

年末信贷依然偏弱，宽信用过程主要由债券融资推动

—— 2021 年 12 月金融数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2022 年 1 月 12 日，央行公布数据显示，2021 年 12 月新增金融机构人民币贷款 1.13 万亿，环比少增 1400 亿，同比少增 1234 亿；12 月末人民币贷款余额同比增速为 11.6%，分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 1.2 个百分点。

12 月社会融资规模增量为 2.37 万亿元，比上年同期多 7206 亿元；12 月末社会融资规模存量同比增长 10.3%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个百分点和低 2 个百分点。

12 月末，M2 同比增长 9.0%，增速比上月末高 0.5 个百分点，比上年同期低 1.1 个百分点；M1 同比增长 3.5%，增速比上月末高 0.5 个百分点，比上年同期低 5.1 个百分点。

主要观点：

整体上看，12 月金融数据显示当前宽信用进程有所加快，近期主要由政府债券融资驱动；经济下行压力较大背景下，信贷供需两端都较为低迷，结构持续恶化。这意味着 12 月央行全面降准、1 年期 LPR 报价下调确有很强的针对性，针对实体经济的逆周期调控需要持续发力。

12 月信贷表现偏弱，体现于受企业信贷需求难以快速改善、银行风险偏好较低、房地产市场持续下滑，以及年末部分银行可能会为下一年“开门红”预留项目等因素影响，当月信贷增速下行，且存在明显的票据冲量现象，信贷结构短期化特征加剧。

12 月社融同比较大大幅度多增，带动月末社融存量增速继续小幅反弹，但从分项看，这主要受政府债券融资和企业债券融资拉动，原因分别是“财政后置”和上年同期企业债券因违约事件冲击而发行受阻，尚不足以印证“宽信用”预期充分兑现。

12 月末 M2 增速回升明显，主要是受上年同期基数快速走低驱动，同时当月财政支出加快，财政存款同比多减也是一个原因。12 月末 M1 增速反弹，也主要是受上年基数下行带动。当前 M1 增速明显偏低，既与楼市处于“寒潮期”直接相关，也体现当前经济下行压力较大，实体经济活跃度下降。

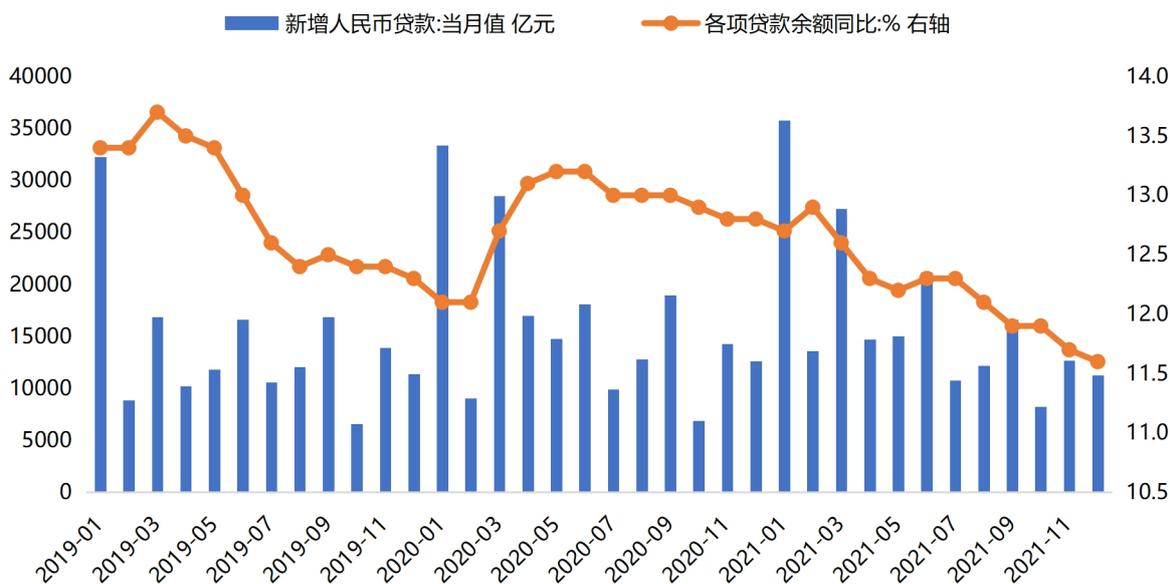
展望未来，伴随宏观政策持续向稳增长方向微调，特别是房地产融资环境回暖，2022年1月信贷和社融增速有望同步加快，特别是信贷低迷过程将会扭转——我们预计2022年1月信贷“开门红”特征将更为明显。另外，2022年地方政府专项债额度恢复提前下达，一季度社融增速也会持续加快。我们判断，后续宽信用进程将从政府融资发力转向企业和政府融资双轮驱动。这将为今年上半年稳定宏观经济大盘，对冲需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力提供重要支撑。

