



2022年1月13日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

姚兴航

·从业资格编号 F3073320

·投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com



社融总量改善但结构不佳，政府端仍是加杠杆主力

内容提要

央行公布 2021 年 12 月金融数据：（1）新增人民币贷款 11300 亿元，市场预期 12400 亿元，前值 12700 亿元。（2）社会融资规模 23700 亿元，市场预期 24300 亿元，前值 26141 亿元。（3）M2 同比 9.0%，市场预期 8.7%，前值 8.5%；M1 同比 3.5%，前值 3.0%。

12 月社融当月新增 2.37 万亿元，同比多增 7206 亿元，存量同比较上月继续回升 0.2 个百分点至 10.3%，主要受到政府债发行明显放量的提振，12 月政府债融资超万亿水平，剔除政府债的存量增速为 9.3%，连续第四个月持平。预计在“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用逐渐企稳并底部回升，一季度政府债发行大概率前置下对社融形成明显支撑，一月信贷“开门红”可有所期待。

但社融结构仍然不佳，实体融资需求依然偏弱，居民中长贷 12 月同比重回收缩，房地产“政策底”到“市场底”仍有距离，企业融资结构继续呈现短期化特征，银行年底票据融资冲量现象显著，12 月票据一度出现“零利率”，融资主体缺失下信用短期企稳但难以明显回升。在总需求不足下政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币财政更偏积极，财政更偏前置发力，金融政策边际仍有调整空间，降准降息的总量工具运用概率较此前提升，上半年货币政策仍处于政策放松窗口期。

风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

央行公布 2021 年 12 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 11300 亿元，市场预期 12400 亿元，前值 12700 亿元。
- (2) 社会融资规模 23700 亿元，市场预期 24300 亿元，前值 26141 亿元。
- (3) M2 同比 9.0%，市场预期 8.7%，前值 8.5%；M1 同比 3.5%，前值 3.0%。

图 1：金融数据一览（亿元，%）

	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03
当月新增社融	23700	26141	16073	29018	29558	10566	36901	19500	18521	33416
新增人民币贷款	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000	14700	27300
社融存量同比 (%)	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0	11.7	12.3
(当月同比变化)										
社会融资规模	6508	4798	1900	-5754	-6265	-6374	2559	-12407	-12420	-18206
新增人民币贷款	-1112	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208	-3399	-2879
居民短贷	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575	-1915	98
居民中长贷	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236	529	1501
企业短贷	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855	-2085	-5004
企业中长贷	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223	1058	3657
票据融资	746	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48	-1199	-3600
委托贷款	143	66	1	295	592	1	10	-135	366	546
信托贷款	40	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958	-1351	-1770
未贴现票据	798	243	203	-1488	-1314	-1186	-2411	-1762	-2729	-5114
企业债券融资	1789	3242	-364	-218	708	576	428	-4070	-5440	-6417
政府债券	4592	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661	382	-3213

资料来源：Wind，优财研究院

二、点评

12 月社融当月新增 2.37 万亿元，同比多增 7206 亿元，存量同比较上月继续回升 0.2 个百分点至 10.3%，主要受到政府债发行明显放量的提振，12 月政府债融资超万亿水平，剔除政府债的存量增速为 9.3%，连续第四个月持平。预计在“基数回落+财政后置+政策结构性宽信用”下信用逐渐企稳并底部回升，一季度政府债发行

大概率前置下对社融形成明显支撑，一月信贷“开门红”可有所期待。

但社融结构仍然不佳，实体融资需求依然偏弱，居民中长贷 12 月同比重回收缩，房地产“政策底”到“市场底”仍有距离，企业融资结构继续呈现短期化特征，银行年底票据融资冲量现象显著，12 月票据一度出现“零利率”，融资主体缺失下信用短期企稳但难以明显回升。在总需求不足下政策稳增长是宏观短期主要逻辑，货币财政更偏积极，财政更偏前置发力，金融政策边际仍有调整空间，降准降息的总量工具运用概率较此前提升，上半年货币政策仍处于政策放松窗口期。

