

实体融资修复，有待政策“加力”

1 月 12 日，央行公布 2021 年 12 月货币金融数据：

12 月，新增贷款 1.13 万亿元、预期 1.24 万亿元，同比少增 1234 亿元；新增社融 2.37 万亿元、预期 2.43 万亿元，同比多增 7206 亿元，社融存量增速 10.3%，较上月回升 0.2 个百分点；M2 同比增速 9%，较上月回升 0.5 个百分点。

◆ 信贷偏弱拖累新增社融略低预期，实体融资需求修复仍有待政策“加力”

信贷需求偏弱拖累新增社融低预期，政府债券发行“错位”推升社融增速。12 月，新增社融 2.37 万亿元、略低于市场预期的 2.43 万亿元；存量增速较上月回升 0.2 个百分点至 12.3%，但有效社融增速持续低位、12 月为 9%。分项中，新增人民币贷款 1 万亿元、同比少增 1112 亿元，而发行“错位”下，政府债券融资贡献社融同比增量 70%以上，企业债券低基数、股票融资增多等也有一定支持。

企业中长贷走弱拖累信贷、票据维持高位，或指向实体需求依然低迷。12 月，新增信贷同比 1.13 万亿元、同比少增 1234 亿元，受中长期信贷拖累明显。其中，企业中长贷同比少增 2107 亿元、再度同比转负，票据融资同比多增 746 亿元、连续 7 个月“冲量”；居民中长贷 10 月同比多增后，11 月、12 月同比连续少增，或与年底按揭额度不足有关，而消费拖累下，居民短贷同比也明显缩量。

有效需求不足下，实体融资需求，仍有待政策“组合拳”发力。12 月 LPR 的下调或只是开始，激发实体需求，仍需要进一步降低融资成本，降低银行成本是关键。同时，2021 年财政结转结余、地方债资金拨付后置、2022 年地方债发行前置，有利于财政发力的适度前移；与之相匹配的，前期累积的存量项目，及年初开工的重大项目等，施工进度适度加快，均有利于稳增长落地，后续持续跟踪。

◆ 常规跟踪：企业中长贷再度回落、票据延续冲量，实体需求依然低迷

新增社融同比多增、主因政府债券贡献，而信贷表现依然低迷、非标也延续收缩。12 月，新增社融同比多增 7206 亿元至 2.37 万亿元，其中，政府债券、企业债券同比分别多增 4592 亿元和 1789 亿元至 1.2 万亿元和 2225 亿元；人民币贷款同比少增 1112 亿元至 1 万亿元；信托贷款、表外票据和委托贷款分别收缩 4580 亿元、1418 亿元和 416 亿元，股票融资同比多增 992 亿元至 2118 亿元。

企业中长贷同比再度转负、票据冲量，居民中长贷同比延续收缩、短贷拖累明显。信贷分项中，企业中长贷同比少增 2107 亿元至 3393 亿元、短贷同比少减 2043 亿元至 -1054 亿元、票据同比多增 746 亿元至 4087 亿元；居民中长贷、短贷同比少增 834 亿元和 985 亿元至 3558 亿元和 157 亿元；非银贷款变化不大。

M1、M2 双双回升，部分缘于低基数支持。12 月，M1 同比 3.5%、M2 同比 9%，均较上月回升 0.5 个百分点。M1 回升，或缘于低基数支撑，企业存款“活化”现象不明显；M2 增速，与政府债券募资下拨、居民和非银存款累积等有关，其中，财政存款同比多减 762 亿元，居民和非银存款同比分别多增 2157 亿元和 1756 亿元，企业存款同比虽多增 2711 亿元、但较 2019 年同期明显少增。