具体分析如下：

一、受企业信贷需求难以快速改善、银行风险偏好较低、房地产市场持续下滑，以及年末部分银行可能会为下一年“开门红”预留项目等因素影响，12月信贷增长仍弱，且存在明显的票据冲量现象，信贷结构短期化特征加剧。

12月新增人民币贷款1.13万亿，环比季节性少增1400亿，同比也少增1234亿元，拖累月末贷款余额增速较上月末下滑0.1个百分点至11.6%，续创2002年6月以来新低。

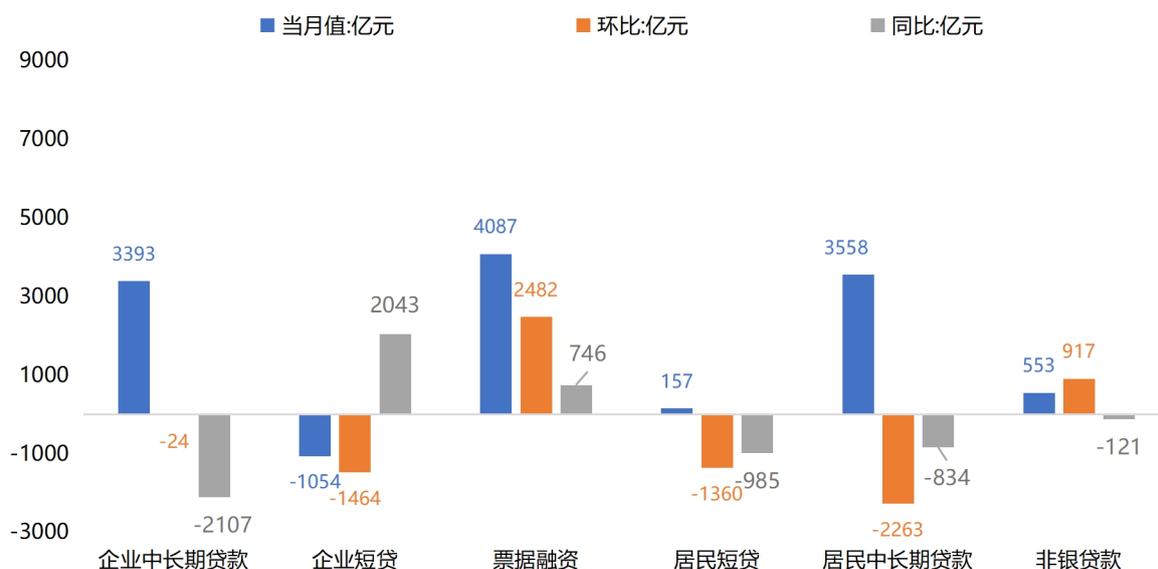
图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND，东方金诚

从分项来看，12月仅票据融资和非银贷款环比多增，其他各类贷款均现环比少增；同比方面，当月除票据融资同比多增746亿、企业短贷同比少减2043亿外，其他各类贷款新增规模均不及上年同期，其中，直接对标实体经济有效融资需求的企业中长期贷款同比少增2107亿，对标房地产市场需求的居民中长期贷款同比少增834亿，折射出当前经济运行仍面临比较大的下行压力。

图 2 12 月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚

我们认为，12 月央行再度降准、1 年期 LPR 报价下调接踵而至，政策发力“宽信用”意图明显，但当月信贷增长仍弱，且信贷结构短期化特征加剧，主要原因有三：一是稳增长政策动员到具体措施落地再到实际见效需要一段时间，企业信贷需求难以快速改善，制约企业中长期贷款放量。二是在经济下行压力较大、房地产领域信用风险持续暴露的情况下，银行风险规避情绪浓烈，更愿意采用风险较小的票据融资方式达到贷款额度要求，特别是通过票据满足中小企业信贷投放的考核指标。另外时值年末，部分银行可能会为下一年初“开门红”预留合意项目。

图 3 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚

三是尽管房地产相关信贷政策有所松动，但房地产市场下滑态势仍未止步，12月以房贷为主的居民中长期贷款同比少增即与当月商品房销售同比负增相一致。这表明，此前两个月居民中长期贷款恢复同比多增可能与前期政策偏紧时积压的抵押贷款需求集中释放有关，而非受新增贷款需求提振。此外，12月居民短贷同比少增985亿，已连续两个月同比较大幅度少增，或与国内疫情再起、扰动居民消费有关。

