



彭文生：宽财政已起步，稳信贷待见效



意见领袖 | 彭文生



2021 年 12 月新增社融低于预期，新增信贷仍然乏力。12 月新增社融 2.37 万亿元，低于万得一致预期 2.43 万亿元，同比多增 6500 亿元，主要受政府债发行推动：12 月政府债净融资 1.17 万亿元，较 2020 年同期上升 4600 亿元。12 月新增信贷 1.1 万亿元，仍然比较疲弱，低于万得一致预期 1.2 万亿元，也低于 2020 年 12 月的 1.26 万亿元以及 2019 年 12 月的 1.14 万亿元。社融同比增速从 11 月的 10.1% 略微回升至 12 月的 10.3%，跟我们预期的一致。

新增信贷的结构也有待改善，稳信贷仍需努力。具体来看：

第一，银行或为开门红而将部分中长期贷款延至 2022 年 1 月，2021

年 12 月更多以票据冲量。12 月新增对实体部门的信贷为 1.03 万亿元，其中 40%（4087 亿元）为票据融资，这一比例比 2020 年同期高 11 个百分点、较 2019 年同期高 38 个百分点。而 2021 年 12 月票据利率跌破 DR007，票据收益可能已经低于资金成本，这样的冲量可能难以持续。

第二，居民房贷的改善势头减弱。自 2021 年 10 月政策调整以来，居民中长期贷款投放量有所企稳，新增居民中长期贷款在连续 5 个月同比负增长后，在 10-11 月出现了同比增加。但 12 月新增居民中长期贷款为 3358 亿元，少于 2020 年 12 月的 4392 亿元、2019 年 12 月的 4824 亿元。在地产销售没有根本改善的背景下，居民房贷需求连续恢复较为困难，此前两个月的企稳可能部分与前期积压的贷款申请释放有关。

第三，企业中长期贷款仍然偏弱。12 月新增企业中长期贷款 3393 亿元，低于 2020 年同期的 5500 亿元以及 2019 年同期的 3978 亿元，新增企业中长期贷款同比降幅继续维持在 2000 亿元以上，尚未企稳。

宽财政信号加强，主要体现在政府债发行加速、财政存款加速投放。2021 年 12 月政府债净融资 1.17 万亿元，相比 2020 年同期多增 4600 亿元；虽然发债收入增多，但是 2021 年 12 月财政存款下降 1.03 万亿元，降幅较 2020 年同期的 9540 亿元有所扩大。此外，2021 年 12 月城投债净融资 2100 亿元，连续两个月保持在 2000 亿元以上，较 2021 年前 10 月 1600 亿元的月均值小幅提速，且较 2020 年 11-12 月月均 500 亿元左右的净融资量明显上升。

但有几点还需关注：第一，城投债尽管发行较快，但流贷监管相对较严，不排除城投债多发部分用于补充流动资金；第二，财政列支到形成实物工作量仍存在一定的距离，也不排除少数资金可能被用于地方保运转和化解地方隐性债务；第三，土地出让收入的下滑或亦对财政发力有制约。

货币供应增速上升并非来自银行资产负债表扩张，更多受暂时性因素的影响。M2 是非金融部门的存款，也就是银行的负债，其变化来自两个方面，一方面来自银行资产负债表的扩张，另一方面来自不同负债之间的分配。银行通过信贷创造存款，如果这部分存款在居民和企业手中，那么就增加 M2，这是我们说的第一方面。如果居民或者企业将存款交给政府（缴税），那么 M2 减少；如果居民或者企业购买金融产品，金融产品又将这部分资金配置到了银行发行的债券/增发的权益融资当中，这部分资金就不算做存款，同样会减少 M2。

从过去两年的变化来看，资产负债表的扩张加速会带来 M2 增速的趋势上行，但是不同负债资金的分配对 M2 增速的影响更多是暂时性的。12 月 M2 同比增速从 11 月的 8.5% 上升到 9.0%，更多的是受到不同负债资

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_36013