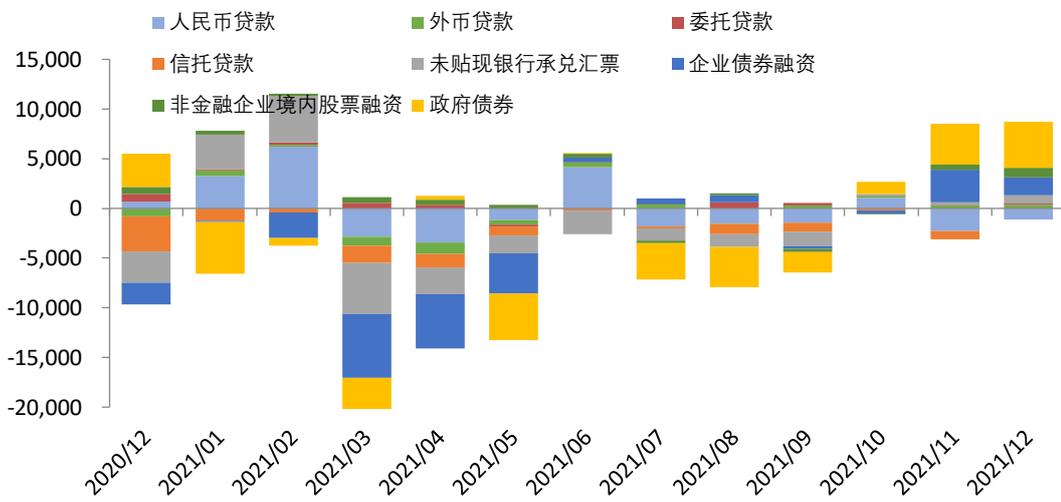
1. 政府端仍是加杠杆主力。12 月政府债券融资 11718 亿元，同比多增 4592 亿元，专项债发行后置以及和往年的节奏错位下，超万亿水平的政府债融资是支撑社融总量改善的主要分项，而剔除政府债的存量增速为 9.3%，连续第四个月持平。今年 1.46 万亿提前批专项债额度已下达，且 1 月 10 日国务院督导“抓紧发行”，预计一季度政府债大概率前置发行下仍对社融形成明显支撑。

2. 居民中长贷 12 月同比重回收缩，地产销售端的矛盾由“供给端的房贷额度不足”转向“需求端购房意愿的走弱”。居民 12 月中长期贷款新增和 3558 亿元，同比少增 834 亿元，在 10、11 月连续两月同比改善后 12 月再度收缩，反映在信贷条件边际放松下，前期主要受到积压贷款释放的提振，而商品房销售仍然偏弱下居民融资需求并未真正改善。尽管房地产“政策底”已现，但地产销售端的矛盾正由“供给端的房贷额度不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，高频数据显示年初商品房销售仍弱，房地产“市场底”仍有距离。当前居民房价预期偏弱、房地产企业补库意愿不足仍是主要矛盾。

往后看，预计地产政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，随着一季度末房价同比或现负增长，可能触发政策进一步放松压力，届时政策定力或受考验。

