

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

信贷社融表现分化，金融支持实体力度不减

——12月金融数据分析

正文：

一、信贷与社融分析

昨日，央行公布12月金融数据，整体来看，信贷和社融表现分化，货币供应增速有所放缓。信贷方面，总量上，12月新增人民币贷款1.4万亿元，同比多增约2700亿元，好于市场预期，各项贷款余额同比+11.1%，也较上月小幅上行0.1个百分点。信贷结构上，在各类结构性货币政策工具持续发力以及支持房企融资政策加快落地的情况下，12月新增企事业单位中长期贷款12110亿元，远超去年同期的3393亿元，连续第5个月同比保持高增，成为拉动信贷增长的最主要来源。而在企业中长期贷款保持高增的同时，12月票据融资仅1146亿元，同比少增2941亿元，票据融资表现弱于季节性也体现出贷款结构上的优化。

不过，疫情等因素扰动尚存，居民预期依旧偏弱，购房需求疲软继续拖累居民户信贷增长，12月居民中长期贷款新增1865亿元，同比少增1693亿元。与之相呼应的是，高频数据显示，去年12月30大中城市商品房销售面积同样处于近几年以来的历史同期低点。

图1：新增人民币贷款

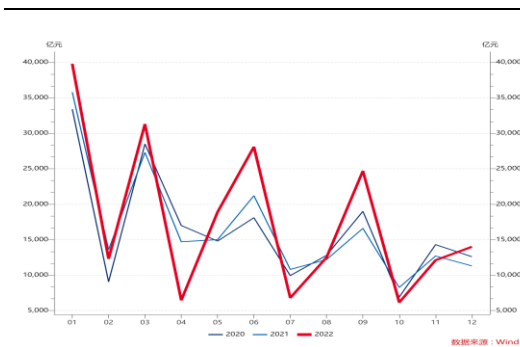
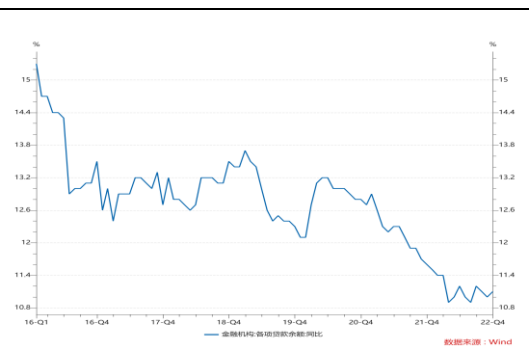


图2：各项贷款余额增速



数据来源：Wind、银河期货

图3：企事业单位中长期贷款

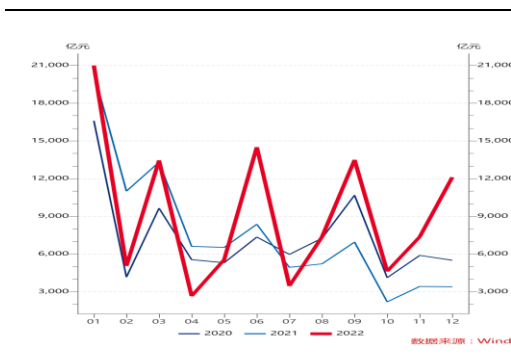


图4：企事业单位票据融资



数据来源：Wind、银河期货

图5：居民户中长期贷款

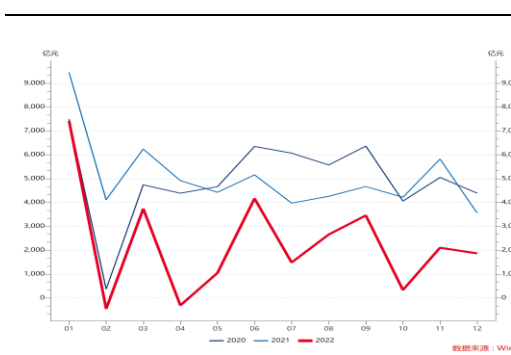
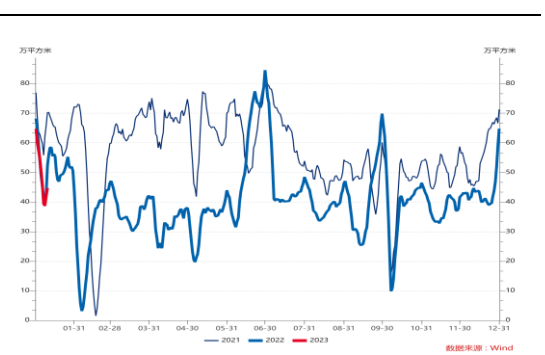


