



2021 年 12 月社融同比 10.3%，连续两个月回升，印证了宽信用的判断。

2021 年 12 月金融数据反映目前信用和货币条件偏宽，其中信用条件改善融资的驱动力主要来自城投和政府加杠杆；M1 和 M2 同步改善反映企业部门（尤其国企部门）现金流有所改善。

➤ **当前信用和货币条件改善，更多驱动力来自融资供给放开。**

第一个证据来自票据融资持续改善，银行信贷额度较为充足时惯用票据冲量。

第二个证据来自城投和国有房企债券融资改善，这两个部门目前信用资质较好，融资需求能够得到充分满足，说明融资供给不存在约束。

➤ **未来信用扩张的弹性大小，取决于融资需求能否有效扩张。**

过去三个月社融增速回升幅度不高（仅走高 0.3 个百分点），融资需求扩张较弱。首先是居民信贷需求仍未显著修复，其次是民营房企融资仍面临一定压力。

➤ **期待一季度窗口期地产政策放松，地产融资需求回归。**

当前地产企业面三个压力，一是债务融资压力，二是销售回款压力，三是金融机构风险偏好约束。缓解三大压力的首要步骤是改善房地产销售预期。

地产从销售到投资，两个环节存在二至三个季度的传导时滞。今年一季度地产行业债券到期规模显著高于往年同期水平，地产企业一季度将面临较高流动性压力。

此外，目前美国缩表和加息节奏似乎有所加快。内外环境决定了今年一季度是不可多得的稳地产窗口期。

风险提示：疫情发展超预期；对央行货币政策理解不到位；地产政策放松不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 宽信用和宽货币如期而至	3
2 当前融资供给已经明显放开	4
3 信用扩张弹性取决于融资需求	5
4 期待一季度窗口期地产政策进一步放松	6
5 风险提示	6
插图目录	7

2022 年 1 月 12 日，央行公布 2021 年 12 月金融数据。新增人民币贷款 1.13 万亿元，新增社融 2.37 万亿元。社融存量同比 10.3%，前值 10.1%；M2 同比 9.0%，前值 8.5%；M1 同比 3.5%，前值 3.0%。

1 宽信用和宽货币如期而至

本轮地产下行可从 2021 年 7 月算起。过去大半年地产数据快速下滑，金融端口政策在 10 月开始调松融资供给。融资供给放开后，信用条件结束了连续七个月的收紧，社融同比终于在 2021 年 10 月迎来企稳。自此信用条件企稳，**我们也在 2021 年 10 月金融数据解读《社融企稳了》中明确提示信用条件企稳，并判断“政策对地产销售的调控思路有所转变”，“金融机构调松信用供给”。**

最近两月，社融同比连续回升，12 月社融同比较 11 月进一步走高 0.2 个百分点。与此同时，货币端的 M1 和 M2 也双双改善，两者同比相较于上月均提升 0.5 个百分点，企业和居民现金流问题有所缓解。**先不讨论当前社融和货币增速是否符合市场预期，至少 12 月金融数据反映当前信用和货币条件偏宽。**

细看结构，12 月信用条件改善主要融资驱动力来自城投和政府加杠杆。12 月政府债券发行同比多增 4592 亿元，企业债券融资同比多增 1789 亿元，是社融同比多增的主要拉动项。其中国债和地方政府一般债净发行较多，而专项债同比多增仅 520 亿元。企业债券融资多增的逻辑与 11 月类似，主要是城投债净融资拉动。

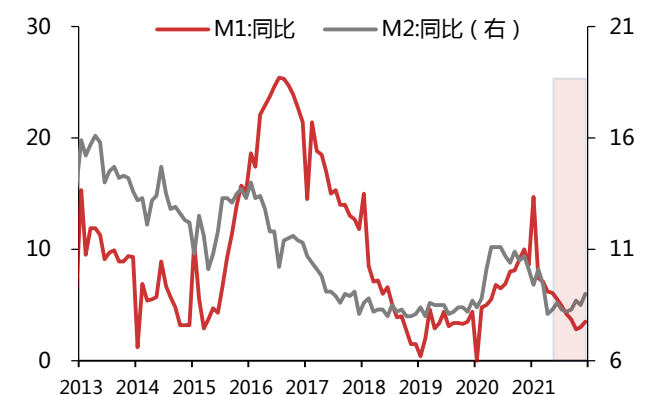
本月 M1 和 M2 同步改善反映企业部门（尤其国企部门）现金流有所改善。值得注意的是，当前信用扩张的背后，国企地产企业融资条件改善较快，M1 增速较快，不排除是国企部门流动性较为充裕所致。后续 M1 增速走势如何，我们将保持跟踪。