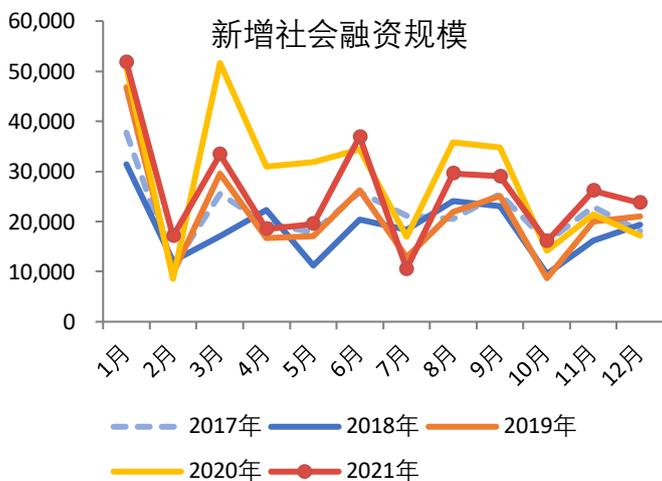
3. 企业融资结构维持短期化特征，实体融资需求仍然偏弱。12月企业中长期贷款同比少增2107亿元，延续此前同比少增的结构，地产与制造业投资仍然意愿不强，且年底银行存在为年初开门红储备项目的现象，信贷需求有部分延迟。而12月票据融资同比多增746亿元，企业融资结构继续呈现短期化特征，银行年底票据冲量现象显著，12月票据一度出现“零利率”，实体融资需求整体仍然偏弱，需求不足成为当前经济的主要矛盾。

图2：当月同比增量贡献（亿元）



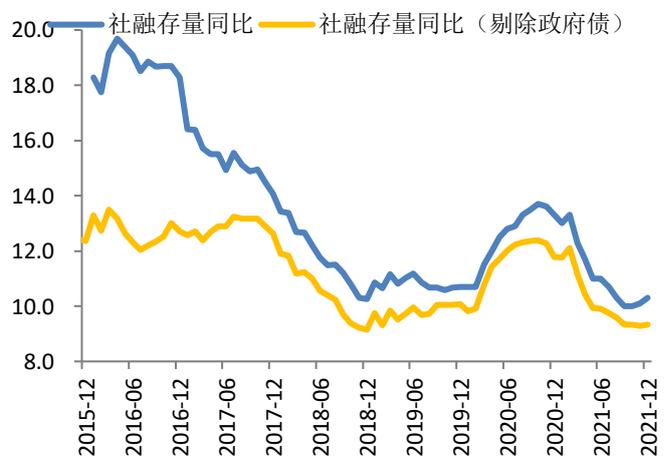
资料来源：Wind，优财研究院

图3：当月新增社融（亿元）



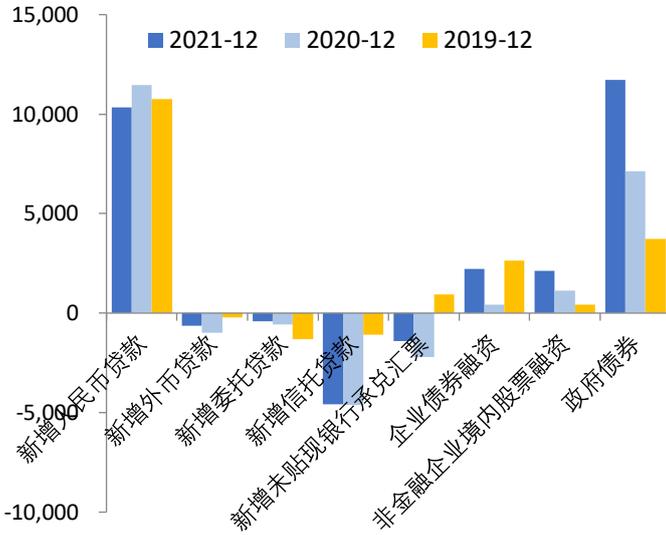
资料来源：Wind，优财研究院

图4：社融存量增速低位小幅反弹（%）



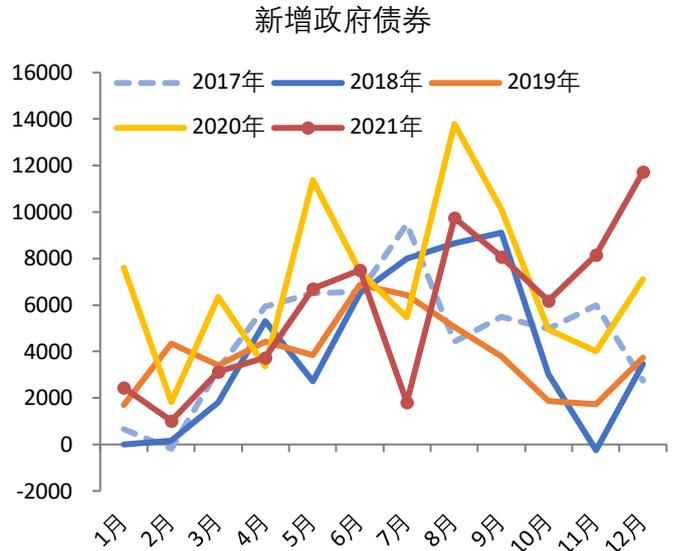
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: 社融分项 (亿元)