图6：30大中城市商品房成交面积(7MA)



数据来源：Wind、银河期货

与贷款增长超预期相比，12月国内社融表现逊于预期，仅录得1.31万亿元，同比大幅少增近1.06万亿，社融存量同比增速也回落至9.6%，较上月下降0.4个百分点。但结构上看，在信贷增长超预期的情况下，社融规模回落主要是由于企业直接融资及政府债券发行出现大幅萎缩。

其中，12月企业债券融资下降2709亿元，同比减少4876亿元，政府债券融资2781亿元，同比大幅减少8893亿元，两者合计拖累社融增量13769亿元。其原因一方面与去年政府债发行前置，而2021年财政后置，12月新增专项债发行基数较高有关。另一方面，12月信用债调整余波未平，相较于贷款，企业债券融资成本有所上升导致相关融资需求出现下降。此外，防疫策略变化初期感染病例的上升可能也对债券发行节奏带来了一定扰动。

12月非标融资合计-1418亿元，显著好于去年同期的-6388亿元，这仍主要是受信托融资压降幅度大幅收窄所致。后续来看，金融16条出台后，头部房企通过房地产信托进行融资的渠道再度打通，2018年以来信托贷款规模持续压降的趋势可能将会发生一定变化。

图7：社会融资规模

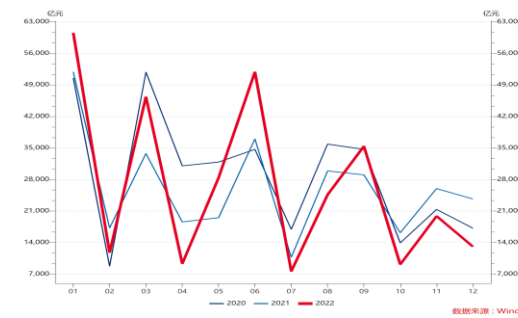
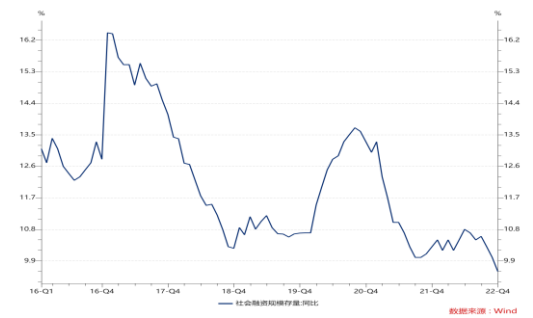


图8：社融存量同比

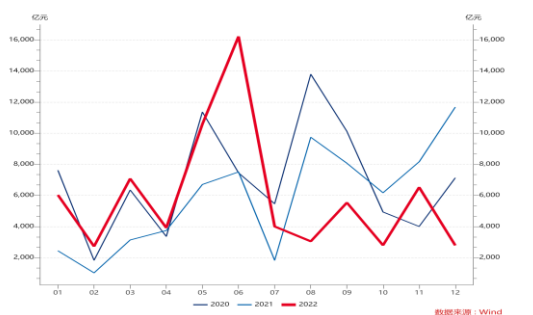


数据来源：Wind、银河期货

图9：企业债券融资



图10：政府债券融资



数据来源：Wind、银河期货

二、M1 与 M2 分析

货币供应方面，12月M2同比+11.8%，较上月回落0.6个百分点，这或是由于去年高基数效应叠加12月基础货币投放有所下降所致。12月央行抵押补充贷款(PSL)投放规模由正转负，从11月的3675亿元变为12月的-171亿元，不利于基础货币增加。不过，从绝对水平上看，当前M2同比增速依旧处于近几年以来的相对高点。

存款结构上，理财赎回影响仍在持续，而防疫政策变化初期也给居民生活和情绪面带来扰动，12月新增居民存款28903亿元，单月同比多增再超万亿，全年累计多增更是达到创纪录的7.94万亿元。与此同时，去年四季度以来，非金融性企业存款增长持续放缓，12月仅824亿元，同比大幅少增12846亿元。居民户与企业存款增速的差异与当前国内购房、消费疲软的现状相呼应，而出口增速的放缓或也使得相关企业的经营和现金流压力有所上升，企业新增存款规模有所回落。12月财政和非银金融机构存款负增长，分别下降10857亿元和5328亿元，但这主要是季节性因素导致的。