图 1：社融增速继续回升（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：M1 和 M2 同比增速继续回升（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 当前融资供给已经明显放开

当前信用和货币条件改善，更多驱动力来自融资供给放开，有两点证据。

第一，票据融资持续加码，显示银行信贷额度相对充足。

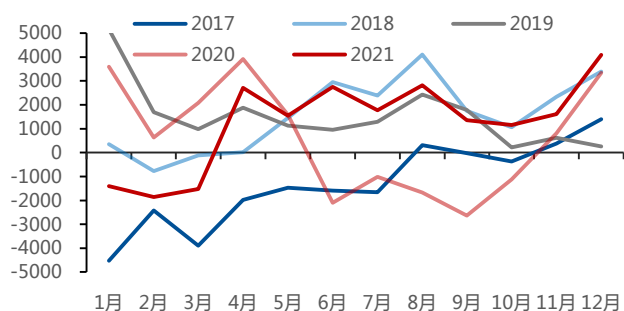
去年6月票据融资同比转为多增，随后票据融资持续扩张。12月新增票据融资4087亿元，为过去五年次高值。此外，12月票据转贴利率一度降至0附近，侧面印证银行冲信贷指标的动力较足。当前银行对公信贷额度或许并不存在短缺。

第二，本月城投和国有房企债券融资也相对充裕。

根据wind债券板块数据，2021年12月城投债净融资2097亿元，连续两个月高于2000亿元，上一次出现类似情形是2020年3月-4月经济快速复苏时期。同时，国有房企债券融资延续11月以来的回暖势头，债券融资规模和数量基本持平于上月。

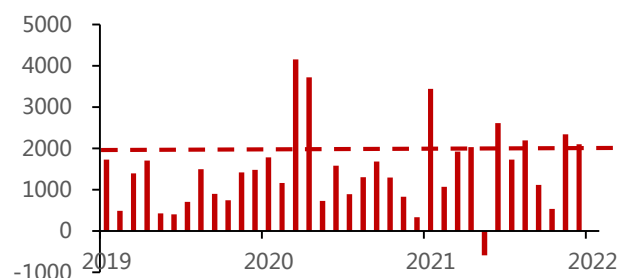
提示一点，12月信托贷款新增-4580亿元，缩量规模显著超过其他月份，但这并不意味着12月非标融资收缩。事实上，近三年来，每年年初监管对信托贷款有压降规模指标，造成了年底考核前指标冲量的现象。2021年12月单月信托贷款大规模压降与2020年12月类似，当时单月信托贷款净融资-4620亿元，比2021年12月缩量更多。

图3：12月票据融资为近年次高（单位：亿元）



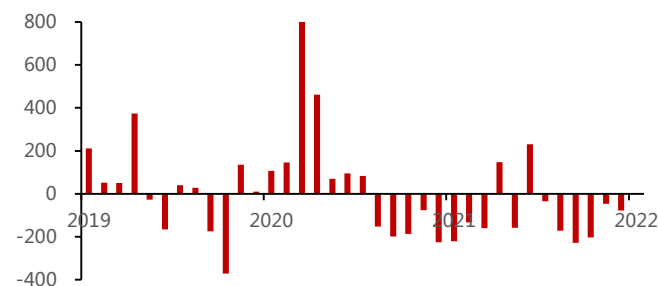
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：城投债净融资规模持续回暖（单位：亿元）



