

社融增速或起底回升，然信贷结构欠佳

—— 12 月金融数据点评

相关研究：

1. 《实体经济动能下降，票据冲量迹象渐显》 2021.08.16
2. 《社融整体仍处相对底部，分项表现值得关注》 2021.11.15

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-50295364

Email: qizc@xcsc.com

联系人：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件：

2021 年 12 月新增人民币贷款 1.13 万亿元，前值 1.27 万亿元；社会融资规模增量 2.37 万亿元，前值 2.61 万亿元；12 月 M2 同比 9%，前值 8.5%，M1 货币供应同比 3.5%，前值 3.0%。

□ 政府债券同比大增，新增人民币贷款同比降低

本月社融存量同比增速录得 10.3%，或有起底回升之势。社融分项仅新增人民币贷款项同比少增，其余分项均较去年同期有所增长，其中政府债券、企业债券、非金融企业境内股票融资增长明显。政府债券同比大幅增加主要与专项债密集发行有关；企业债券同比增加较快主要由于去年同期基数较低。新增信托贷款和委托贷款虽然同比录得正增长，但表现低于预期，均录得负值，原因一方面与非标持续压降有关，另一方面不少非标产品希望赶在资管新规过渡期结束前进行偿还，因此本月集中到期规模较大。

□ 信贷结构欠佳，票据冲抵特征明显

12 月新增人民币贷款 1.13 万亿元，较上月减少 0.13 万亿元，主要受居民户新增人民币贷款需求下降所致，居民户 12 月贷款 0.37 万亿元，较上月 0.73 万亿元水平近乎腰斩，居民信贷需求的下降主要与前两月需求的集中释放有关，而伴随前期积压的按揭需求得到集中释放，叠加房地产刺激政策的减少，本月居民中长期人民币贷款略显后劲不足。此外，票据冲抵是本月信贷结构的另一重要特征。在实体融资需求下降的情况下，票据融资规模大增。

□ 居民企业存款同比多增推动 M2 升高

居民户按揭需求下降叠加实体融资需求不旺导致居民和企业存款同比多增，推动 M2 同比回升。而 M1 同比增速目前仍处于低位，表明资金活性欠佳，这也与当前宏观经济环境不景气有关。

展望未来，2022 年经济稳增长压力不减，但奥密克戎病毒毒性减轻或对全球供应链稳步复苏影响有限，大宗原材料价格回落对企业成本的改善形成支撑，进而可能增加其扩产意愿，表现为信贷结构的改善，而居民户信贷结构的改善与未来地产政策的边际变化关系密切。此外，财政部已提前下达 1.46 万亿元的专项债额度，明年基建投资或可期待。

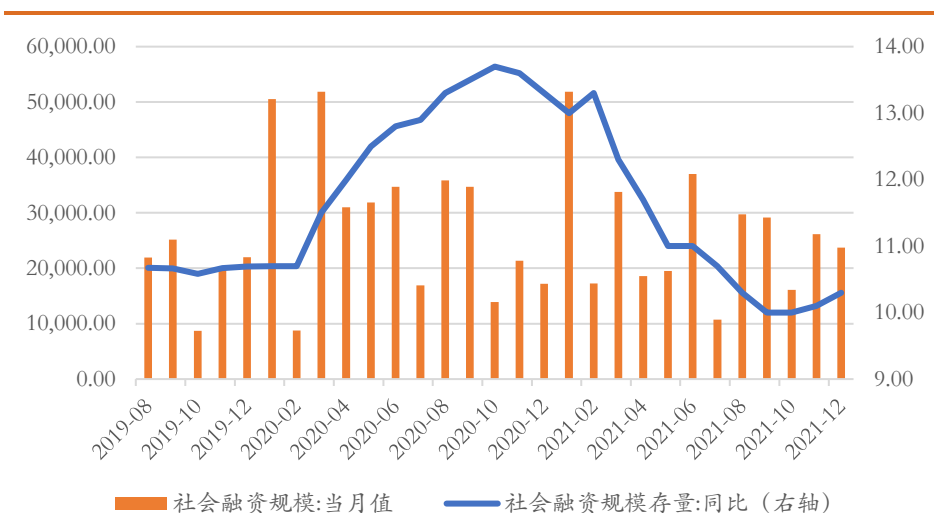
□ 风险提示

奥密克戎病毒对全球供应链复苏的不确定性；政策超预期。

1 政府债券同比大增，新增人民币贷款同比降低

2021 年 12 月社会融资规模增量 2.37 万亿元，较上月少增 0.24 万亿元，去年同比多增 0.65 万亿元。从存量规模同比角度看，在 2021 年 9~10 月连续两月保持同比 10% 低增速后，11 月录得 10.1%，12 月继续上扬 0.2pct 录得 10.3%。社融增速或有起底回升之势。

