

## 非标及债券融资拖累社融增速，资金充裕仍待传导

### 2020年12月金融数据点评

证券研究报告  
2021年01月13日

#### ● 核心结论

**表外融资以及企业债券融资收缩是12月社融最大拖累项。**12月社融新增1.72万亿元，低于市场预期2.19万亿元，同比少增3830亿元。表外融资全面压降，受个别国企债券违约影响，债券融资大幅承压，企业债券融资新增仅442亿元。**票据融资多增一定程度上对应了未贴现银行承兑汇票大幅下降。**企业AAA级中短期票据发行利率显著低于短期贷款利率，企业资金周转需求转向票据融资，而票据融资中有一部分就是贴现的银行承兑汇票，因此造成未贴现部分明显削减。信托压降压力较大令12月信托贷款大幅缩减。**直接融资未来仍有较大上升空间。**央行释放流动性稳定债市情绪，随着货币传导至企业，融资环境转好，届时将成为社融支撑力量之一。

**社融存量增速进入下行通道。**12月社融存量同比增速13.3%，较11月回落0.3个百分点，确认了10月的社融顶部，与我们在年度策略报告中的预测一致。考虑到2020年1月、2月的低基数，预计2021年1月和2月的社融增速仍将保持13%以上，之后再平滑下行。

**企业中长贷占比高，企业扩张意愿较强。**12月新增企业贷款5953亿元，同比多增1709亿元，其中新增中长贷5500亿元，同比多增1522亿元。短贷减少3097亿元。**居民端贷款同比少增。**中长贷同比少增432亿元，或因年底部分银行房贷额度偏紧，叠加12月31日房贷新规，地产需求端热度自12月起或有所回落；短贷同比少增493亿元，往年12月居民短贷均相对较少，或因春节效应，短贷需求转向节前的1月，此外银行在涉房贷额度受限的情况下，个人消费贷或被重视，我们认为1月居民短贷有望回升。

**和上个月相比，M1、M2增速均有较大幅度放缓，去年12月的高基数是主要原因之一。**若去除2019年12月的基数效应，2020年12月M1、M2增速分别为9.6%与10.5%，较前月仅小幅回落。自个别国企债券违约以来，央行加大了流动性供给，也是长债收益率有所下行的原因之一。因此我们不认为12月数据代表短期内货币政策在收紧。**此外，财政存款也是压低M2增速的原因之一。**12月财政存款同比少减1246亿元，投放量明显不及往年同期。2021年1月、2月M2增速可能会被去年低基数推高，我们预计1月和2月M2增速会回升到10.5%和10.4%。

**社融与M2之差走阔。**12月社融存量增速与M2增速较11月扩大0.3个百分点至3.2%，除去M2的基数效应，二者差缩窄至2.7%，较11月收窄0.2个百分点，与国开债近期小幅下行趋势一致。从实体经济角度看，企业融资受限是主因，央行前期适度的宽货币与紧信用形成了错位，但随着央行前期释放的流动性传导至企业端，企业的融资环境将显著改善。

风险提示：需求复苏不及预期，货币政策转向超预期。

#### 分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

#### 联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



印明



18810683986



yinming@research.xbmail.com.cn

#### 相关研究

## 索引

## 内容目录

表外融资与企业债券融资拖累 12 月社融.....	3
社融存量增速确认转向.....	5
企业信贷结构较优.....	5
居民存款节前回流.....	6
财政存款与高基数压低 M2 增速.....	7
资金整体充裕，仍待传导.....	9

