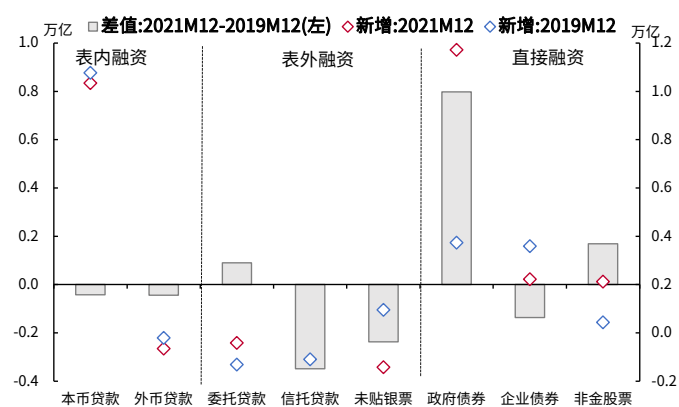
图 1：12 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

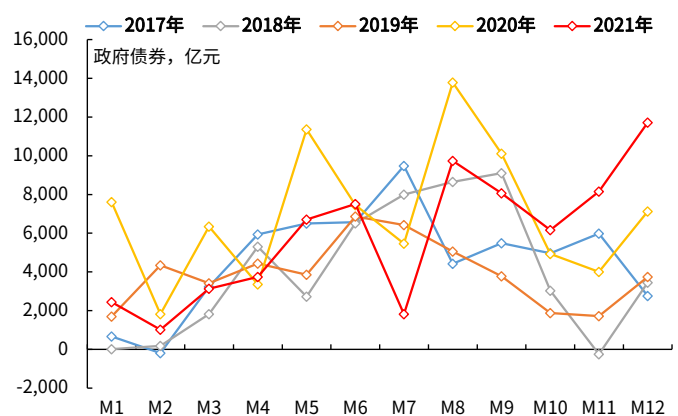
图 2：12 月社融新增与 2019 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

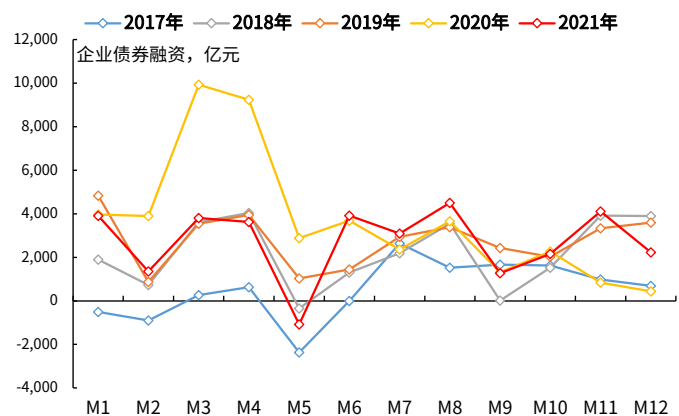
图 3：12 月政府债券融资基数走高



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

图 4：12 月企业债券融资受益于低基数对社融形成支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

展望来看，社融增速有望延续回升趋势，但上行幅度有限。

一是，由于 2022 年专项债部分新增额度已于 2021 年 12 月提前下达，预计 2022 年政府债券发行节奏将会整体前置，政府债券发行错位对新增社融的推动作用有望延续至 2022 年二季度初。

二是，为保持信贷处于合理增速区间，人民银行于 2021 年 12 月，先后下调金融机构存款准备金 0.5 个百分点，释放中长期资金约 1.2 万亿元；下调支农、支小再贷款利率 5BP，进一步释放商业银行盈利空间；引导一年期 LPR 报价利率下调 5BP，降低实体融资成本。在这一系列宽信用措施的引导下，2022 年 1 月信贷开门红有望。