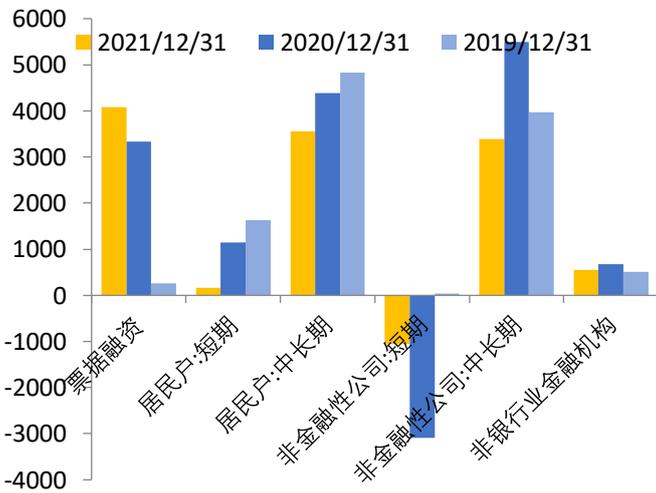
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 政府债发行同比多增是主要贡献 (亿元)



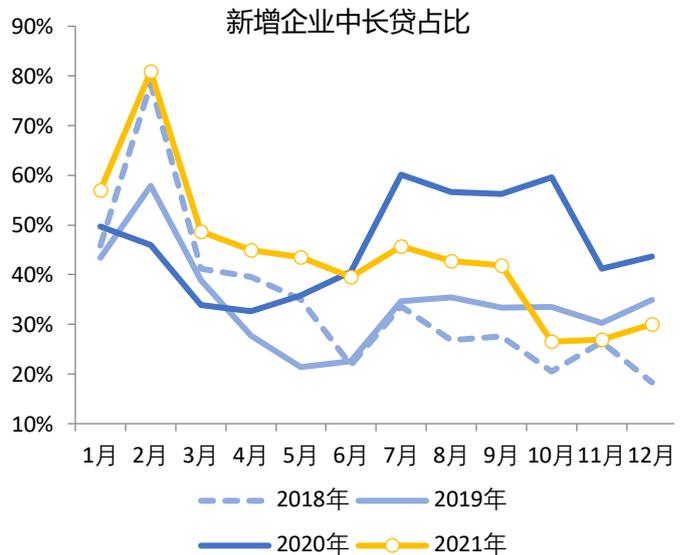
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 实体融资需求依然偏弱 (亿元)



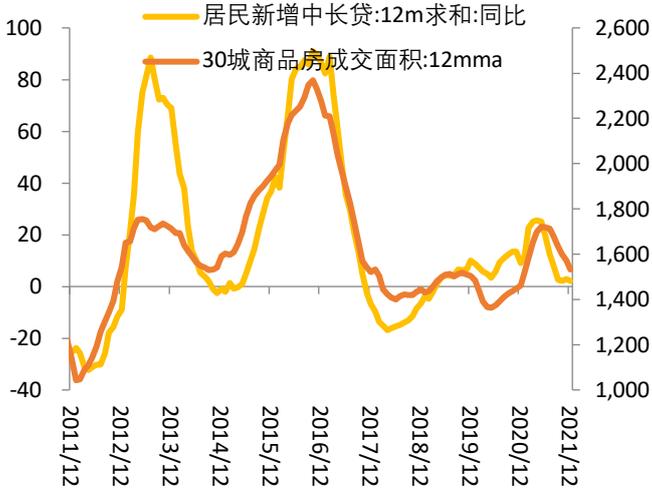
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 融资结构偏向短期化 (亿元)