## 图表目录

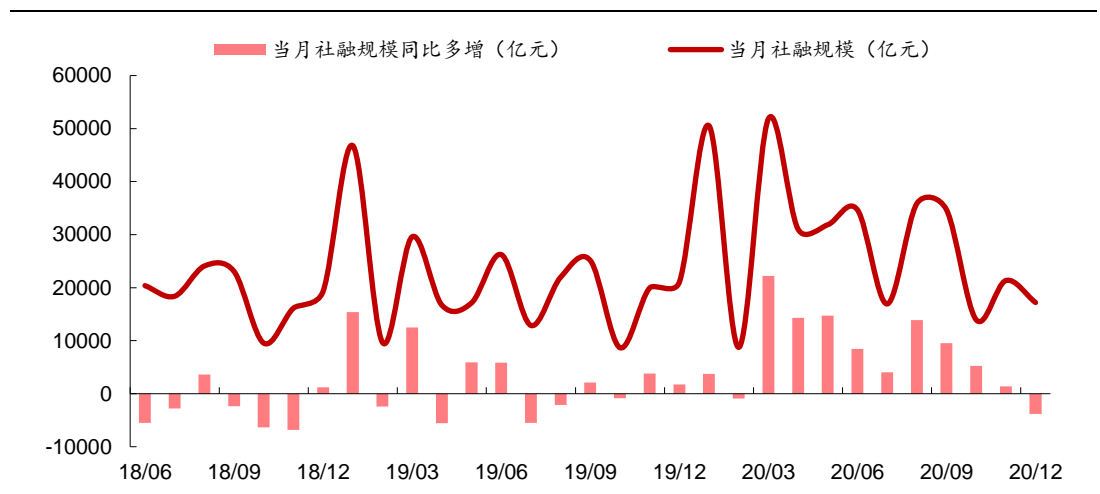
图 1：12 月社融增量低于预期.....	3
图 2：企业 AAA 级中短期票据发行利率显著低于短期贷款利率.....	4
图 3：12 月信托贷款大幅缩减（亿元）.....	4
图 4：社融存量增速进入下行通道.....	5
图 5：12 月企业短贷转向票据融资（亿元）.....	6
图 6：居民端贷款同比少增（亿元）.....	6
图 7：12 月、1 月居民存款或均较高（亿元）.....	6
图 8：12 月非金融企业存款同比少增（亿元）.....	7
图 9：12 月 M1、M2 增速放缓.....	7
图 10：12 月财政资金投放量不及往年（图为财政存款当月值，亿元）.....	8
图 11：M2、M1 剪刀差走阔.....	8
图 12：社融与 M2 之差走阔.....	9
图 13：DR007 低于 7 天逆回购利率约 20bps.....	9
图 14：Shibor-MLF 的利差近期处于负值区间.....	10
图 15：同业存单-MLF 的利差近期处于负值区间.....	10
图 16：社融增速有所波动，但趋势下行.....	10
图 17：社融增速与 M2 增速相匹配.....	10

据1月12日央行发布的2020年12月金融数据，12月新增社融1.72万亿元，低于市场预期2.19万亿元，同比少增3830亿元。对实体经济发放的人民币贷款新增1.26万亿元，略超市场预期1.21万亿元，同比多增1170亿元。M2同比增长10.1%，较上月末放缓0.6个百分点，较上年同期提高1.4个百分点；M1同比增长8.6%，较上月末降低1.4个百分点，较上年同期提高4.2个百分点。

## 表外融资与企业债券融资拖累12月社融

表外融资以及企业债券融资收缩是12月社融最大拖累项。12月社融新增1.72万亿元，低于市场预期2.19万亿元，同比少增3830亿元。具体来看，表外融资全面压降，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别减少559亿元、4601亿元和2216亿元。另外受前期个别国企债券违约影响，债券融资大幅承压，企业债券融资新增仅442亿元，同比少增2183亿元。相比之下股票融资有所提振，12月新增1125亿元，同比多增692.8亿元。

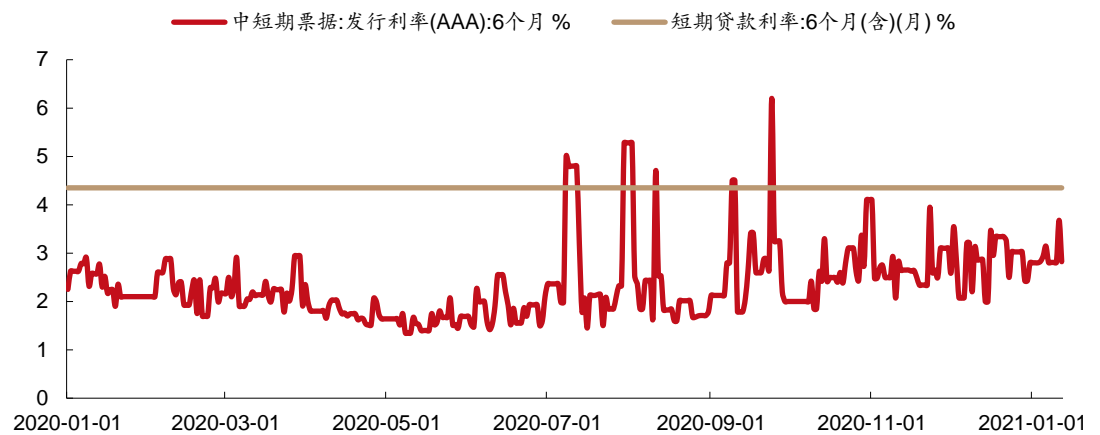
图1：12月社融增量低于预期



资料来源：Wind，西部证券研发中心

票据融资多增一定程度上对应了未贴现银行承兑汇票的大幅下降。12月未贴现银行承兑汇票新减2216亿元，同比压降3167亿元。企业AAA级中短期票据发行利率显著低于短期贷款利率，企业资金周转、解决账款拖欠等问题的需求转向票据融资，而票据融资中有一部分就是贴现的银行承兑汇票，因此造成未贴现部分发生明显的削减。