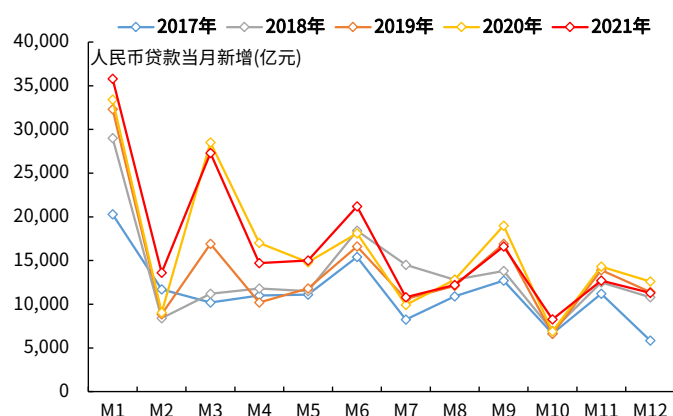
但与此同时，我们也看到，2021 年四季度人民银行银行家问卷调查显示，贷款需求指数仍然呈现下行态势，表明实体融资需求仍然较为疲弱。叠加永煤信用风险事件对企业债券融资造成的拖累，在 2021 年初便基本得以修复，因而，企业债券融资对新增社融的支撑作用将会逐渐走弱。

二、信贷结构有待改善，融资意愿持续低迷

信贷结构有待改善，融资意愿持续低迷。总量上来看，新增信贷相较往年同期表现较为疲弱。12月新增信贷 1.13 万亿元，与 2020 年同期相比少增 0.13 万亿元，与 2019 年同期相比少增 100 亿元。

结构上来看，票据融资仍是主要的支撑项，企业贷款同比收缩态势并未改善。可以看到，2021 年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例趋势性上行。

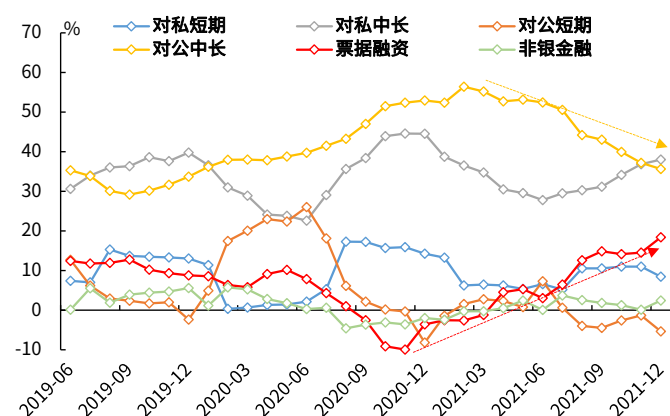
图 5：12 月新增人民币贷款表现较为疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

图 6：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行

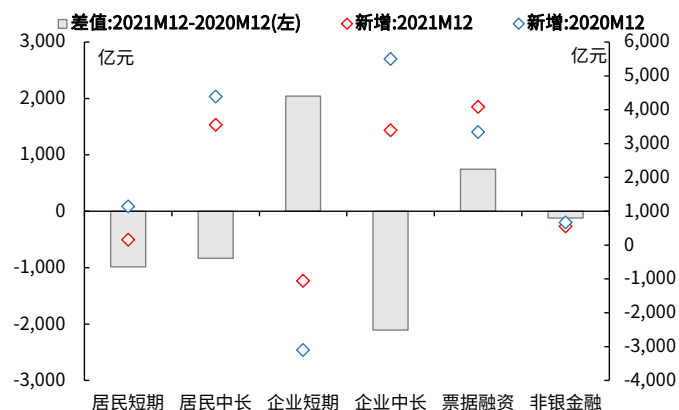


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

数据说明：图中数据为各个分项新增贷款占新增信贷的比例

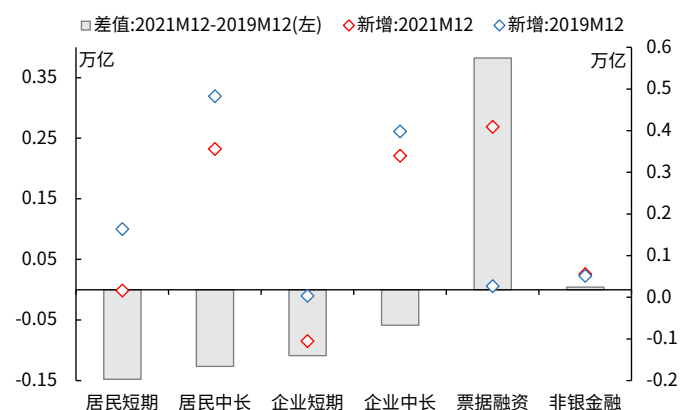
图 7：12 月信贷新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