二、12月社融同比较大幅度多增，带动月末社融存量增速继续小幅反弹，但从分项看，这主要受政府债券融资和企业债券融资拉动，原因分别是“财政后置”和上年同期企业债券因违约事件冲击而发行受阻，尚不足以印证“宽信用”预期充分兑现。

12月新增社融2.37万亿，环比季节性少增2441亿，同比多增7206亿，支撑月末社融存量增速较上月末小幅加快0.2个百分点至10.3%，延续了上月以来的回升态势，但仍处有该项数据记录（2003年末）以来的偏低水平。

图4 社会融资规模增长状况

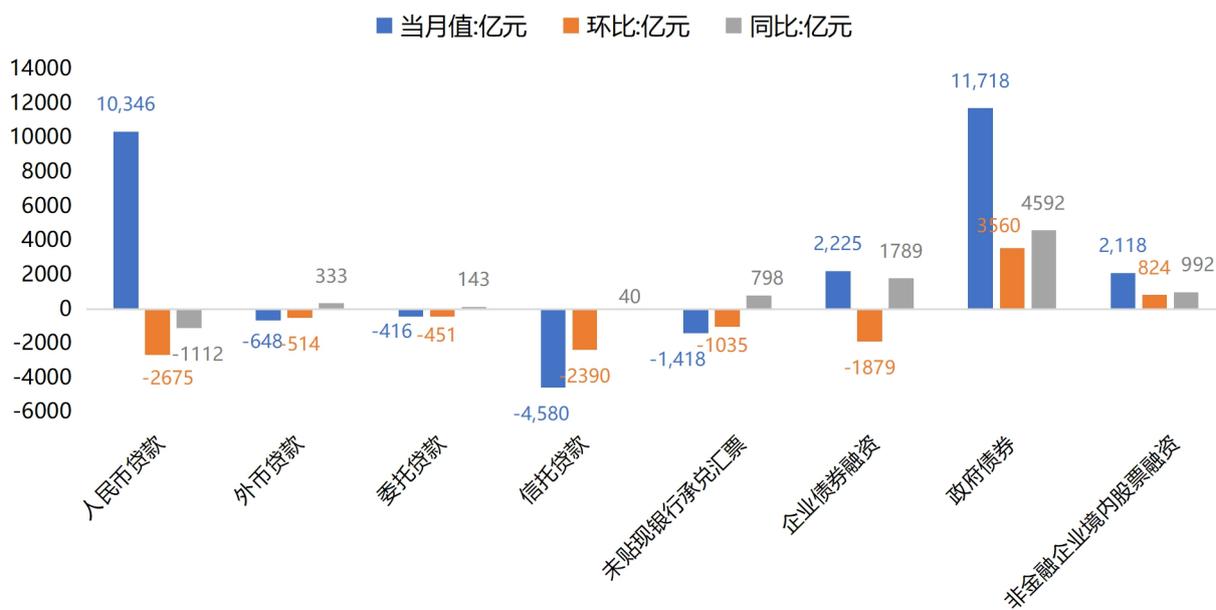


数据来源：WIND，东方金诚

从社融分项来看，12月仅政府债券融资和股票融资环比多增，其他各分项均现环比少增。同比方面，除投向实体经济的人民币贷款同比少增1112亿外，当月其他分项同比均现多增或少减，主要拉动项是债券融资的同比大幅放量。其中，由于2021年政府债券发行节奏后置，往年通常四季度就已收官的新增专项债发行持续至12月，国债净融资同比也有所增加，带动政府债券融资同比多增4592亿，贡献了当月社融同比多增规模的71%；同时，由于2020年11月大型地方国企违约事件导致年底两个月信用债净融资大幅收缩，低基数影响下，2021年12月企业债券融资同比多增1789亿。表外融资方面，12月已进入资管新规延长最后阶段，信托贷款压降速度环比加快；

同时，当前经济处于下行期，表外票据融资延续负增符合一般规律。整体上看，如剔除因发行节奏后置而同比大幅多增的政府债券融资以及因上年同期基数畸低而同比较大幅度多增的企业债券融资，12月社融同比仅小幅多增127亿。我们认为，这意味着当前仍处在信用触底企稳阶段，尚不足以认定“宽信用”预期已得到充分兑现。

图5 12月社融各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚

三、12月末M2增速回升明显，主要是受上年同期基数快速走低驱动，同时当月财政支出加快，财政存款同比多减也是一个原因。12月末M1增速反弹，也主要是受上年基数下行带动。当前M1增速明显偏低，既与楼市处于“寒潮期”直接相关，也体现当前经济下行压力较大，实体经济活跃程度下降。

12月末M2增速较上月末上行0.5个百分点至9.0%。数据显示，2020年12月末M2增速为

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_35977



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn