



Committed to Improving
Economic Policy.

Index Brief

2022.1.17(Y-Research IB22-002)

刘昕 何啸/第一财经研究院研究员

liuxin@yicai.com

www.cbnri.org

中国金融条件指数

第一财经研究院中国金融条件指数月报

(2021 年 12 月)

降息并非终点

摘要

2021 年 12 月，第一财经研究院中国金融条件月度指数为-0.82，较前一月上升 0.10，指数年内下降 0.19。从历史数据来看，12 月中国金融条件指数仍处于宽松区间，宽松幅度与 2015 年底至 2016 年底相当。与 2020 年 5 月新冠疫情发生后的低点相比，12 月金融条件指数上升幅度约为 0.61。

12 月新增社会融资增量为 2.37 万亿元，较 11 月的 2.60 万亿元略有下降；但从同比增量来看，12 月新增社融同比增量 6490 亿元，

较 11 月的 4628 亿元进一步回暖。从社融缺口来看，12 月新增社融缺口为-5.1%，较 11 月的-8.3%上升 3.1%，已有在周期底部企稳现象。

我们对 12 月金融数据的概括为“总量不差，但结构不佳”：

- 从新增社融总量上来看，主要由政府债券拉动，其中财政部提前下达的 2022 年专项债额度发挥了主要作用。

- 从人民币贷款来看，居民贷款增量受限于房地产限贷政策，企业贷款主要靠票据冲量，显示银行可能存在“资产荒”的现象。

- 从货币角度来看，M1 增速依然处于历史低位，M1 与 M2 增速之间的剪刀差依然显著，同时社融增速与 M2 增速之间的差值较小，显示实体经济活动和融资需求仍待进一步回升。

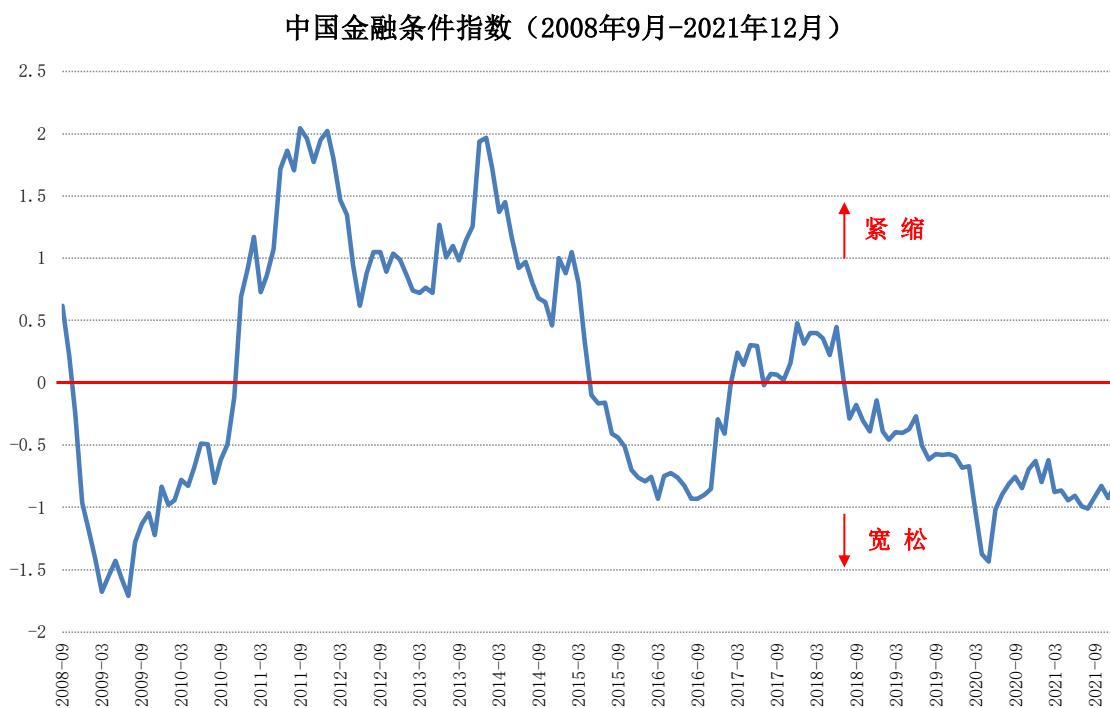
1 月 17 日，央行分别下调 7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 利率 10bp，降息预期终于落地。但从各项指标来看，我们距离实体融资需求回暖以及信贷结构改善仍有不小的距离。

一、中国金融条件指数概况——紧货币、宽信用下的指数走高

2021年12月，第一财经研究院中国金融条件月度指数为-0.82，较前一月上升0.10，指数年内下降0.19。

从历史数据来看，12月中国金融条件指数仍处于宽松区间，宽松幅度与2015年底至2016年底相当。与2020年5月新冠疫情发生后的低点相比，12月金融条件指数上升幅度约为0.61。