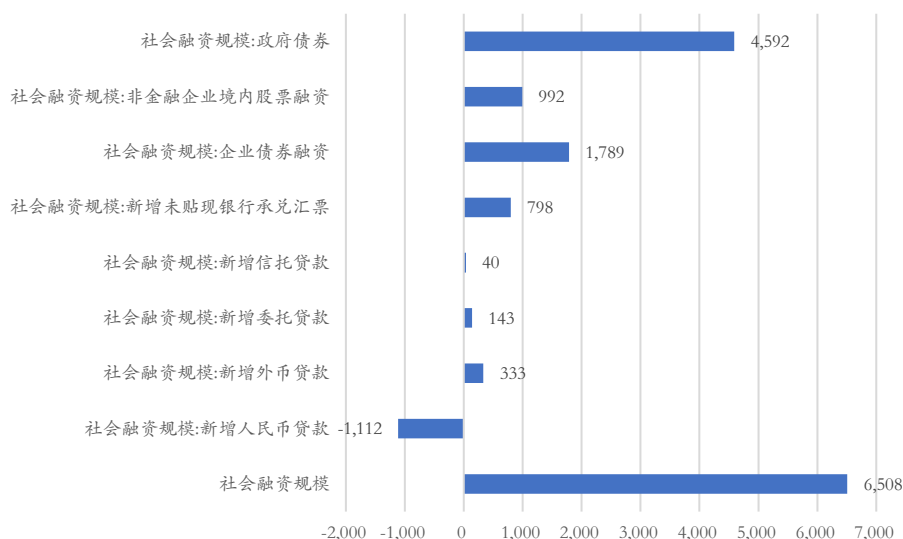
图 1 社融规模当月值及存量同比（亿元，%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

12 月新增政府债券 1.17 万亿元，同比去年多增 0.46 万亿元；12 月新增企业债券 0.22 万亿元，同比去年多增 0.18 万亿元；12 月非金融企业境内股票融资 0.21 万亿元，同比去年多增 0.10 万亿元；12 月新增人民币贷款 1.03 万亿元，同比去年少增 0.11 万亿元。从同比角度看，社融分项中仅新增人民币贷款项同比少增，其余分项均较去年水平有所增长，其中政府债券、企业债券、非金融企业境内股票融资增长明显。

图 2 12 月社融分项同比去年增减 (亿元)

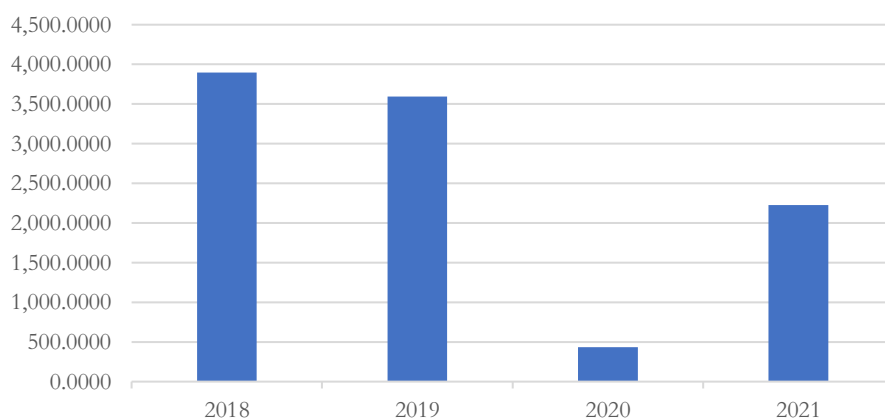


资料来源：湘财证券研究所、Wind

进一步分析社融分项差异的原因。第一，政府债券同比大幅增加主要是与专项债密集发行有关，在 2020 年前三季度政府债券发行偏慢的背景下，2020 年四季度明显提速。

第二，企业债券同比增加较快主要由于去年同期基数较低，2020 年末受永煤事件冲击影响，市场舍企业债而增配城投债的情绪发酵，由此企业债券融资环境步入冰点，去年同期企业债券融资规模仅 0.04 万亿元。对比过去三年数据发现，本月新增企业债券表现中规中矩，并没有反季节性的突出表现。

图 3 近三年 12 月新增企业债券融资 (亿元)