12月M1同比+3.7%，较上月回落0.9个百分点，幅度略高于M2，M2-M1剪刀差扩大至8.1%，货币活化程度降低可能主要还是由于居民当期消费意愿下降，避险性储备上升，以及理财产品出现调整后，居民户可能通过延长存款年限来满足对高息资产的配置需要等因素导致。不过，近几年的历史数据也显示，M2增速上行相较于M1具有一定领先性。后续来看，随着防疫策略变化带来的短期冲击的边际减弱和消费预期的转变，明年M1增速可能将逐步

有所上行。

图11: M2、M1增速变化

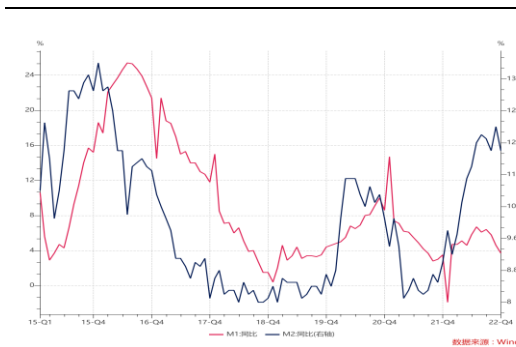
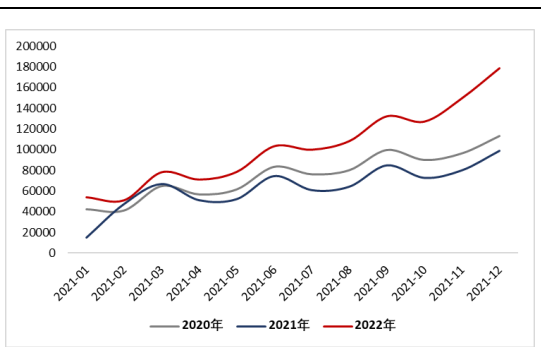


图12: 居民户新增人民币存款累计值



数据来源: Wind、银河期货

图13: PSL当月新增

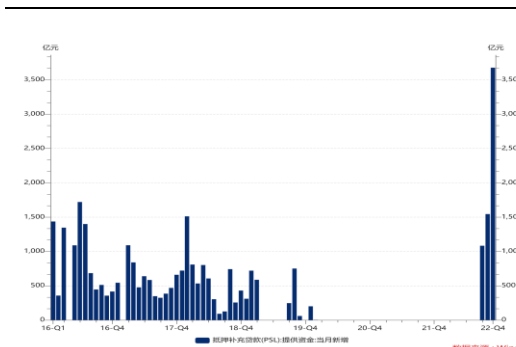
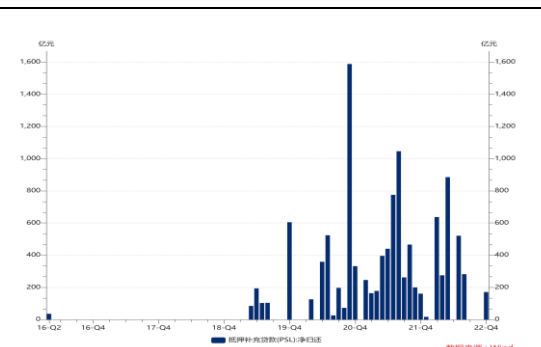


图14: PSL净归还



数据来源: Wind、银河期货

三、综述

综合来看, 12月信贷和社融表现分化, 社融总量偏弱, 增速进一步放缓。但若排除21、22年政府债券发行节奏差异带来的影响, 12月单月社融实际仅小幅回落, 而影响企业债券融资的因素也多为短期扰动。政策支持下, 企事业单位信贷需求继续保持旺盛, 当前信贷增长的主要拖累仍来自于居民端。因此, 首套住房贷款利率政策动态调整机制落地后, 我们认为, 近期央行通过下调OMO和MLF政策利率, 进而传导至LPR贷款报价, 促进“宽信用”的必要性有所降低。对于债市而言, 短期政策面或将缺乏利好驱动。

不过, 历史数据显示, 长期趋势上社融增速通常是收益率变化的领先指标。12月社融存量同比增速继续下行至9.6%, 货币供应与融资需求增速之差仍维持在较高水平, 且企事业单位贷款增长多为政策驱动, 而四季度企业存款大幅回落显示出企业经营面临的压力尚存。从这个角度来看, 短期内收益率持续上行空间可能也并不大。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799