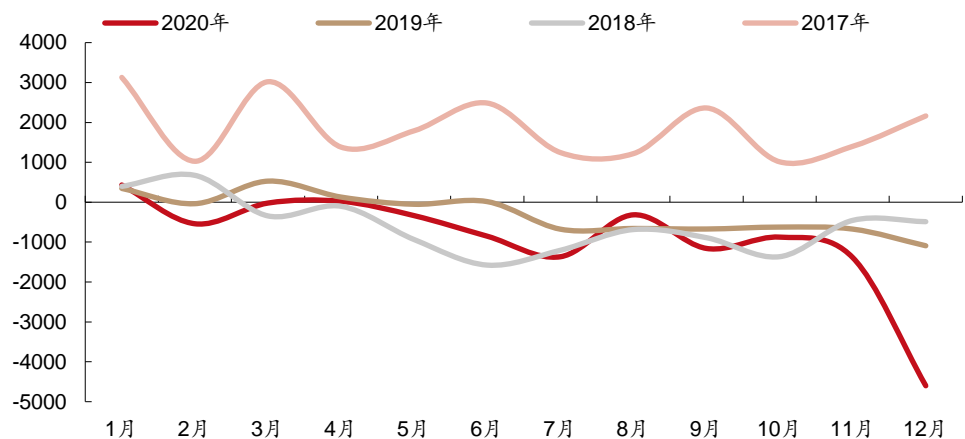
图2：企业AAA级中短期票据发行利率显著低于短期贷款利率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

信托压降任务压力大致使12月信托贷款大幅缩减。12月新减信托贷款4601亿元，同比多减3509亿元。2020年年初监管部门制定了全行业压降1万亿具有影子银行特征的融资类信托业务的指标，对于每家信托公司，主动管理类的融资规模须削减至2019年底的20%左右。四季度部分信托公司压降任务完成度不及预期，导致年底集中压降，反映到社融即为信托贷款的减少。

图3：12月信托贷款大幅缩减（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

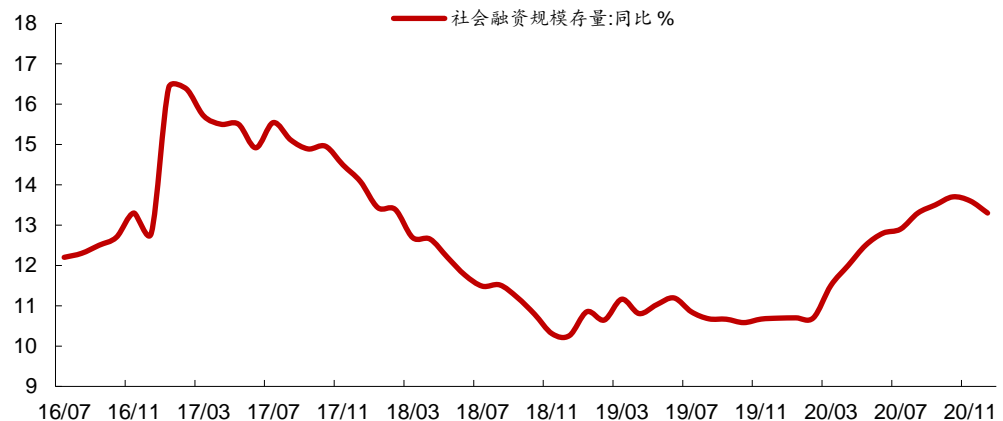
资管新规过渡期仅剩一年，再次延期概率很小，预计在2021年非标融资项的压降压力仍将持续。延期并不涉及资管业务监管标准的变动，也不意味资管业务改革方向发生变化，对于提前完成整改任务的机构给予适当激励，对于未按计划如期完成的机构，将会采取差异化惩罚措施，因此表外融资项对社融的支撑趋于减弱。

直接融资未来仍有较大的上升空间。逐步压降存量非标资产，转而通过增加对非金融企业债券和股票融资的支持力度，来促进提升支持实体经济的质效。为应对个别国企违约导致的企业信用风险上行的问题，央行释放流动性稳定信用债市场情绪，未来随着货币传导至企业端，融资环境转好，届时将成为社融的支撑力量之一。