图 1：从历史数据来看，12月中国金融条件指数仍处于宽松区间

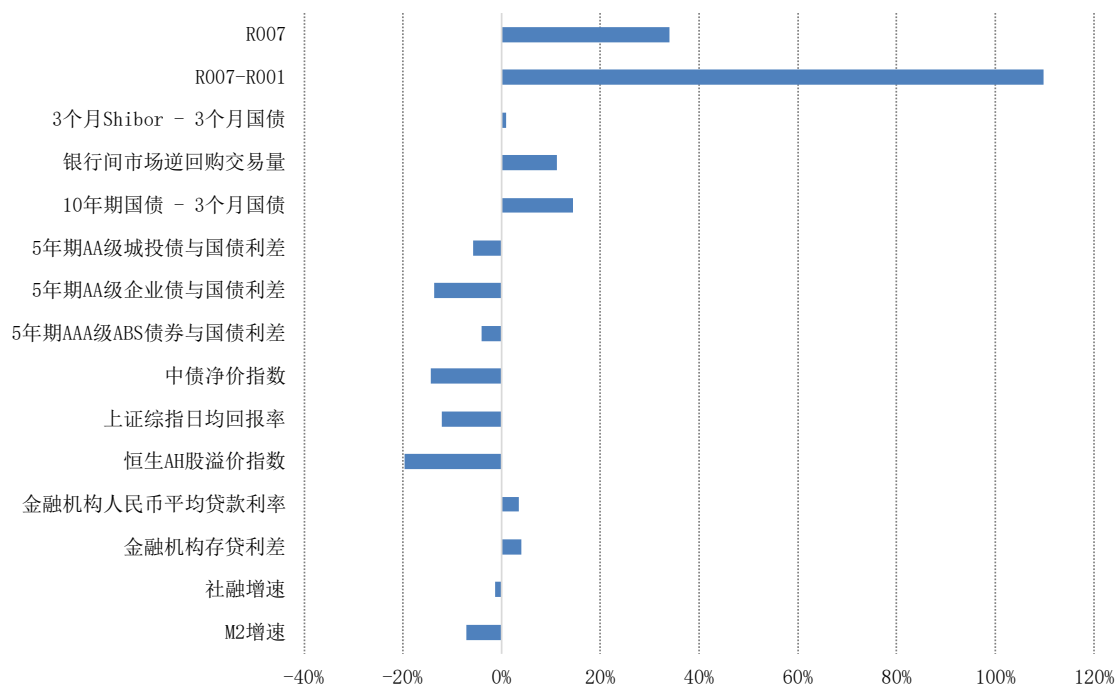


来源：第一财经研究院

从各指标对指数变化的贡献度来看，12月资金面紧张是导致指数上升的主要因素。此外，12月信用债收益率与信用利差走低、社融与M2增速回暖都是拉动指数下行的动力。

图 2：从各指标对金融条件指数变化的贡献度来看，资金面收紧是 12 月金融条件指数走高的主要因素

各指标对金融条件指数变化的贡献度

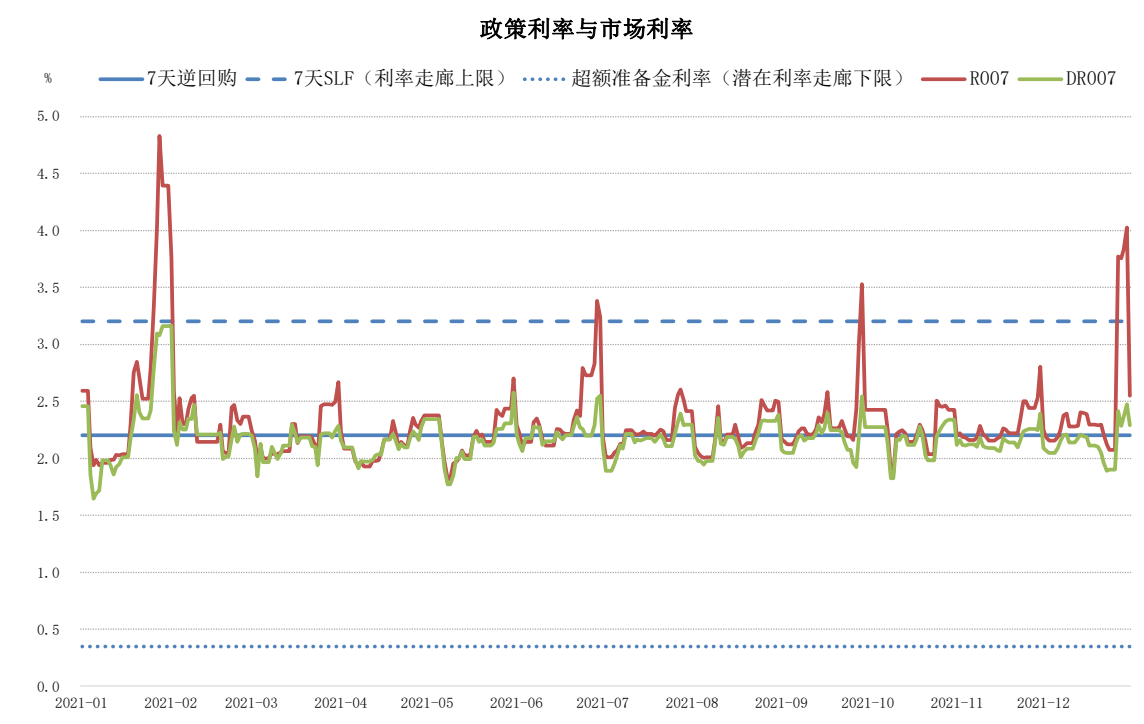


来源：第一财经研究院

12 月资金面紧张的情况主要发生在月底。在 12 月 26 日至 12 月 30 日期间，R007 由 2.07% 上升至 4.03%，DR007 由 1.9% 上升至 2.47%，两者之间的差值最高达到 155bp，显示非银金融机构面临更大的资金面压力。

