

财政托底“宽信用”

——2021 年 12 月金融数据点评

12 月我国新增社融 2.37 万亿（预期值 2.43 万亿），新增人民币贷款 1.13 万亿（预期值 1.24 万亿），均不及市场预期。M2 同比增长 9%（预期值 8.7%），高于市场预期。

一、信贷：总量回落，结构有待改善

12 月新增人民币贷款环比季节性回落 0.14 万亿至 1.13 万亿，同比少增 0.13 万亿，显著低于季节性（过去三年同期平均多增 0.23 万亿），信贷结构也有待改善。具体来看，有三个方面值得关注：

一是实体经济融资需求依然较弱，企业中长贷连续 6 个月同比少增。新增企业贷款同比多增 0.07 万亿，环比多增 0.09 万亿，但中长贷同比少增 0.21 万亿元，环比基本持平，占比降至 52.8%（前值 62.9%），反映制造业、地产和基建领域中长期融资需求仍然疲弱。

二是房地产销售疲弱，居民贷款增长回落。新增居民贷款同比少增 0.19 万亿。其中居民短贷同比少增 0.1 万亿，反映居民消费仍受疫情反复拖累；居民中长贷同比少增 0.08 万亿，折射出尽管房地产风险边际缓释，但居民观望情绪仍较浓，借贷意愿不足，12 月房地产销售面积跌幅边际扩大。

三是在融资需求不足的背景下，短期融资（企业短贷和表内票据）表现显著好于中长期融资。年末票据冲量导致转贴现利率持续下降，表内票据融资对企业短贷形成部分替代。企业短贷当月减少 0.11 万亿，同比多增 0.2 万亿；票据融资当月增加 0.41 万亿，同比多增 0.07 万亿，已连续 7 个月多增。

二、社融和货币：社融-M2 剪刀差重回收敛

12 月新增社融 2.37 万亿，同比增长 0.65 万亿，创下历史同期新高。主要是受到政府债发行加速和企业直接融资回暖的推动：

一是在去年财政后置特征下，12 月政府债发行环比回升，融资规模明显强于 2020 年同期。政府债券融资新增 1.17 万亿，环比上升 0.36 万亿，同比多增 0.46 万亿，贡献了七成社融同比增量。

二是企业直接融资持续回暖。企业直接融资新增 0.43 万亿，同比增加 0.28 万亿，环比少增 0.1 万亿。其中债券融资受低基数影响同比多增 0.18 万亿，股权融资同比多增 0.1 万亿。

三是资管新规制约之下，非标融资持续压缩。非标当月减少 0.64 万亿。其中，未贴现银行承兑汇票同比少减 0.08 万亿，委托贷款和信托贷款基本持平。

12 月 M2 增速环比上升 0.5pct 至 9%，高于市场预期值 8.7%，主要受全面降准和财政投放增加提振。12 月财政存款减少 1.03 万亿（同比减少 0.08 万亿），政府净融资多增更加凸显出岁末财政投放力度加大。非银存款减少 0.38 亿（同比少减 0.18 万亿）。居民存款增加 1.89 万亿（同比增加 0.22 万亿），企业存款增加 1.37 万亿（同比增加 0.27 万亿）。M1 增速环比回暖 0.5pct 至 3.5%，M2 与 M1 间的剪刀差持平于 5.5%。同时，社融-M2 剪刀差环比下降 0.3pct 至 1.3%，广义流动性缺口重回去年下半年以来的缩窄态势，指向银行负债端压力进一步下降。

三、债市影响：收益率震荡下行

12 月至今债券市场收益率继续震荡下行，10 年国债收益率再次跌破 2.8%，信用债市场下行更为显著，3 年 AAA 中票到期收益率下行近

17BP 至 2.88%。信贷走弱、市场流动性宽松、降息预期增加均推动收益率再下一城，具体来看：

一是市场对于央行降息的预期明显增强。继 12 月初央行宣布全面降准并下调支农支小再贷款利率后，12 月 20 日央行下调 1 年期 LPR 利率 5BP 至 3.8%，引发市场对于未来进一步降息的强烈预期，债券收益率随后阶段性下行，10 年国债从 LPR 降息前的 2.85% 下行至年末 2.77% 的低位。

二是市场流动性总量充裕推高机构融资杠杆。12 月央行继续通过 OMO 投放跨年短期流动性，操作规模 8,800 亿元，叠加年末财政资金集中大量投放，资金面总体宽松，DR001 和 DR007 中枢分别稳定在 1.87% 和 2.16% 的偏低水平。在流动性宽松的稳定预期下，银行间质押式回购成交规模显著提高，12 月超过 110 万亿的历史高位，推动债券收益率下行。

四、前瞻：一季度社融增速或延续回暖

总体来看，12 月企业和居民部门信贷需求虽仍较弱，但在政府债和企业直融的推动下，新增社融仍然持续回暖，同比增速上行 0.2pct 至 10.3%。企业中长贷延续弱势，居民中长贷边际走弱，票据融资相应走高。央行全面降准和财政存款加速投放是 M2 的主要支撑因素。

前瞻地看，“三重压力”下，在美联储开启加息周期前的窗口期，“宽信用”政策仍然可期，如何激活实体融资需求将成为关键。考虑到央行强调“增强信贷总量增长的稳定性”，一季度社融增速或将延续回暖。财政仍将是社融增长的主要支撑因素：一是 2021 年四季度落地的 1.2 万亿专项债；二是提前下达的 1.46 万亿专项债额度；三是去年约 1.4 万亿结转结余资金。此外，财政支出还将撬动基建领域融资需求，在“宽

信用”的大环境下引导信贷边际好转。此外，“稳货币”政策基调下，M2 增速亦有望保持平稳。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 张巧栩)

图 1：12 月信贷增量处于历史同期较高水平

信贷的季节性

— 2020 — 2021

图 2：新增人民币贷款及构成

新增人民币贷款及构成

■ 居民 ■ 非银行金融机构 ■ 非金融企业

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_36028