## 社融存量增速确认转向

**社融存量增速进入下行通道。**12月社融存量同比增速13.3%，较11月回落0.3个百分点，再次确认了10月的社融顶部，与我们在年度策略报告中的预测一致。社融增速逐步回归正常轨道也是保持宏观杠杆率基本稳定、社融增速与名义GDP增速相匹配的应有之义。往后看，考虑到2020年1月、2月的低基数，预计2021年1月和2月的社融增速仍将保持13%以上，之后再平滑下行。

图4：社融存量增速进入下行通道



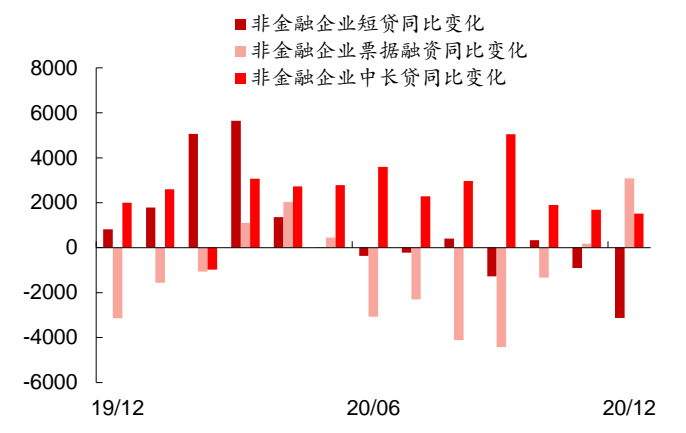
资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 企业信贷结构较优

**企业中长贷占比高，企业扩张意愿较强。**12月新增企业贷款5953亿元，同比多增1709亿元，其中新增中长贷5500亿元，同比多增1522亿元，相对稳定；票据融资新增3341亿元，同比大幅多增3079亿元，而短贷大幅减少3097亿元，票据多增或因年底银行对企业短贷管控趋严，加之票据融资利率相对较低，企业的资金周转、解决账款拖欠等需求转向票据融资。

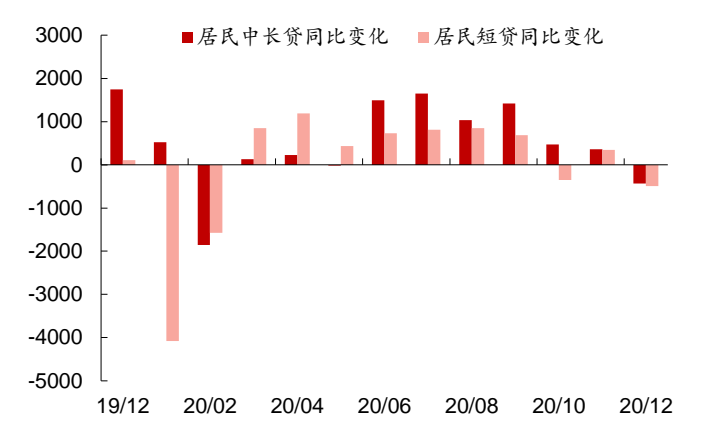
**居民端贷款同比少增。**12月新增居民贷款5635亿元，同比少增824亿元。其中新增中长贷4392亿元，同比少增432亿元，或因年底部分银行房贷额度偏紧，叠加12月31日发布的房贷新规，我们判断地产需求端热度自12月起有所回落；新增短贷1142亿元，同比少增493亿元，往年12月居民短贷均相对较少，或因春节效应，短贷需求转向节前的1月，此外银行在涉房贷额度受限的情况下，个人消费贷或被加以重视，我们认为1月居民短贷有望回升。

图 5：12 月企业短贷转向票据融资（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：居民端贷款同比少增（亿元）