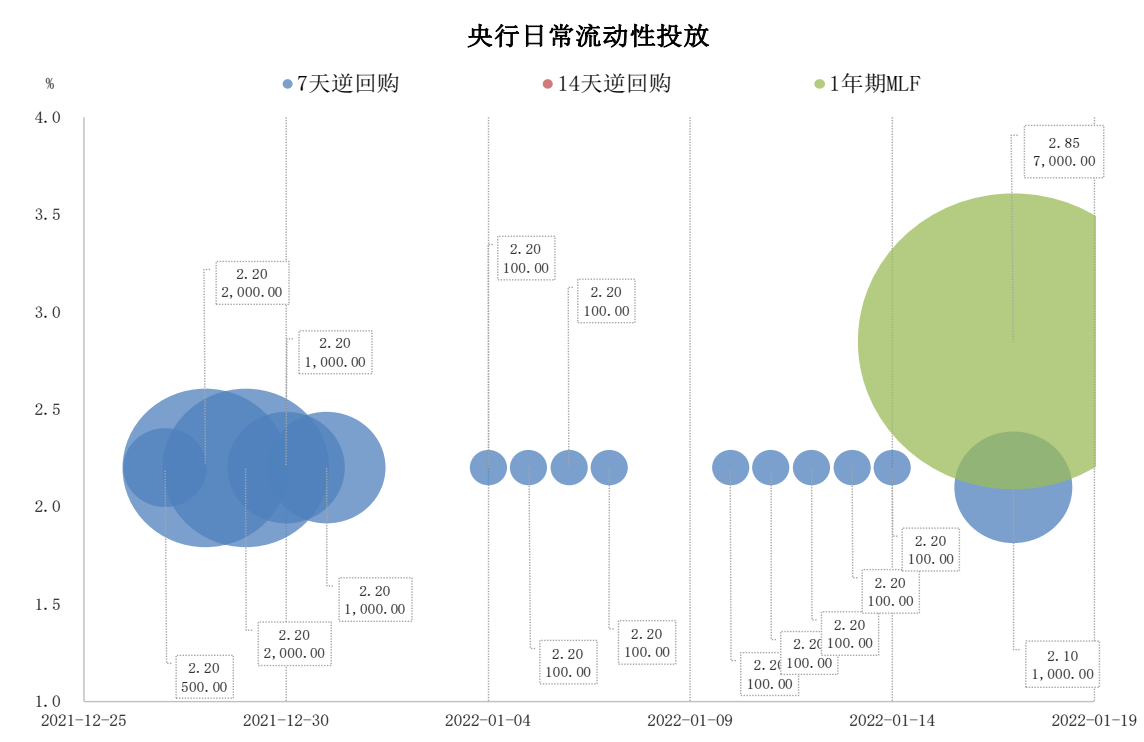
1 月 17 日，央行分别下调 7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率 10bp，央行降息“靴子落地”。具体来看，央行今日投放 7 天逆回购 1000 亿元，利率由 2.2% 下降至 2.1%；今日有 5000 亿元 1 年期 MLF 到期，央行超额续作 1 年期 MLF 至 7000 亿元，利率由 2.95% 下降至 2.85%。

图 3: 央行超额续作 1 年期 MLF, 并下调 7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率 10bp



来源：第一财经研究院

图 4: 央行超额续作 1 年期 MLF, 并下调 7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率 10bp



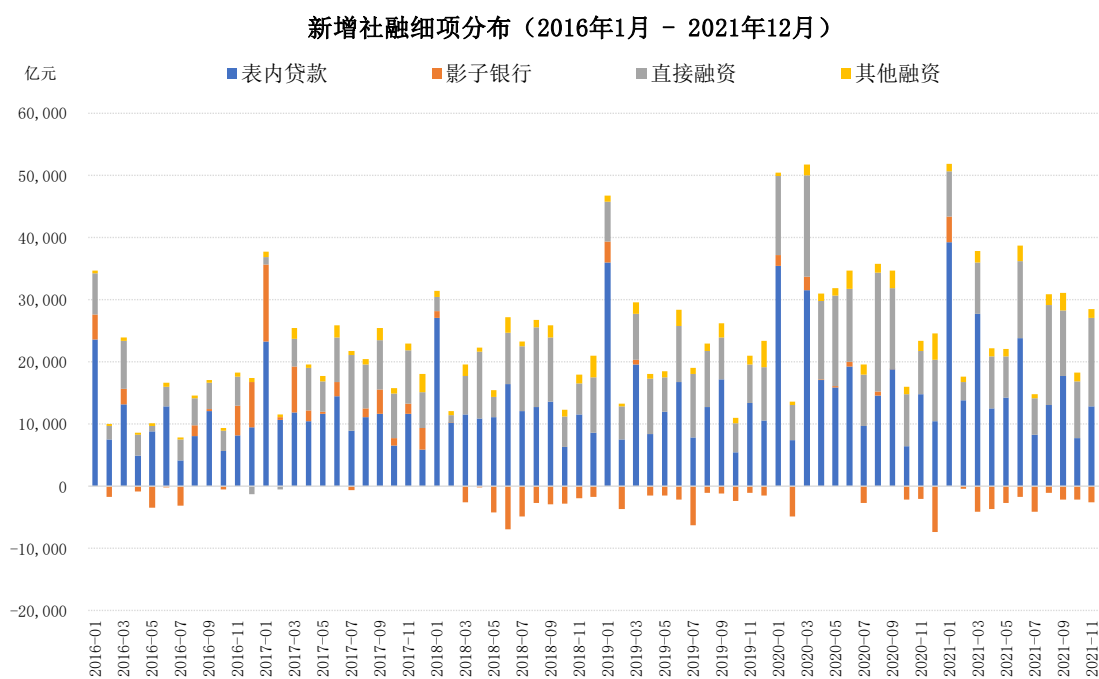
来源：第一财经研究院

二、月度金融数据解读——总量不差，结构不佳

12月新增社会融资增量为2.37万亿元，较11月的2.60万亿元略有下降；但从同比增量来看，12月新增社融同比增量6490亿元，较11月的4628亿元进一步回暖。

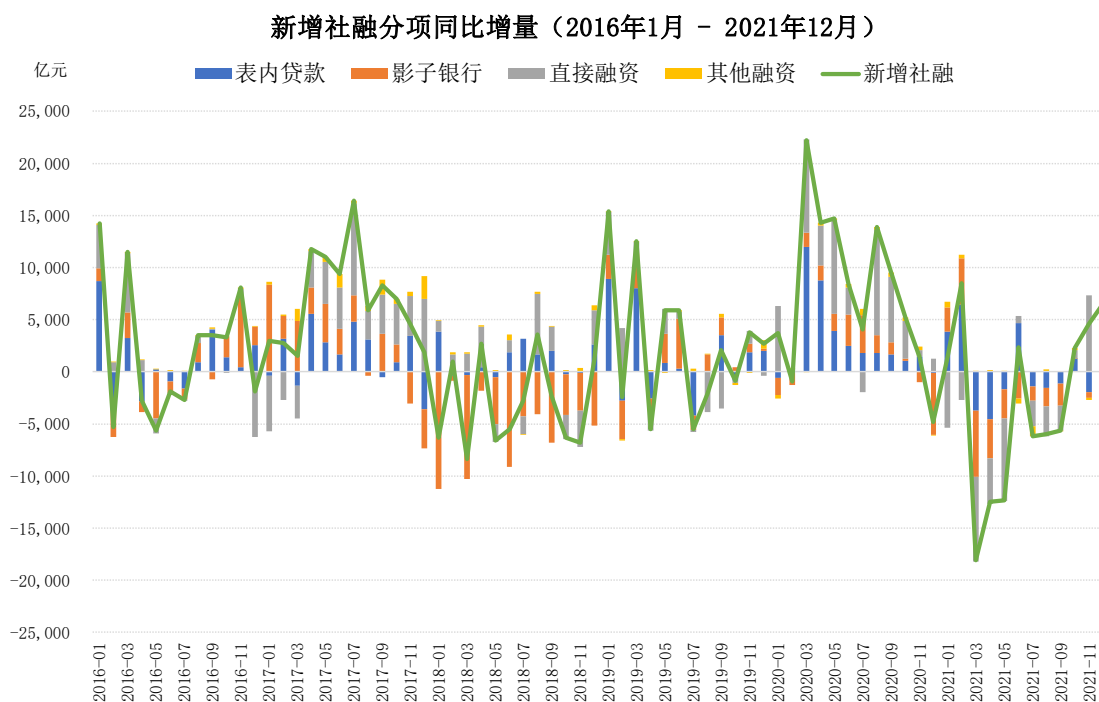
从细项来看，12月新增表内贷款（人民币贷款+外币贷款）为9701亿元；影子银行（委托贷款+信托贷款+未贴现承兑汇票）减少6388亿元；新增直接融资（企业债券+政府债券+资产支持证券）1.65万亿元，其中新增政府债券达到1.17万亿元。数据表明12月新增社融主要由政府债券为主的直接融资所拉动。

图5：12月新增社融主要由直接融资所拉动



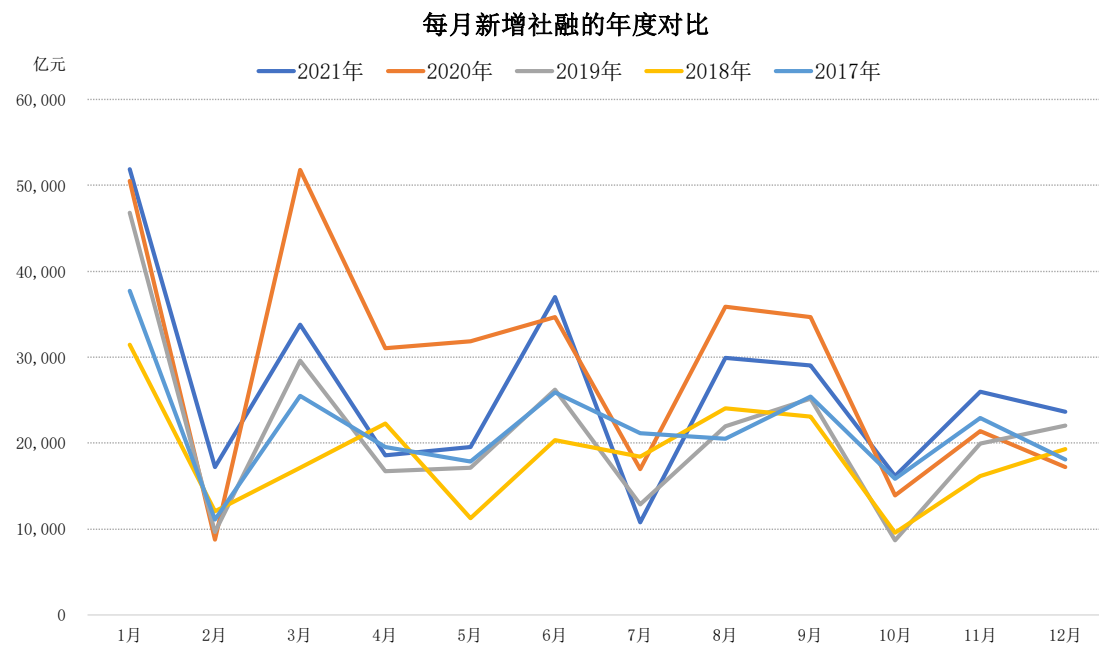
来源：Wind、第一财经研究院

图 6：12 月新增社融同比增量较 11 月进一步回暖



来源：Wind、第一财经研究院

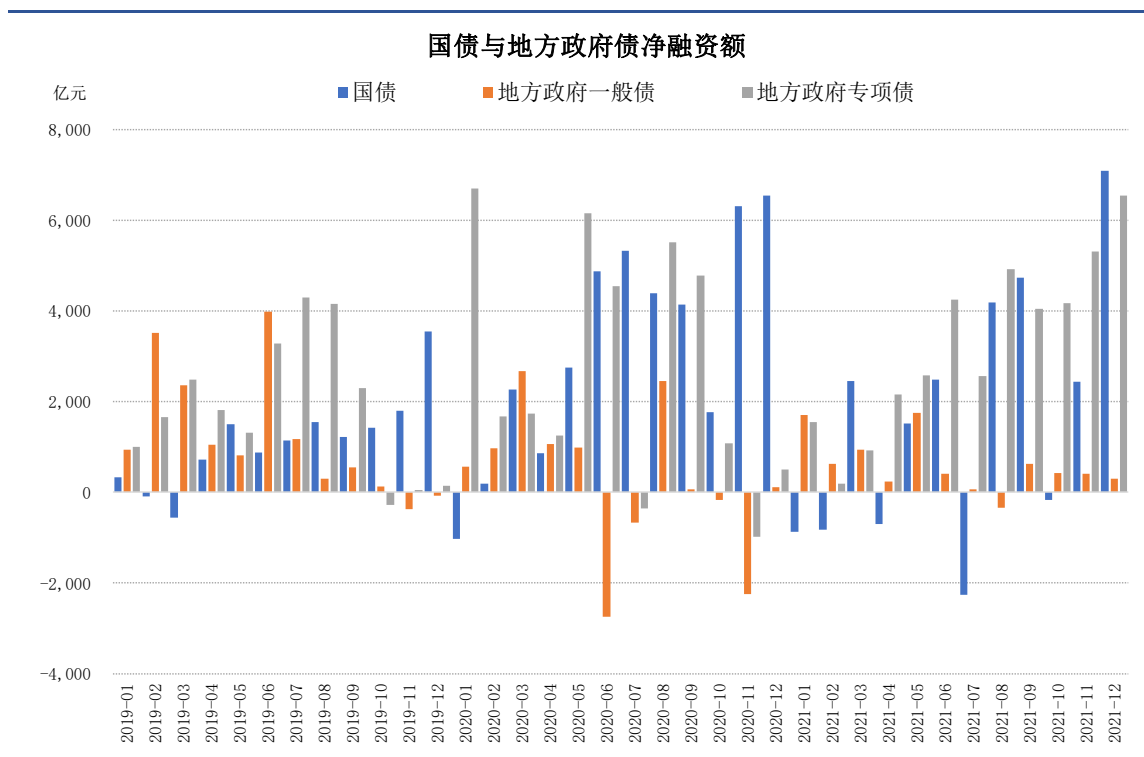
图 7：从季节性来看，12 月新增社融强于往年



来源：Wind、第一财经研究院

从政府债券净融资额来看，12月国债净融资额为7092亿元，地方政府一般债净融资额为295亿元，地方政府专项债净融资额达到6543亿元。12月底，在完成2021年地方政府专项债发行额度的基础上，财政部提前下发1.46万亿元新增专项债限额，符合此前中央经济工作会议所提出的“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，政策发力适当靠前”表述。

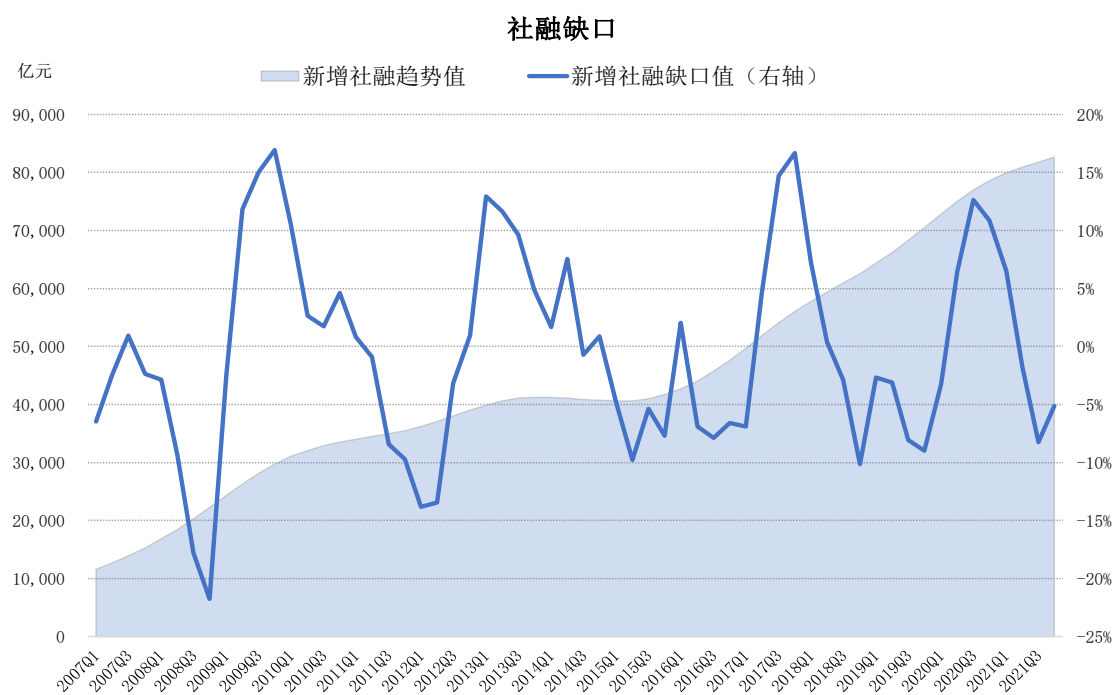
图8：12月国债与地方政府专项债发行规模显著



来源：Wind、第一财经研究院

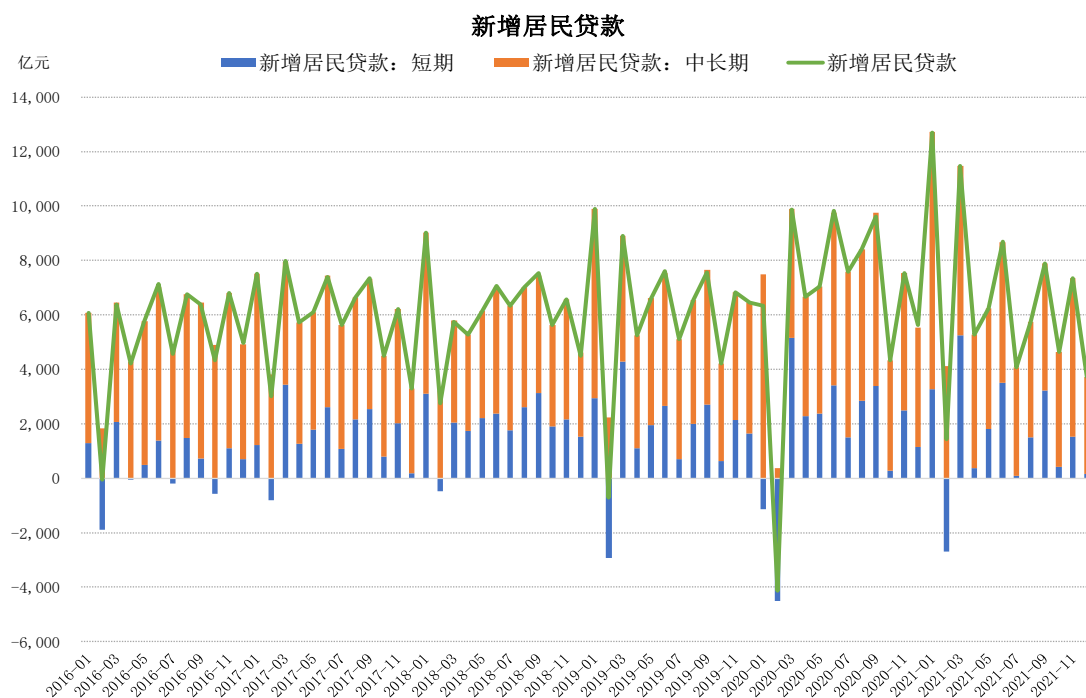
由第一财经研究院所测算的社融缺口显示，12月新增社融缺口为-5.1%，较11月的-8.3%上升3.1%，后续社融缺口能否由负转正取决于疫情下经济活动和企业融资需求的复苏等因素。

图 9：从社融缺口来看，12 月新增社融已在周期底部企稳



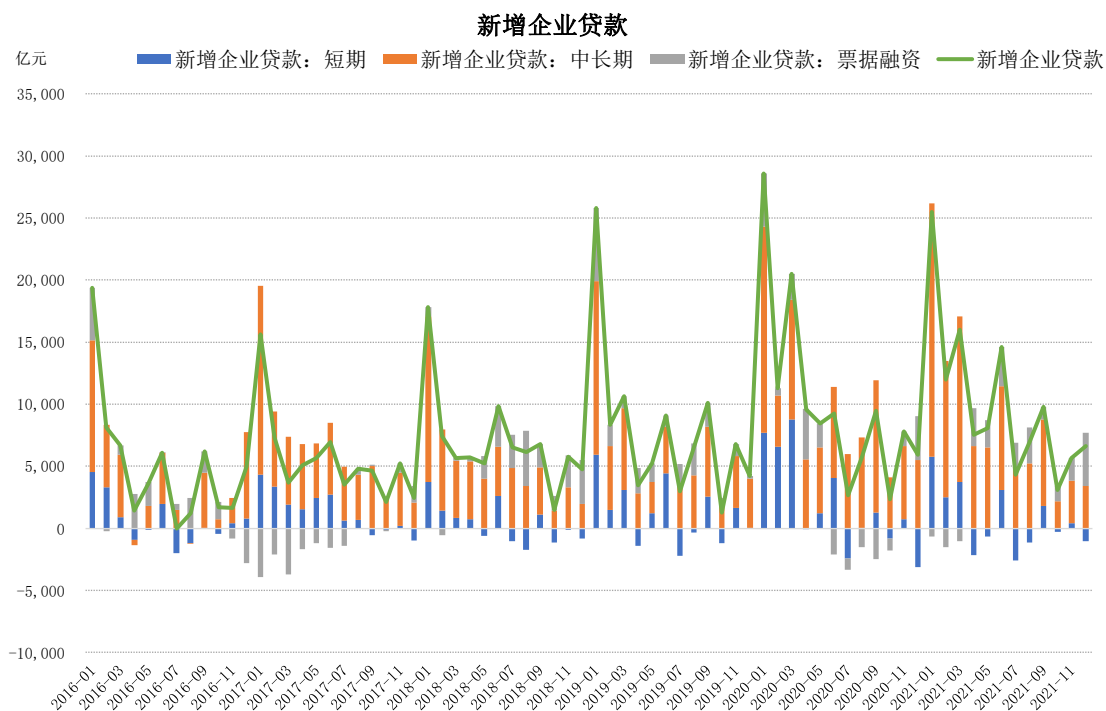
来源：第一财经研究院

图 10：12 月新增居民贷款持续压缩



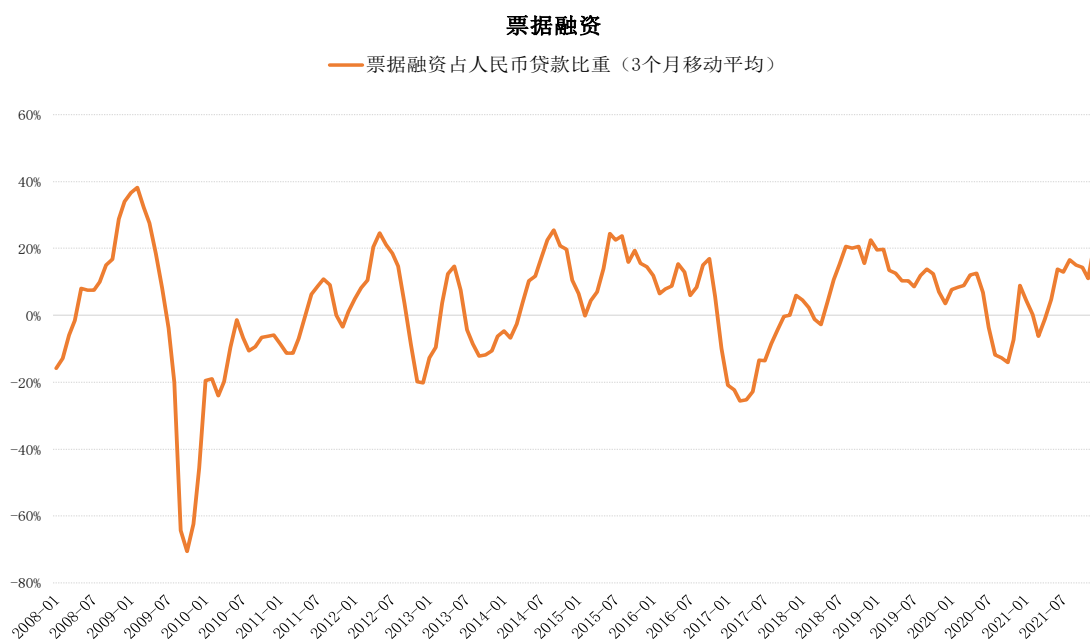
来源：Wind、第一财经研究院

图 11：12 月新增企业贷款中，票据融资规模显著



来源：Wind、第一财经研究院

图 12：年底存在票据冲量现象

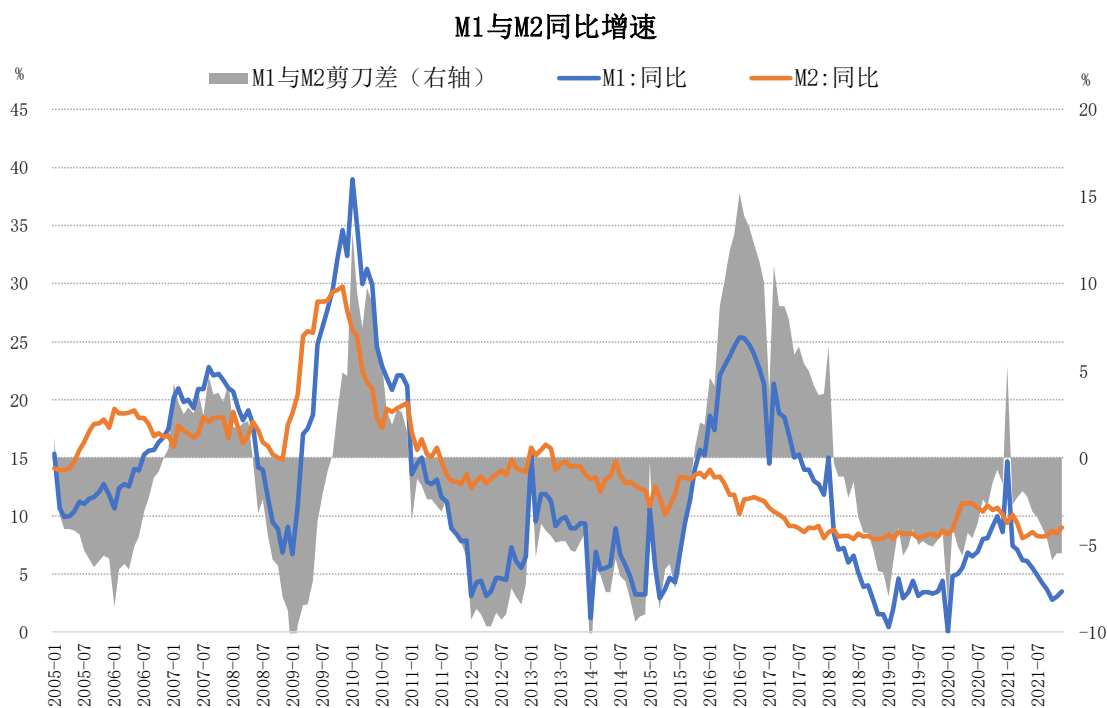


来源：Wind、第一财经研究院

从人民币贷款来看，12月新增居民贷款和新增企业贷款走势有所分化。在2021年下半年房地产按揭贷款收紧政策的影响下，12月新增居民贷款回落幅度明显，由11月的5821亿元下滑至3558亿元。从新增企业贷款来看，12月票据融资占新增企业贷款比重高达65%，年底票据冲量的现象较为明显。

