

## 政府债支撑社融，信用结构继续恶化

### 事件

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；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。2021 年末社会融资规模存量为 314.13 万亿元，同比增长 10.3%。M2 余额 238.29 万亿元，同比增长 9%，增速环比高 0.5 个百分点，同比低 1.1 个百分点；M1 余额 64.74 万亿元，同比增长 3.5%，增速环比高 0.5 个百分点，同比低 5.1 个百分点。

### 点评

**趋势：宽信用起步缓慢，社融增速小幅回升。**12 月社融规模 2.37 万亿，同比多增 7206 亿元，低于市场预期，社融存量同比增速 10.3%，较 11 月小幅上涨 0.2%。其中政府债与企业债多增是主要拉动方向，而新增人民币贷款仍然拖累社融，结构上延续此前趋势。从分项上来看，12 月新增人民币贷款为 1.13 万亿元，同比少增 1300 亿元。12 月政府债券净融资增量 11718 亿元，同比多增 4592 亿元，主要受到基建预期走强与 21 年财政后置发力导致政府债发行滞后；企业债券新增 2225 亿元，同比多增 1789 亿元，受到高基数影响。12 月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产合计余额环比下降 6414 亿元，降幅较 11 月的 2538 亿元环比明显走扩，主要受经济下行与地产行业持续低迷影响，体现出非标的持续压降。年底资管新规过渡期即将到期，预计对非标压降持续加大。

**结构：结构持续恶化，居民融资需求低迷。**12 月，新增人民币贷款 1.13 万亿，同比少增 1234 亿元，增速较前值回落 0.1 个百分点至 11.6%，低于市场预期。其中，居民新增短贷 157 亿元，同比少增 985 亿元；主要由于疫情反复下，居民消费需求依然疲软。居民新增中长期贷款 3558 亿元，同比少增 834 亿元，结束此前回升趋势，体现出房贷额度边际宽松下居民地产销售不强，表明地产信心尚未真正回暖。而企业端来看，新增短期贷款减少 1054 亿元，同比少减 2043 亿元，延续弱势。而新增中长期贷款 3393 亿元，同比少增 2107 亿元；企业资本开支意愿持续乏力，体现出地产与制造业投资意愿不强，同时也存在银行为新年开门红储备项目延期信贷的季节性因素。新增票据融资 4087 亿元，为 2019 年 2 月以来新高，同比多增 746 亿元；继续表现为票据冲量现象，同时 12 月末票据转贴利率大幅回落至 0% 附近，表明了年底银行信贷投放压力较大，额度紧张。12 月 M2 同比为 9.0%，M1 同比为 3.5%；均较上月上升 0.5 个百分点，M1 与 M2 剪刀差走平。M1 见底回升体现出地产销售和融资边际回暖，随着 22 年宽信用，稳增长效果逐步显现，M1 将持续走好。

**节奏：静待一季度宽货币下的宽信用。**2021 年年底宽信用进程整体低于市场预期，信贷仍靠票据支撑，社融主要靠政府债与企业债，实体融资需求仍在低位。后续来看，1 月信贷开门红问题不大，关注短期降息是否如期落地与房地产需求端政策放松的时机，以帮助信贷释放以及助力经济企稳。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

相关研究：

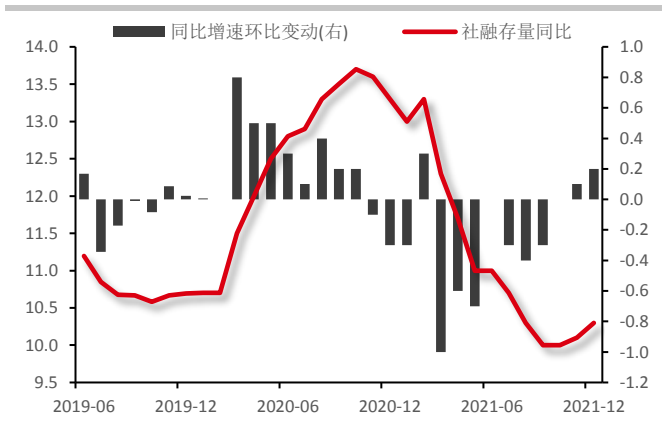
[信用稳而未宽，实体融资依旧低迷——中国 11 月金融数据点评](#)

2021-12-10

[地产投资明显承压 关注政策的左侧信号——中国 10 月经济数据点评](#)

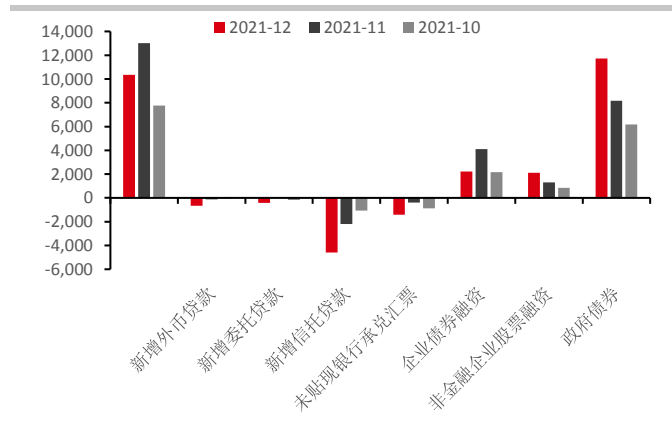
2021-11-16

图 1: 12 月社融存量同比小幅微涨 (%,%)



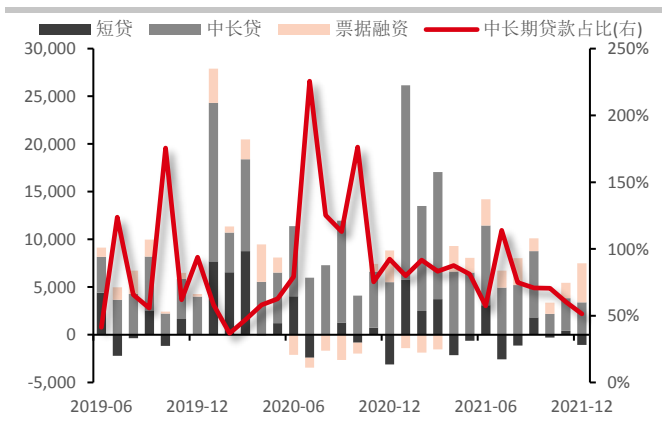
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 12 月社融各分项同比增减走势 (亿元)



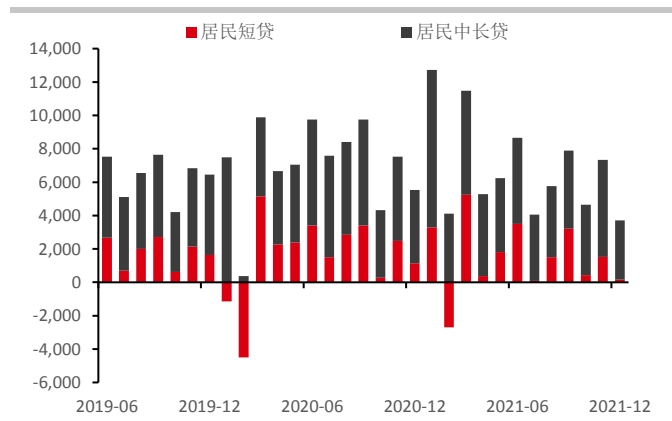
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 12 月企业中长期融资占比回落至 61.5%，票据融资占比上升至 36.2%，创 16 年 5 月以来新高 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 12 月居民中长期贷款回升趋势被打断，体现出地产信心尚未真正回暖 (亿元)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)