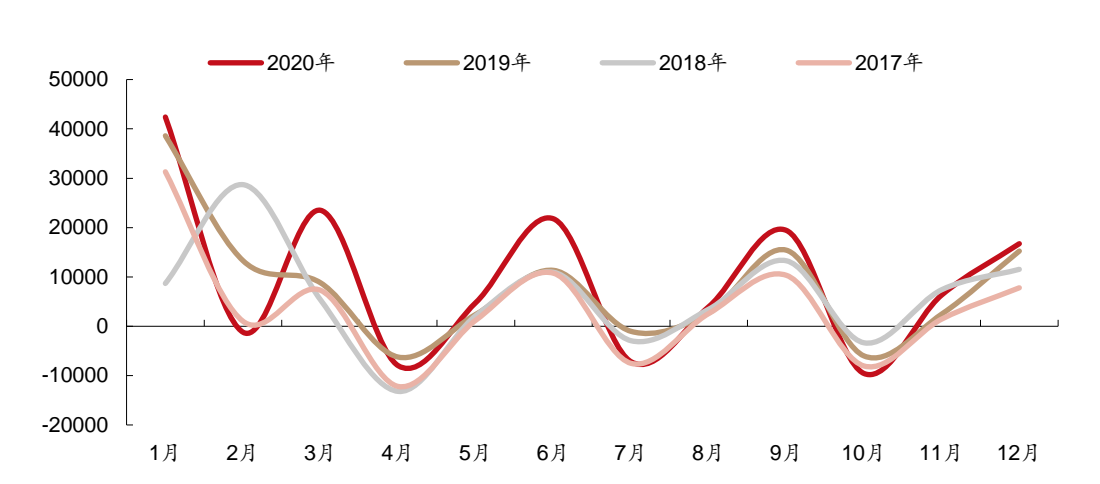


资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 居民存款节前回流

按照往年经验，春节前 1-2 个月居民存款有较为明显的增加，春节所在月，存款有所释放。12 月居民存款新增 1.67 万亿元，同比多增 1489 亿元。春节期间红包等风俗提高居民部门对现金的需求，而今年春节在 2 月中旬，因此 2020 年 12 月、2021 年 1 月，居民存款或均处于较高的水位。

图 7：12 月、1 月居民存款或均较高（亿元）

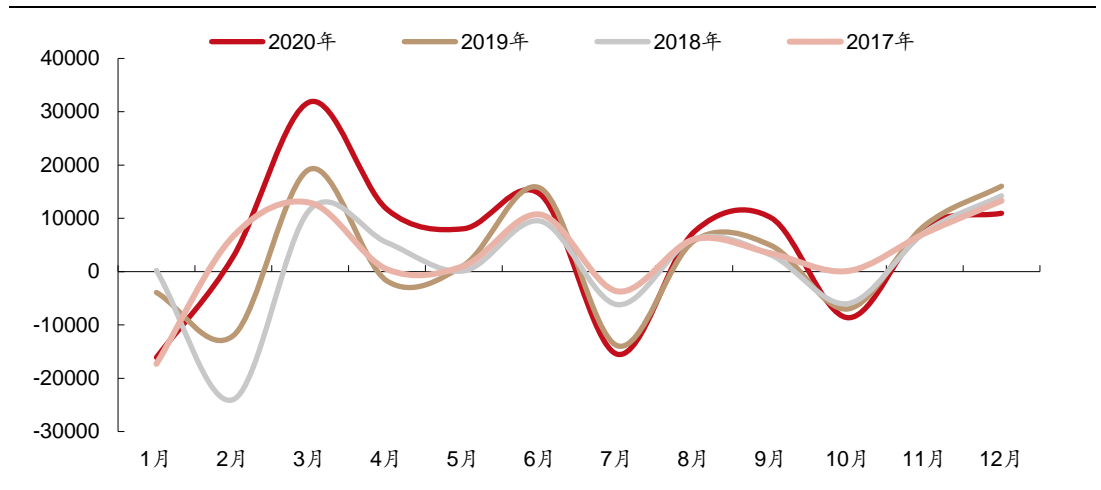


资料来源：Wind，西部证券研发中心

非金融企业存款同比少增或因融资受限。12 月非金融企业存款新增 1.1 万亿元，同比少增 5078 亿元，表外融资压降，叠加企业债发行较少，财政支出不及往年，均对非金融企业存款水平造成一定程度的影响。



图 8：12 月非金融企业存款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 财政存款与高基数压低M2增速

**M1、M2 增速放缓。**12 月 M2 增速环比放缓 0.6 个百分点至 10.1%，低于市场预期 10.7%，比上年同期高 1.4 个百分点。M1 同比增速环比降低 1.4 个百分点至 8.6%，比上年同期高 4.2 个百分点。M2 与 M1 剪刀差环比走阔 0.8 个百分点至 1.5%，反弹至今年 10 月的水平，但仍处于 18 年 6 月以来的低位。

和上个月相比，M1、M2 增速均有所较大幅度的放缓，我们认为去年 12 月的高基数是主要的原因之一。据我们测算，若去除 2019 年 12 月的基数效应，2020 年 12 月 M1、M2 增速分别为 9.6% 与 10.5%，和前一个月仅小幅回落。事实上，自从个别国企债券违约以来，央行加大了流动性的供给，也是长债收益率有所下行的原因之一。因此我们不认为 12 月的数据代表了短期内货币政策在收紧，更多的是反映了基数效应。

图 9：12 月 M1、M2 增速放缓



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\\_193](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_193)