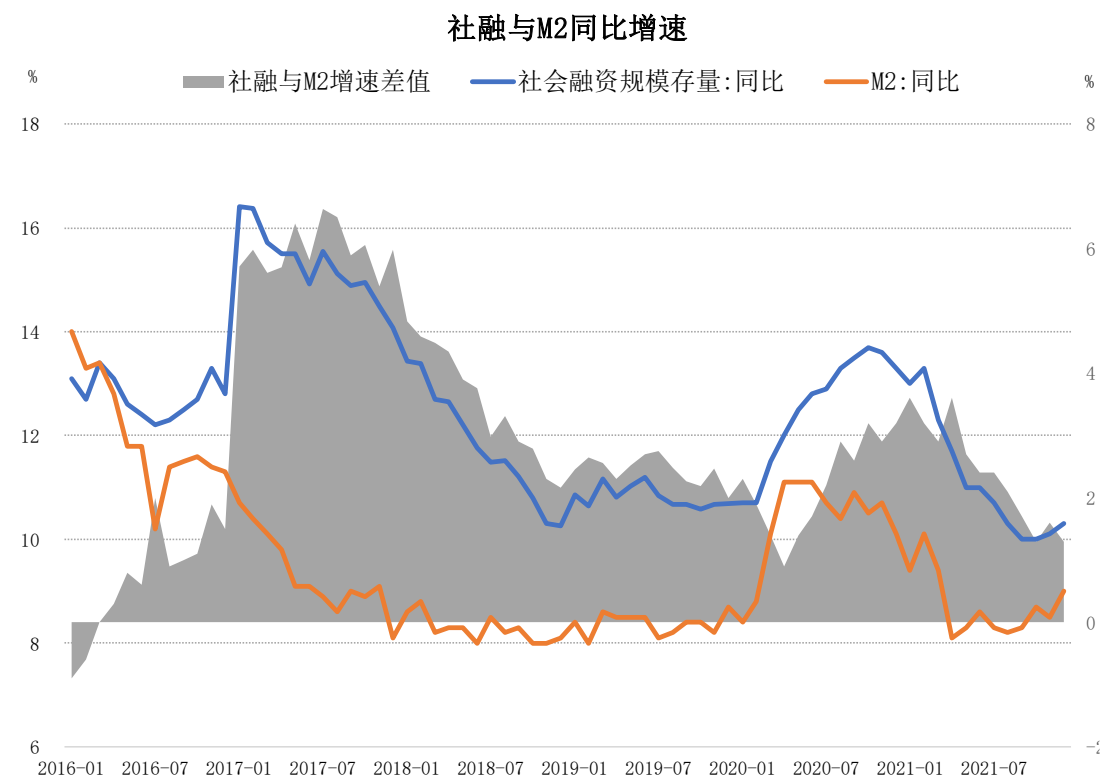
从货币供应来看，12月M1增速为3.5%，M2增速为9%。虽然M1增速自10月起已连续2个月上升，但M1与M2的差值仍维持在-5.5%左右。同时，社融增速与M2增速之间的差值由11月的1.6%回落至12月的1.3%，显示目前实体经济活动及融资需求仍需等待进一步回暖。

图 13：M1 与 M2 剪刀差未见好转，显示实体经济活动仍有待提振



来源：Wind、第一财经研究院

图 14：从社融与 M2 增速差值来看，融资需求仍较为低迷



来源：Wind、第一财经研究院

综上，我们对 12 月金融数据的概括为“总量不差，但结构不佳”。

- 从新增社融总量上来看，主要由政府债券拉动，其中财政部提前下达的 2022 年专项债额度发挥了主要作用。

- 从人民币贷款来看，居民贷款增量受限于房地产限贷政策，企业贷款主要靠票据冲量，显示银行可能存在“资产荒”的现象。

- 从货币角度来看，M1 增速依然处于历史低位，M1 与 M2 增速之间的剪刀差依然显著，同时社融增速与 M2 增速之间的差值较小，显示实体经济活动和融资需求仍待进一步回升。

三、政策动态

中国货币信贷政策

为维护银行体系流动性合理充裕，1月17日央行开展7000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1000亿元公开市场逆回购操作。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点，分别降至2.85%、2.10%。这是央行自2020年4月之后首次下调政策利率，距离2021年12月降准仅仅一个月。

中国金融政策

1、14日，人民银行会同银保监会修订《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》，形成了《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法（征求意见稿）》（下称“征求意见稿”），进一步规范商业汇票承兑、贴现与再贴现行为，促进票据业务健康发展，更好发挥服务实体经济作用。为加强风险防控，征求意见稿明确，金融机构应审慎开展商业汇票承兑和贴现业务，采取有效措施防范市场风险、信用风险和操作风险。银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的15%，保证金余额不得超过承兑人存款规模的10%。征求意见稿还缩短了最长付款期限，要求商业汇票的付款期限出票日至到期日最长不超6个月。同时，征求意见稿强化了信息披露管理与监督管理，明确企业、财务公司、银行未按要求披露票据承兑信息的，不得开展票据业务。人民银行、银保监会对超出承兑限额和付款期限、未按规定披露信息、逾期兑付、无真实交易关系承兑贴现、欺诈骗取承兑贴现、未经

许可从事票据贴现的依法追究责任。

2、近日，为完善重要货币市场基金监管，保护基金份额持有人合法权益，证监会起草了《重要货币市场基金监管暂行规定（征求意见稿）》（以下简称《暂行规定》），向社会公开征求意见。《暂行规定》共五章二十条，主要内容包括：一是明确重要货币市场基金的定义和评估方法，有效识别重要货币市场基金；二是明确重要货币市场基金的附加监管要求，增强抗风险能力；三是明确重要货币市场基金的风险防控和监督管理机制。

海外货币政策

当地时间1月12日，美联储发布经济褐皮书。美联储认为虽然经济增速略显温和，经济增长预期有所放缓，但美国整体需求与生产能力以及经济生产复苏意愿仍较为强烈，且新冠疫情蔓延或即将见顶。至于通胀方面，“工资-物价”螺旋上涨持续推升企业生产成本。供应链恢复不足仍然影响工厂原材料采购成本。经济褐皮书报告中显示部分地区通胀水平已出现缓解，美国通胀或即将见顶。

“第一财经研究院中国金融条件指数系列”包含基于交易数据的日度指数以及综合交易数据和统计数据的月度指数。指数值为标准分数（z-score），高于零的数值代表相对紧缩的金融环境，低于零的数值代表相对宽松的金融环境。日度指数将2015年1月5日至今的

均值设为零，月度指数将 2008 年 9 月至今的均值设为零。第一财经研究院每周公布日度指数，每月公布月度指数