风险提示：宏观政策超预期，数据统计中的遗漏和偏误。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

实体融资修复，有待政策“加力”	3
12月货币金融数据常规跟踪	5

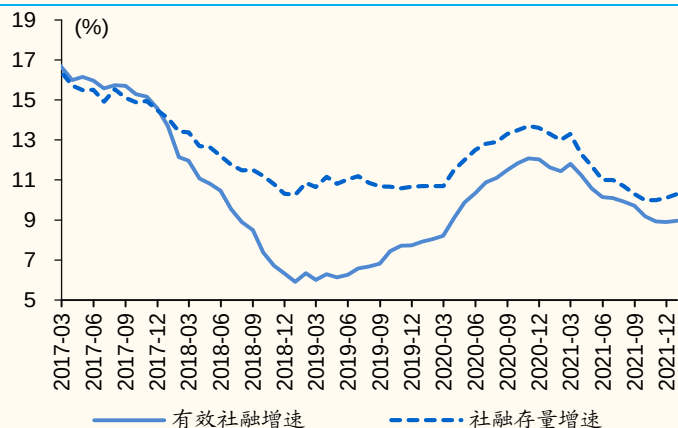
图表目录

图表 1: 代表企业中长期资金的有效社融维持低位	3
图表 2: 12月，人民币贷款为社融同比的主要拖累	3
图表 3: 12月，企业、居民中长贷延续回落	3
图表 4: 票据融资连续 7 个月冲量	3
图表 5: 2021 年四季度，专项债发行占比高	4
图表 6: 近年资金闲置比例较高	4
图表 7: 重大项目或加快开工和施工	4
图表 8: 广东、浙江等交通类计划投资规模较大	4
图表 9: 12月，社会融资分项情况（亿元）	5
图表 10: 12月，信贷数据分项情况（亿元）	6
图表 11: 12月，M1、M2 双双回升	6
图表 12: 11月，存款分项中非银存款拖累明显	6

实体融资修复，有待政策“加力”

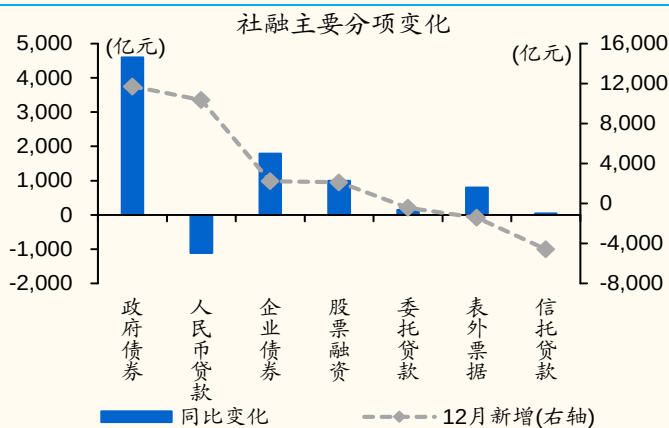
信贷需求偏弱拖累新增社融低预期，政府债券发行“错位”推升社融增速。12月，新增社融2.37万亿元、略低于市场预期的2.43万亿元；存量增速较上月回升0.2个百分点至12.3%，但有效社融增速持续低位、12月为9%。分项中，新增人民币贷款1万亿元、同比少增1112亿元，而发行“错位”下，政府债券融资贡献社融同比增量70%以上，企业债券低基数、股票融资增多等也有一定支持。

图表1：代表企业中长期资金的有效社融维持低位



来源：Wind、国金证券研究所

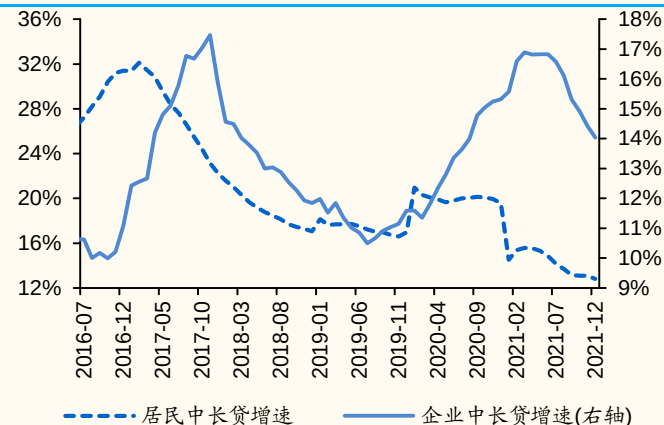
图表2：12月，人民币贷款为社融同比的主要拖累



来源：Wind、国金证券研究所

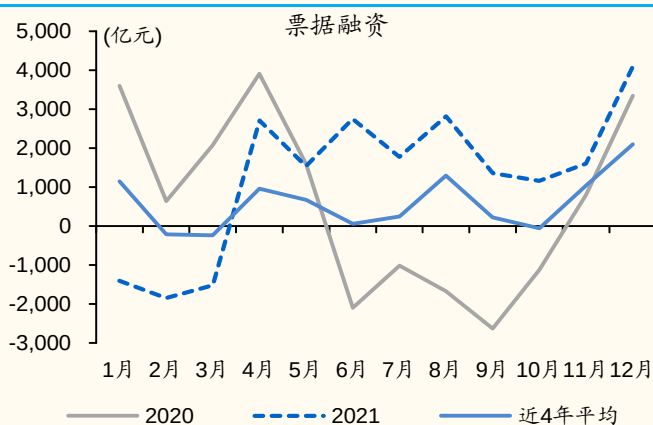
企业中长贷走弱拖累信贷、票据维持高位，或指向实体需求依然低迷。12月，新增信贷同比1.13万亿元、同比少增1234亿元，受中长期信贷拖累明显。其中，企业中长贷同比少增2107亿元、再度同比转负，票据融资同比多增746亿元、连续7个月“冲量”；居民中长贷10月同比多增后，11月、12月同比连续少增，或与年底按揭额度不足有关，而消费拖累下，居民短贷同比也明显缩量。

图表3：12月，企业、居民中长贷延续回落



来源：Wind、国金证券研究所

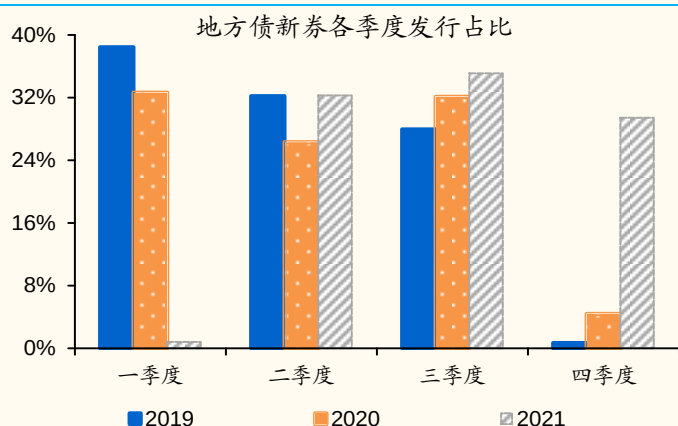
图表4：票据融资连续7个月冲量



来源：Wind、国金证券研究所

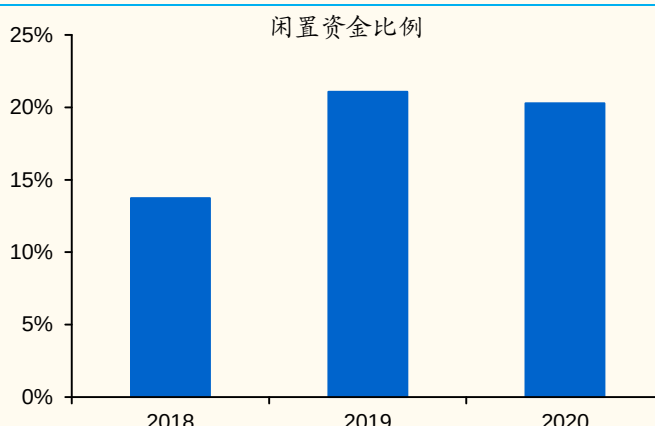
有效需求不足下，实体融资需求，仍有待政策“组合拳”发力。12月LPR的下调或只是开始，激发实体需求，仍需要进一步降低融资成本，降低银行成本是关键。同时，2021年财政结转结余、地方债资金拨付后置、2022年地方债发行前置，有利于财政发力的适度前移；与之相匹配的，前期累积的存量项目，及年初开工的重大项目等，施工进度适度加快，均有利于稳增长落地，后续持续跟踪（详情参见《从专项债变化，看基建发力的线索》）。