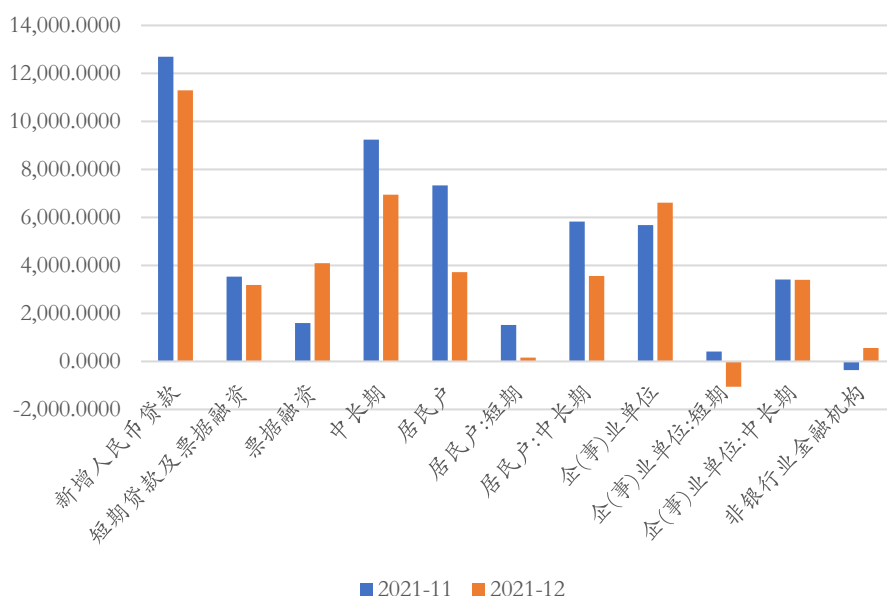
资料来源：湘财证券研究所、Wind

第三，新增信托贷款和委托贷款虽然同比录得正增长，但当月表现低于预期，分别录得-0.49 万亿和-0.04 万亿。表现不佳的原因一则与非标持续压降有关，二则本月正值资管新规过渡期结束时点，不少非标产品希望赶在过渡期结束前进行偿还，因此本月集中到期规模较大。

2 信贷结构欠佳，票据冲抵特征明显

12 月新增人民币贷款 1.13 万亿元，较上月减少 0.13 万亿元，主要受居民户新增人民币贷款需求下降所致，居民户 12 月贷款 0.37 万亿元，较上月 0.73 万亿水平近乎腰斩，其中居民短期贷款减少 0.14 万亿，中长期贷款减少 0.23 万亿。我们认为居民信贷需求的下降主要与前两月需求的集中释放有关，在楼市政策端边际回暖的情况下，上两月居民融资需求强劲，尤其与按揭强相关的中长期贷款表现抢眼，10 月录得 0.42 万亿元，11 月录得 0.58 万亿元，而伴随前期积压的按揭需求得到集中释放，叠加房地产刺激政策的减少，本月居民中长期人民币贷款略显后劲不足，仅录得 0.36 万亿元。

图 4 新增人民币贷款及其分项表现比较（万亿）

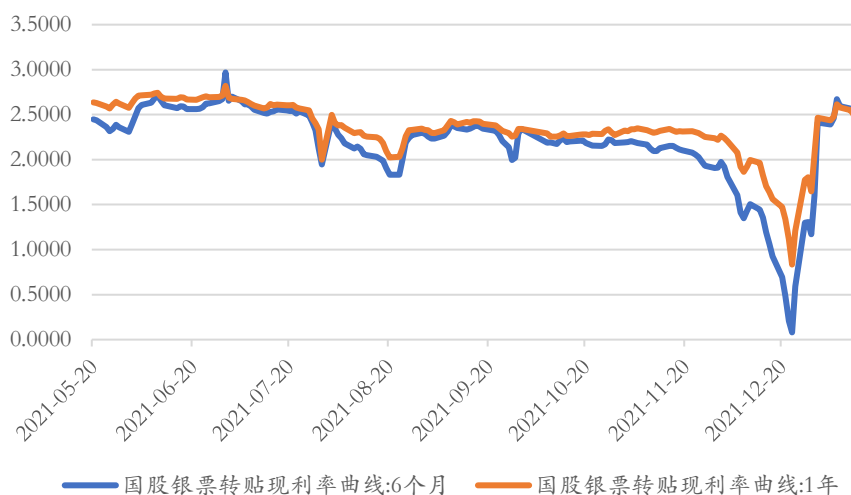


资料来源：湘财证券研究所、Wind

此外，票据冲抵是本月信贷结构的另一重要特征。在实体融资需求下降的情况下，票据融资规模大增。12 月票据融资录得 0.41 万亿元，较 11 月多

增 0.25 万亿元，较 10 月多增 0.29 万亿元。金融机构对票据的热情反映为票据利率迅速走低，国股半年期转贴现利率在 12 月中下旬一度触及零点（2021/12/13 国股银票转贴现利率报收 0.08%）。

图 5 12 月票据转贴现利率迅速走低 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

一方面，实体经济融资需求萎靡，导致银行通过票据冲抵信贷规模的动力增强，从贷款需求指数的向下趋势就可以得到验证；另一方面，银行为准备明年的开门红，会倾向于年末储备信贷项目，后置于明年进行投放，因此会通过票据而非信贷来满足今年的考核要求。

图 6 贷款需求指数 (%)



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_36025

