

# 政策发力何时将起作用？

## ——12月社融数据点评

### 摘要

- **社融增速继续小幅回升，新增人民币贷款仍不及预期。**2021年末社会融资规模存量同比增长10.3%，连续两个月回升；其中，直接融资分项余额同比都有上涨，但表外融资分项余额同比都有不同程度下降。从社融增量来看，2021年社会融资规模增量比上年少3.44万亿元，但比2019年多5.68万亿元，较宽松的环境助力实体经济复苏。预计2022年上半年货币政策仍稳中有松，侧重对中小企业、科技创新和绿色发展的支持。12月单月社融增量受年末季节性因素、全面降准、政府债券及企业债多发的影响，比上年同期多6508亿元，企业融资需求不强，新增人民币贷款表现相对较弱。随着房地产政策边际放松、专项债发行前置，预计社融增速将继续温和上行。
- **全年股票融资多增，政府债券和企业债券单月多增明显。**从社融结构来看，全年表外融资中信托贷款减少较多，直接融资中非金融企业境内股票融资多增。2021年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的63.6%。分月看，12月政府债券和企业债券继续发力，直接融资占比上升。与上个月相似，12月直接融资新增明显，主要受企业债券和政府债券拉动。2021年末发改委发布关于开展2022年度企业债券本息兑付风险排查和存续期监管有关工作的通知，防风险或影响企业发债放量，但绿色债券或在2022年崭露头角。12月，非金融企业境内股票融资同比多增992亿元，股票融资继续较活跃。表外融资相对稳定，本月新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票都同比少减。
- **政策因素下企业短贷少减，居民房贷未如期增长。**全年看，人民币贷款增加19.95万亿元，同比多增3150亿元。单月看，12月人民币贷款同比少增1234亿元，不及预期。分部门看，12月企（事）业单位贷款增加6426亿元，本月在季节因素影响下企业短期贷款减少，但针对制造业中小微企业的缓税措施在一定程度上缓解企业压力；企业中长期贷款同比少增显著，企业融资需求仍较弱，部分地区散点疫情对企业生产造成一定影响，并且部分行业受到环保政策的影响景气度下降，目前企业仍对长期投资持谨慎态度；此外，“冲票据”现象如期出现，侧面反映企业融资需求偏弱。2022年1月多地疫情散发将对短期企业中长期贷款带来负面影响，后续随着政策支持逐渐落地，企业融资需求或逐渐回升。12月，住户贷款增加3715亿元，同比少增。其中，今年春节较早的前提下并未拉动较多的居民提前消费，部分由于购物节的消费前置，部分因为散点疫情一定程度打击消费，居民短期贷款同比少增；居民购房需求未如期增加，中长期贷款同比少增834亿元。目前全国已有近20个城市陆续发布鼓励购房措施，对后续居民中长期贷款或有拉动。
- **多因素使得M2增速回升。**12月末，M2同比增长9%，增速回升。疫情影响下住户存款同比多增，年末资金结算增加使得非金融企业存款同比多增。M2增速回升与12月央行全面降准释放流动性、财政加大支出力度、基数回落有关。预计货币政策将保持稳健，M2增速或将保持稳中有升。
- **风险提示：**国内需求不及预期，金融监管趋严。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn  
联系人：王润梦  
电话：010-58251904  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 涨幅“双降”收官，如何展望新年伊始？——12月通胀数据点评 (2022-01-12)
2. “三个时态”说基建，细看具体投向 (2022-01-10)
3. 国内“稳增长”蓄势待发，美国鹰气十足引波动 (2022-01-07)
4. 三轮土拍对区域城投的影响——2021年土拍市场回望与再融资影响分析 (2022-01-05)
5. 改善下仍有结构问题，滴灌政策将保驾护航——12月PMI数据点评 (2022-01-01)
6. 财爸央妈齐上阵，安静的海外问题现 (2021-12-31)
7. 降息滴灌实体经济，美国基建法案落地难 (2021-12-24)
8. 国内基建“春风”提前吹，海外央行分化愈明显 (2021-12-17)
9. 异位，表现平平与结构改善——11月经济数据点评 (2021-12-16)
10. 三重压力下的“稳”与“进”——2021年中央经济工作会议解读 (2021-12-11)

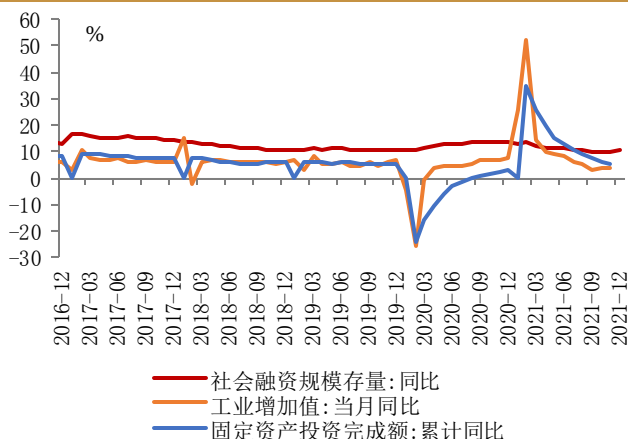
12月，社融增速继续回升，M2同比也有所回升，新增人民币贷款依然不及预期，政府债券多增明显，企业债券表现不弱，但数据依然反映企业信心不足，居民贷款受到疫情影响，购房未见明显起色，后续货币政策仍以稳为主，信贷支持中小企业、科技创新及绿色发展，预计社融增速温和上行。

## 1 社融增速继续小幅回升，新增人民币贷款仍不及预期

稳健的货币政策助力经济复苏，社融存量增速连续两个月上升。2021年末社会融资规模存量为314.13万亿元，同比增长10.3%，增速较上月继续回升0.2个百分点；其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为191.54万亿元，同比增长11.6%，增速较前值继续回落0.2个百分点，直接融资余额同比都有上涨，政府债券和非金融企业境内股票余额同比都超过15%，但表外融资分项余额同比都有不同程度下降，信托贷款余额同比下降最多为31.3%。从社融增量来看，2021年社会融资规模增量累计为31.35万亿元，比上年少3.44万亿元，但比2019年多5.68万亿元，较宽松的环境助力实体经济复苏。全年新增人民币贷款19.95万亿元，同比多增3150亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加19.94万亿元，同比少增907亿元，但较2019年多增3.06万亿元，2021年央行针对中小微企业发布多次融资创新政策，贷款方面也向符合条件的主体倾斜。央行在2021年四季度例会上表示当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳健的货币政策要灵活适度，加大对实体经济的支持力度，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，预计2022年上半年货币政策仍稳中有松，侧重对中小企业、科技创新和绿色发展的支持。

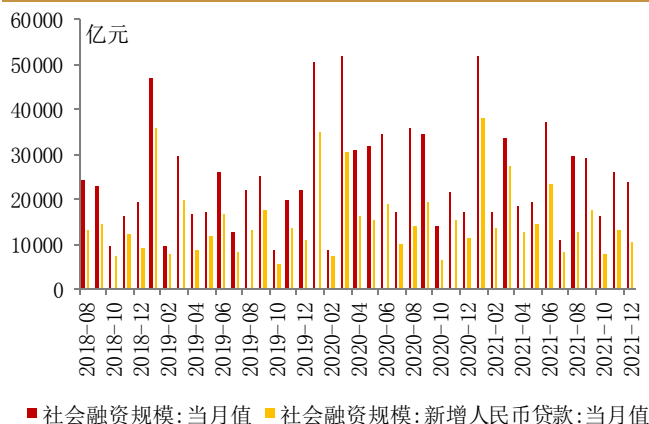
单月来看，12月社会融资规模增量为2.37万亿元，政府债券及企业债多发的情况下，社融增量比上年同期多6508亿元，比2019年同期多1687亿元，环比11月少增2441亿元，央行在2021年12月15日全面降准0.5个百分点，共计释放长期资金约1.2万亿元，市场流动性合理充裕；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.03万亿元，但同比少增1112亿元，较2019年同期也少增423.8亿元，上个月我们提示过企业融资需求不强，本月也可看出此趋势，新增人民币贷款表现相对较弱。2021年12月，银保监会表示，要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展，预计房地产融资环境将进一步改善，且年底已有多家股份制商业银行对部分地区的房贷利率做出调整，尤其是首套房贷利率下调幅度较大，后续房贷方面或有回升。从高频数据看，12月30大中城市商品房销售月环比回升，预计后续房地产信贷态度将继续边际放松，或拉动居民新增信贷需求，但幅度或较平缓；另外，2022年提前批专项债近期已向各地提前下达了1.46万亿元，厦门、湖北、河北、浙江、山西、江西、宁波、甘肃、山东、贵州、大连、江苏等省市已披露2022年第一季度地方政府债券发行计划，2022年地方政府专项债券发行工作已正式启动，且2022年一季度存在降息可能性，预计社融增速将继续温和上行。

图 1：社融存量同比增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款单月同比少增



数据来源: wind、西南证券整理

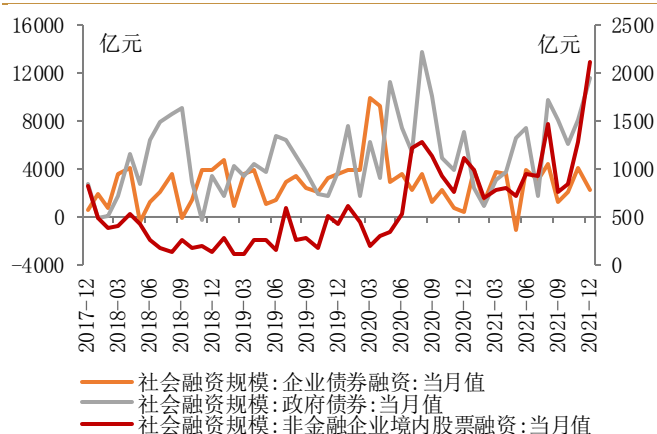
## 2 全年股票融资多增，政府债券和企业债券单月多增明显

从社融结构来看，全年表外融资中信托贷款减少较多，直接融资中非金融企业境内股票融资多增。2021 年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 63.6%，同比高 6 个百分点；直接融资在社会融资规模增量中的比重为 36.83%，较 2020 年回落 2.39 个百分点，其中在 2020 年企业债券融资激增后，个别企业违约影响市场情绪，2021 年企业债券净融资 3.29 万亿元，同比少 1.09 万亿元，较 2019 年也少增；疫情时期特别措施逐渐退出，政府债券净融资 7.02 万亿元，同比少 1.31 万亿元，但较 2019 年多增 2.30 万亿元，政府债券新增量仍较大；而 2021 年资本市场活跃，非金融企业境内股票融资 1.24 万亿元，同比多 3434 亿元，较 2019 年多增 8921 亿元。对比明显的是，在严监管和防范地方隐性债务等措施的持续影响下，表外融资继续收缩。2021 年委托贷款减少 1696 亿元，同比少减 2258 亿元，较 2019 年少减 7699.71 亿元；在房地产行业进入下行周期、且信托纳入全口径监管后，信托贷款减少 2.01 万亿元，同比多减 9054 亿元，较 2019 年更是多减 1.66 万亿元，萎缩明显；未贴现的银行承兑汇票减少 4916 亿元，同比多减 6662 亿元，较 2019 年多减 159 亿元。

分月来看，12 月政府债券和企业债券继续发力，直接融资占比上升，表外融资较稳定。12 月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 43.65%，较 11 月占比下降了 6.16 个百分点；12 月新增直接融资 1.61 万亿元，同比多增 7373 亿元，较 2019 年同期多增 8298 亿元，占比较上月大幅回升 15.91 个百分点至 67.77%。与上个月相似，12 月直接融资新增明显，主要受企业债券和政府债券拉动。12 月，新增政府债券融资规模达 1.17 万亿元，同比多增 4592 亿元，且较 2019 年同期多增 7980 亿元，环比 11 月多增 3560 亿元。2021 年全年新增专项债合计发行 3.58 万亿元，与去年基本持平，再融资债合计发行 3.12 万亿元，明显放量，2022 年新增专项债发行或前置，预计短期政府债券融资仍在较高水平。12 月，企业债券净融资 2225 亿元，同比多增 1789 亿元，但较 2019 年同期少增 1368 亿元，环比 11 月少增 1879 亿元。为提高企业债券服务实体经济能力，2021 年末，发改委发布关于开展 2022 年度企业债券本息兑付风险排查和存续期监管有关工作的通知，防风险或影响企业发债放量，但绿色债券或在 2022 年崭露头角。12 月，非金融企业境内股票融资 2118 亿元，同比多增 992 亿元，较 2019 年同期多增 1686 亿元，本月股票融资继续较活跃。

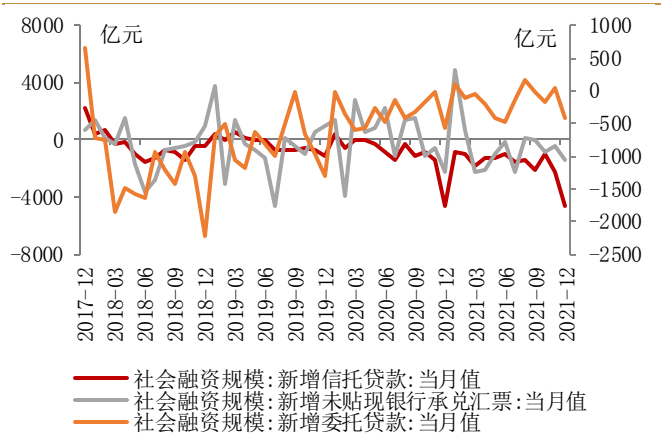
**表外融资相对稳定，信托贷款仍走弱。**12月，新增表外融资占社融增量的比例为-0.1%，较上月回升5.6个百分点，本月新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票都同比少减。整体看，季节因素影响下，表外融资12月环比11月多减3876亿元，同比去年少减981亿元，监管政策影响下同比2019年同期多减4958亿元，表外融资收缩的大趋势不变。12月，委托贷款减少416亿元，同比少减143亿元，较2019年同期少减900亿元。信托贷款持续减少4580亿元，已连续20个月减少，同比少减40亿元，较2019年同期多减3488亿元；季节因素下，未贴现的银行承兑汇票减少1418亿元，环比11月多减1035亿元，同比少减798亿元，但较2019年同期多减2369亿元。

图3：12月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图4：12月表外融资分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

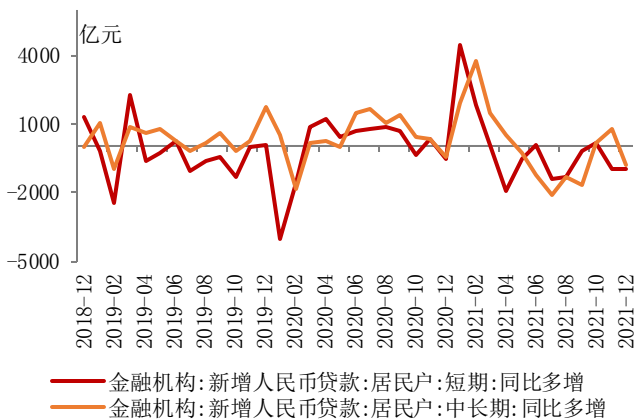
### 3 政策因素下企业短贷少减，居民房贷未如期增长

**企业短期贷款同比多增，中长期贷款仍表现较弱。**全年看，人民币贷款增加19.95万亿元，同比多增3150亿元。分部门看，住户贷款增加7.92万亿元，其中，短期贷款增加1.84万亿元，中长期贷款增加6.08万亿元；企（事）业单位贷款增加12.02万亿元，其中，短期贷款增加9468亿元，中长期贷款增加9.23万亿元，票据融资增加1.5万亿元；非银行业金融机构贷款减少847亿元。单月来看，12月份，人民币贷款增加1.13万亿元，同比少增1234亿元，不及预期，较前值新增也有所减少。分部门看，12月，企（事）业单位贷款增加6426亿元，较2020年同期多增682亿元。从贷款结构来看，本月企业中长期贷款依然少增显著，在季节因素影响下企业短期贷款减少，12月企业短期贷款减少1054亿元，同比少减2043亿元，较2019年同期多减1089亿元，但针对制造业中小微企业的缓税措施在一定程度上缓解企业压力；企业中长期贷款新增3393亿元，同比少增2107亿元，较2019年同期少增585亿元。企业融资需求仍较弱，部分地区散点疫情对企业生产造成一定影响，并且部分行业受到环保政策的影响景气度下降，目前企业仍对长期投资持谨慎态度。政策影响下，大部分行业工业出厂价格处于下行区间，但疫情再加上今年春节时间较早都将对企业产生影响。此外，“冲票据”现象如期出现，侧面反映企业融资需求偏弱，票据融资在12月新增4087亿元，环比11月份多增2482亿元，同比多增746亿元，较2019年多增3825亿元。2022年1月多地疫情散发将对短期企业中长期贷款带来负面影响，后续随着政策支持逐渐落地，企业供需矛盾缓解、信心增强，融资需求或逐渐回升。



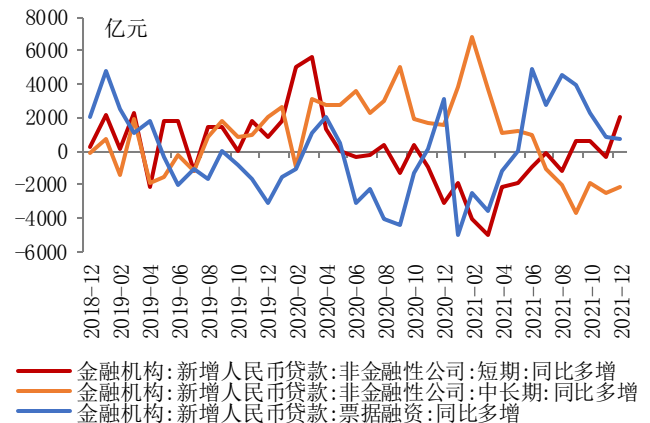
**12月居民中长期贷款表现弱,疫情影响下短期贷款同比少增。**12月,住户贷款增加3715亿元,同比少增1819亿元,且较2019年少增1478亿元,较前值少增3623亿元。其中,今年春节较早的前提下并未拉动较多的居民提前消费,部分由于购物节的消费前置,部分因为散点疫情一定程度打击消费,居民短期贷款增加157亿元,同比少增985亿元,较2019年少增1478亿元。短期散点疫情或继续对后续居民消费、短期贷款产生影响。本月居民购房需求未如期增加,中长期贷款增加3558亿元,同比少增834亿元,较2019年少增1266亿元。继不久前召开的中央经济工作会议提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”以来,全国已有近20个城市陆续发布鼓励购房措施,对不同群体进行定向购房补贴,对后续居民中长期贷款或有拉动。

图5:居民部门中长期贷款同比少增



数据来源: wind、西南证券整理

图6:企(事)业单位中长期贷款同比少增

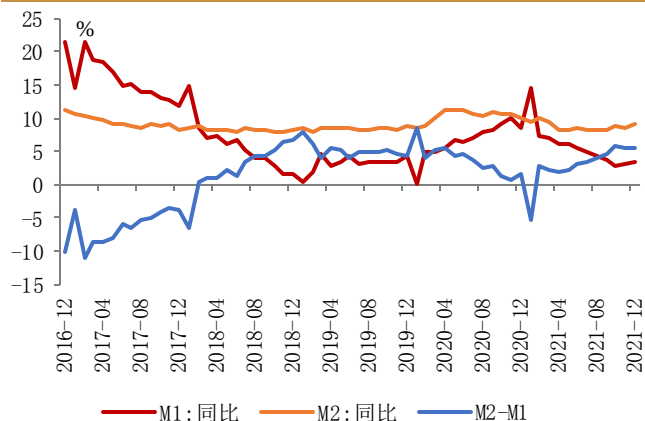


数据来源: wind、西南证券整理

## 4 多因素使得M2增速回升

12月末,广义货币(M2)余额238.29万亿元,同比增长9%,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,比2019年同期高0.3个百分点。全年人民币存款增加19.68万亿元,同比多增323亿元;其中,住户存款增加9.9万亿元,非金融企业存款增加3.76万亿元,财政性存款增加5617亿元,非银行业金融机构存款增加4.01万亿元。12月,人民币存款增加1.16万亿元,同比多增1.37万亿元。其中,疫情影响下住户存款同比多增2157亿元;年末资金结算增加,加之新增投资意愿不强,非金融企业存款同比多增2711亿元;财政支出力度加大,财政性存款同比多减762亿元。M2增速回升一方面12月央行全面降准释放流动性,另一方面财政加大支出力度,再加上基数有所回落共同导致。狭义货币(M1)余额64.74万亿元,同比增长3.5%,增速分别比上月末和上年末高0.5个百分点和低5.1个百分点,比2019年同期低0.9个百分点。12月M2-M1的增速差为5.5个百分点,与上月持平。预计货币政策将保持稳健,M2增速或将继续稳中有升。

图 7：12 月 M2 增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：12 月非银行业金融机构存款同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

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\\_35984](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35984)