图 8：12 月信贷新增与 2019 年同期比较



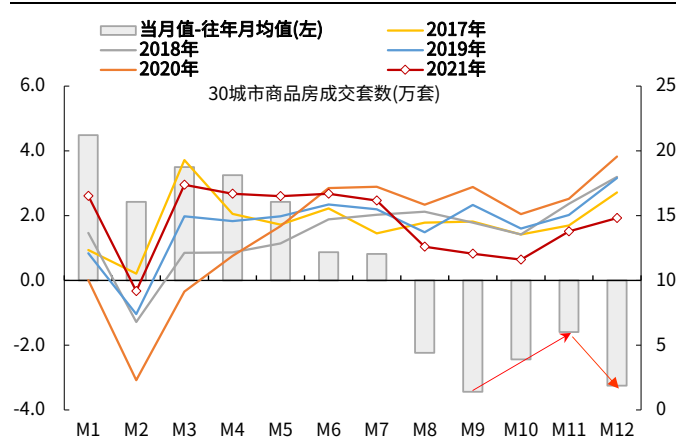
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

居民端来看，一方面，2021年8月份以来，多个地市商业银行对居民端的住房信贷有所放松，但由于强监管的影响仍未完全消除，叠加房地产销售数据仍未改善。因而，以个人住房按揭贷款为主的对私中长期贷款，虽然有所改善，但幅度有限。从30个大中城市的商品房销售数据来看，无论是销售套数，还是销售面积，12月的季节性缺口在连续两个月呈现收敛态势之后再度走阔。

另一方面，2021年6月份以来，新冠疫情本土持续多点散发，尤其是10月份的新一轮新冠肺炎本土疫情，无论是在传播范围上，还是在新增确诊人数上，均表现出明显的增强趋势。在此背景下，社交限制也在一定程度上对居民消费产生了负面影响，进而对居民短期信贷产生拖累。

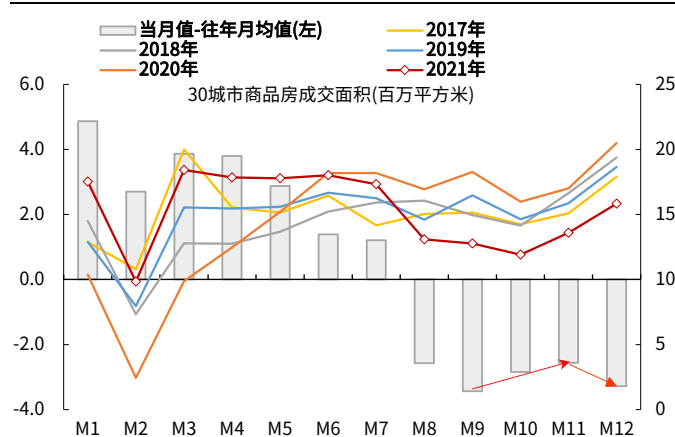
图9：30大中城市商品房成交套数季节性缺口再度走阔



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2017年-2020年当月的均值，数据截至2021年12月

图10：30大中城市商品房成交面积季节性缺口再度走阔



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2017年-2020年当月的均值，数据截至2021年12月

企业端来看，一方面，2021年以来，政策层面对房地产、城投等领域的融资监管明显趋严，虽然9月以来人民银行、银保监会等部委持续对执行过程中出现的“一刀切”等不合理行为进行纠偏，定调“两维护”，但从政策纠偏到落地显效仍需要一定的传导时间。

另一方面，7月以来，在疫情散发、限产限电、原材料涨价等多重因素扰动下，生产、消费、投资等宏观数据总体呈现出下行趋势，表征实体经济景气度的中采制造业PMI连续7个月处于边际下行态势，且9月和10月已经进入荣枯线以下的收缩区域。虽然11-12月制造业PMI有所修复，但推动因素主要源于供给端，需求端仍然较为疲弱。在实体经济增速面临较大趋缓压力的背景下，央行调查贷

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_36004

