

社融弱信贷强格局有望延续

——2020年12月货币数据的点评

宏观点评

投资要点:

- **核心观点:** 随着货币政策逐步回归常态,12月份社融、M2、M1等增速均明显回落,流动性转向进一步得到确认;但信贷总量不弱、结构上企业中长贷继续保持高增,反映出结构性政策对实体精准滴灌作用仍强,经济整体仍在稳步修复。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局仍将延续一段时日,流动性紧平衡是货币政策主基调,但疫情变化仍存在诸多不确定性,国内消费等内生动能修复偏慢,货币政策大概率“缓退坡”,不会出现政策断崖。具体看:
- **表外融资与企业债大幅收缩,是社融增速超预期回落主因。**12月国内社融增量同比减少4821亿元,存量增速较上月大幅回落0.3个百分点至13.3%,大幅低于市场预期。从各分项看,表外融资和企业债券是本月社融超预期回落的主要拖累因素,两者分别同比多减少5920、2183亿元,反映出流动性退潮、监管趋严下,国内货币供给端收缩的压力已有所显现;同期受益国债发行维持高位,政府债券同比多增3418亿元,新增人民币贷款(社融口径)和股票融资保持同比多增,均继续对社融形成一定支撑。
- **企业需求偏强支撑信贷同比改善,但居民贷款已明显走弱。**12月新增人民币贷款1.26万亿元,同比多增1200亿元,存量增速为12.8%,与上月持平。具体看,实体企业部门是信贷改善的主要贡献力量,本月企业贷款同比多增1709亿元,其中企业中长贷同比多增1522亿元,连续10月同比多增1500亿元以上,反映出经济持续修复下企业融资需求不弱;同时受严监管影响,部分表外票据业务转入表内,导致本月企业票据也同比多增3079亿元。但居民部门贷款同比减少824亿元,为近十个月以来首次同比下降,且受居民消费偏弱和房地产调控趋严影响,居民短贷和中长贷均有所下降,分别同比减少493和432亿元。
- **翘尾因素与信用扩张放缓是M2回落主因,基数效应和房企融资收紧致M1大幅下降。**12月M2增速为10.1%,较上月回落0.6个百分点,原因有三:一是翘尾因素较上月大幅降低1.3个百分点,不利于M2增速提高;二是财政存款为-9540亿元,低于近5年12月份平均约-12000亿元的降幅,不利于M2增速明显改善;三是实体信用扩张放缓,导致贷款创造存款的信用货币创造减慢,也会对M2形成拖累。12月M1增速较上月大幅回落1.4个百分点至8.6%,则主要源于去年同期基数偏高和房企融资收紧的拖累;同时财政资金投放不及预期,也不利于机关团体活期存款增加较多,对M1增速也形成一定制约。
- **货币政策展望:继续缓退坡,流动性维持紧平衡。**12月份社融、M2、M1等增速均明显回落,显示流动性转向进一步得到确认;但信贷总量不弱、结构上企业中长贷继续保持高增,反映出经济整体仍在稳步修复。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局仍将延续一段时日,流动性维持紧平衡是货币政策主基调。量的方面,降准的概率极低,预计2021年M2和社融增速或分别降至10%和12%左右;价的方面,预计2021年上半年之前降息基本没有可能,国内利率大概率先波动上行后回落,流动性最紧时点或在二季度;结构方面,央行将继续强调定向发力实现精准滴灌作用,结构性政策工具仍将担当重任。

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

电话: 010-68086480

邮箱: huwenyan21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、表外融资与企业债大幅收缩，是社融增速超预期回落主因	3
二、企业需求偏强支撑信贷同比改善，但居民贷款已明显走弱	4
三、翘尾因素与信用扩张放缓是 M2 回落主因，基数效应和房企融资收紧致 M1 大幅下降	5
四、流动性维持紧平衡，货币政策继续“缓退坡”	6

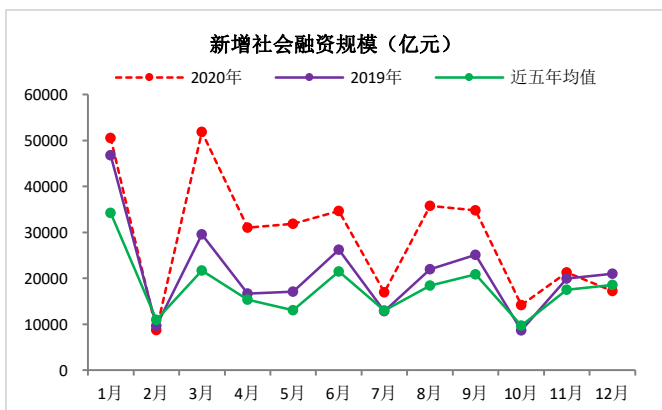
事件：2020年12月份，社融增量为1.72万亿元，较上年同期减少4821亿元；新增人民币贷款1.26万亿元，较上年同期多增1200亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长8.6%、10.1%，增速较上月末分别降低1.4和0.6个百分点，比上年同期分别提高4.2和1.4个百分点。