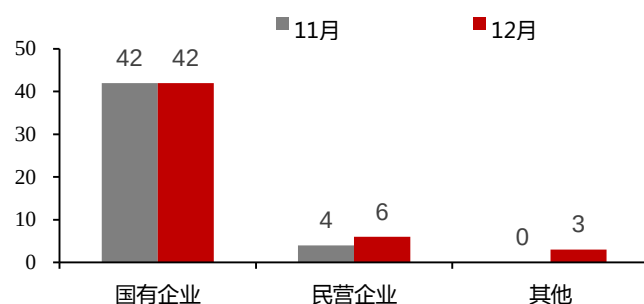
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：房地产信用债净融资规模（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年 12 月房地产债发行数量（单位：笔）



资料来源：wind，民生证券研究院

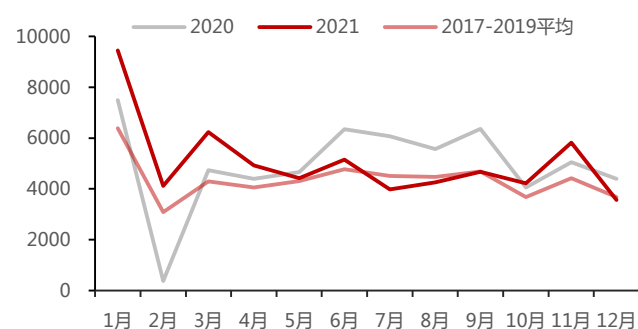
3 信用扩张弹性取决于融资需求

从 2021 年 10 月起算，社融已经三个月企稳回升。然而必须承认的是，过去三个月社融增速回升幅度不高（仅走高 0.3 个百分点），融资需求扩张较弱。

首先是居民信贷需求仍未显著修复。之前 10 月和 11 月居民中长贷转好，很可能是因为存量购房贷款审批加快，原本审批进度受阻的居民信贷有所放量，所以融资数据好转较快。12 月居民中长期信贷有所走弱，或许意味着当前实际购房需求还未显著修复。

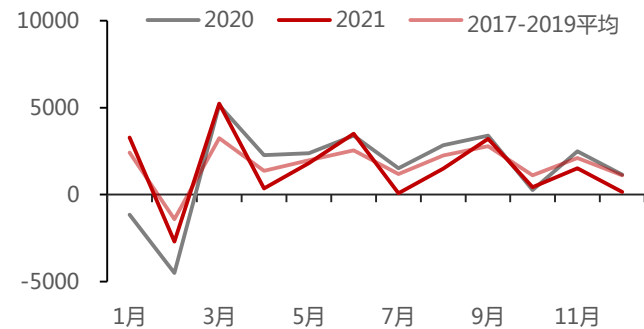
其次是民营房企融资仍面临紧约束。Wind 债券板块数据显示，11 和 12 月民营房企信用债分别发行 4 笔和 6 笔，几乎没有太大增量。尽管 11 月以来地产债券融资放宽，但实际完成债券融资的民营房企并不多。金融机构仍然忧虑民营房企的信用资质，民营房企融资需求仍然面临一定压力。

图 7：12 月居民中长贷偏弱（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：12 月居民短期贷款偏弱（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 期待一季度窗口期地产政策进一步放松

数据显示当前中国地产各个环节指标读数均明显弱于正常水平。其中去年下半年以来单月的销售、拿地和投资同比已经与 2008 年全球金融危机时期相当。

当前地产企业面三个压力，一是债务融资压力，二是销售回款压力，三是金融机构风险偏好约束。缓解三大压力首要步骤是改善房地产销售预期。

地产从销售到投资存在二至三个季度的传导时滞。今年一季度地产行业债券到期规模显著高于往年同期水平，地产企业一季度将面临较高流动性压力。此外，目前美国缩表和加息节奏似乎有所加快。内外环境决定了今年一季度是不可多得的稳地产窗口期。我们期待一季度或见到更多地产放松政策。

5 风险提示

1) 疫情发展超预期。本轮疫情影响超过预期，或使得一季度经济下行压力进一步加大，货币政策宽松力度进一步加大。

2) 对央行货币政策理解不到位。央行逆周期调节政策执行方式多种多样，本文可能对央行货币政策未能充分理解，从而出现错误的判断和解读。

3) 地产政策放松力度不及预期。房地产调控政策作为长效调控机制，可能未来并不会明显放松。

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_35970