图表 5：2021 年四季度，专项债发行占比高



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：近年资金闲置比例较高¹



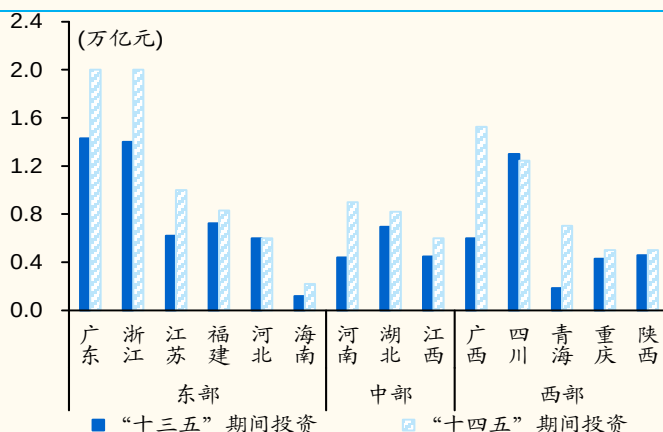
来源：中国债券信息网、国金证券研究所

图表 7：重大项目或加快开工和施工

时间	会议	主要内容
2021年4月	贯彻落实“十四五”规划纲要 加快建立现代财税体制发布会	加快建立现代财税体制，积极发挥财政职能作用，切实保障“十四五”重大战略和重点任务落到实处，取得实效。
2021年6月	国常会	部署推进实施“十四五”规划纲要确定的重大工程项目...有序做好项目实施准备，细化实化支持政策，绝大部分项目陆续启动...优化审批核准程序，减少不必要审批，保证项目尽早开工、资金高效使用...对项目推进不力的要加强督促，及时解决建设中的问题。
2021年7月	政治局会议	要挖掘国内市场潜力...加快推进“十四五”规划重大工程项目建设。
2021年12月	中央经济工作会议	各地区各部门要承担起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前...适度超前开展基础设施投资...要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目。

来源：新华社、中国政府网、国金证券研究所

图表 8：广东、浙江等交通类计划投资规模较大



来源：各地发改委、国金证券研究所

¹ 本文选取了 2018-2020 年各省市审计署公布的专项债使用情况数据，根据专项债规模加权算出资金闲置比例。

12月货币金融数据常规跟踪

新增社融同比多增、主因政府债券贡献，而信贷表现依然低迷、非标也延续收缩。12月，新增社融同比多增 7206 亿元至 2.37 万亿元，其中，政府债券、企业债券同比分别多增 4592 亿元和 1789 亿元至 1.2 万亿元和 2225 亿元；人民币贷款同比少增 1112 亿元至 1 万亿元；信托贷款、表外票据和委托贷款分别收缩 4580 亿元、1418 亿元和 416 亿元，股票融资同比多增 992 亿元至 2118 亿元。

图表 9：12 月，社会融资分项情况（亿元）

月份	新增社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2020-12	16,494	11,458	-981	-559	-4,620	-2,216	436	1,126	7,126
2021-01	51,878	38,182	1,098	91	-842	4,902	3,911	991	2,437
2021-02	17,243	13,413	464	-100	-936	639	1,356	693	1,017
2021-03	33,766	27,511	282	-42	-1,791	-2,296	3,811	783	3,131
2021-04	18,569	12,840	-272	-213	-1,328	-2,152	3,623	814	3,739
2021-05	19,200	14,294	7	-408	-1,295	-926	-1,077	717	6,701
2021-06	37,011	23,182	701	-474	-1,046	-221	3,922	956	7,508
2021-07	10,752	8,391	-78	-151	-1,571	-2,316	3,091	938	1,820
2021-08	29,744	12,713	347	177	-1,362	127	4,500	1,478	9,738
2021-09	29,165	17,755	-19	-22	-2,098	14	1,276	772	8,066
2021-10	16,073	7,752	-33	-173	-1,061	-886	2,158	846	6,167
2021-11	26,141	13,021	-134	35	-2,190	-383	4,104	1,294	8,158
2021-12	23,700	10,346	-648	-416	-4,580	-1,418	2,225	2,118	11,718
较上月	-2,441	-2,675	-514	-451	-2,390	-1,035	-1,879	824	3,560
较去年同期	7206.0	-1,112	333.0	143.0	40.0	798.0	1789.0	992.0	4592.0

来源：Wind、国金证券研究所

企业中长贷同比再度转负、票据冲量，居民中长贷同比延续收缩、短贷拖累明显。信贷分项中，企业中长贷同比少增 2107 亿元至 3393 亿元、短贷同比少减 2043 亿元至 -1054 亿元、票据同比多增 746 亿元至 4087 亿元；居民中长贷、短贷同比少增 834 亿元和 985 亿元至 3558 亿元和 157 亿元；非银贷款变化不大。

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_35980