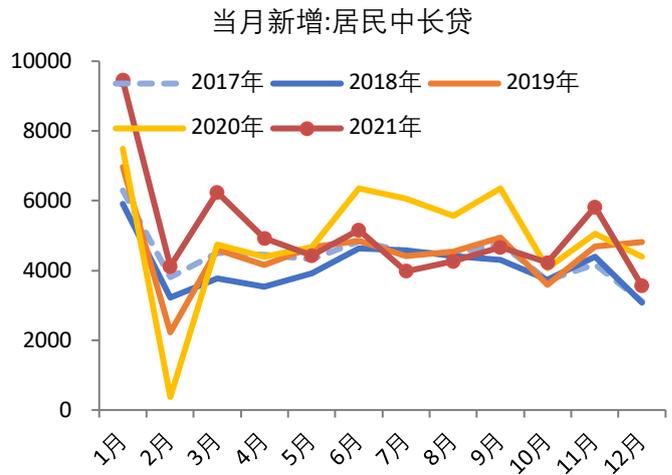
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



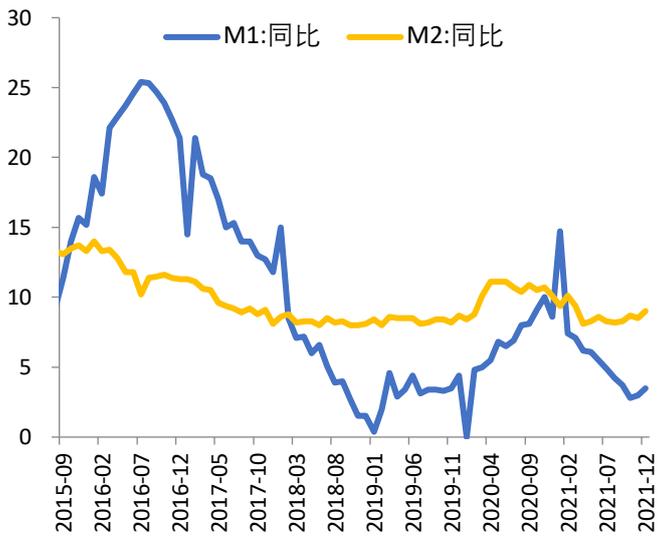
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：居民中长贷同比重回收缩（亿元）



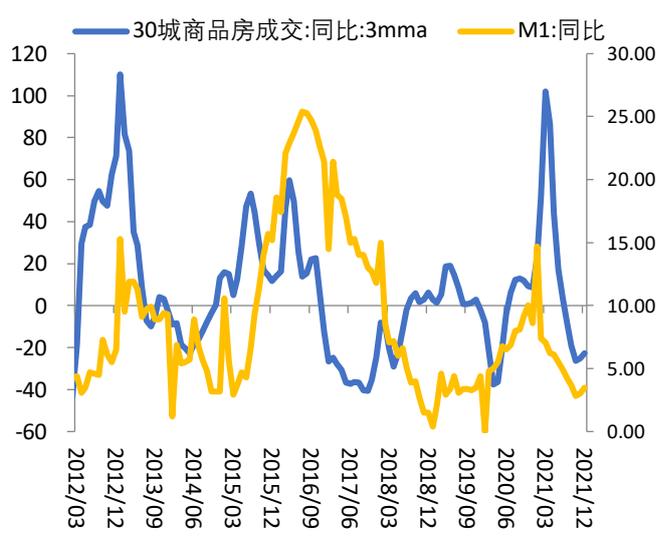
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：M1 仍低位徘徊（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：地产销售走弱拖累 M1 增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、风险提示

疫情变异毒株扩散不确定性，美联储快速收紧货币

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>