一、表外融资与企业债大幅收缩，是社融增速超预期回落主因

12月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为1.72万亿元，同比减少4821亿元（见图1）；存量增速为13.3%，较上月回落0.3个百分点（见图2），连续两个月下降。

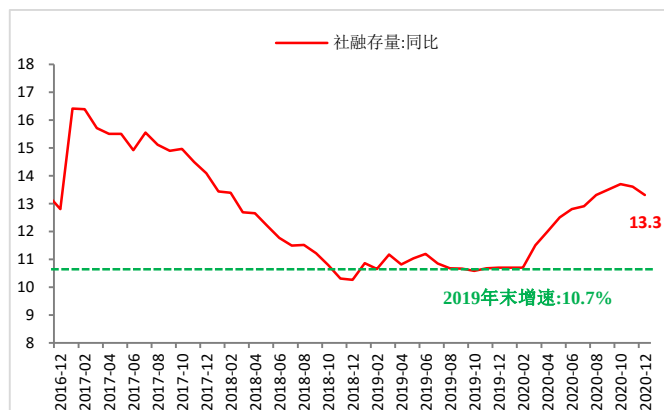
从各分项看（见图3），表外融资和企业债券是本月社融超预期回落的主要拖累因素，如受国内监管趋严和表外信托、票据融资到期规模较大影响，表外融资同比减少5920亿元，为最大拖累项，其中表外未贴现银行承兑汇票、信托贷款分别同比多减少3509、3167亿元；同时受债券违约增加、信用利差走阔影响，企业债券净融资额同比减少2183亿元，连续两个同比多减少2000亿元以上，表明国内货币供给端收缩的冲击已有所显现。其他社融分项中，受益国债发行维持高位，政府债券同比多增3418亿元，依旧对社融形成重要支撑，新增人民币贷款（社融口径）和股票融资均保持同比多增，反映出结构性惠企金融扶持政策仍在显效，且实体融资需求端整体仍不弱。

图1：12月社融增量已低于去年同期值



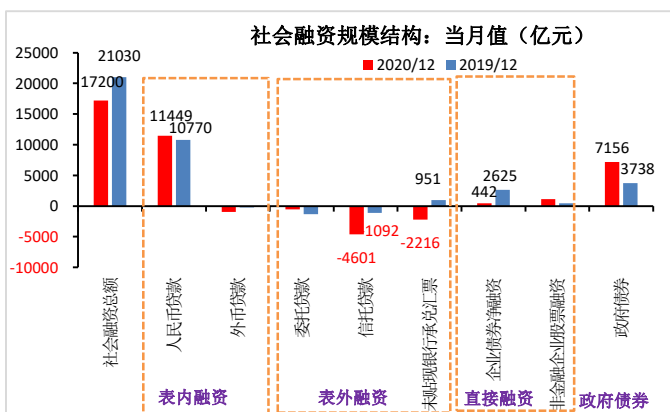
资料来源：WIND，财信研究院

图2：社融存量增速连续两个月回落



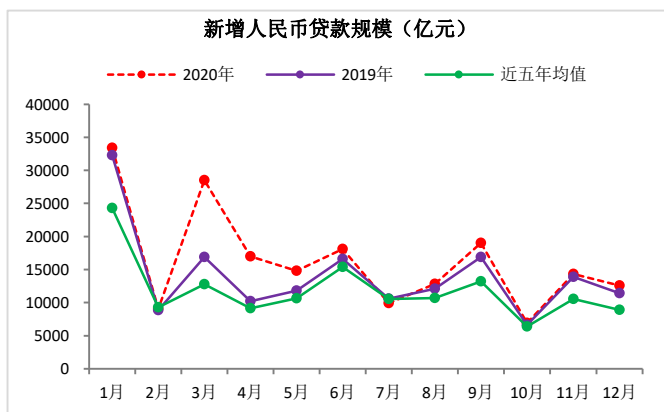
资料来源：WIND，财信研究院

图3：12月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图4：金融机构新增人民币贷款同比



资料来源：WIND，财信研究院

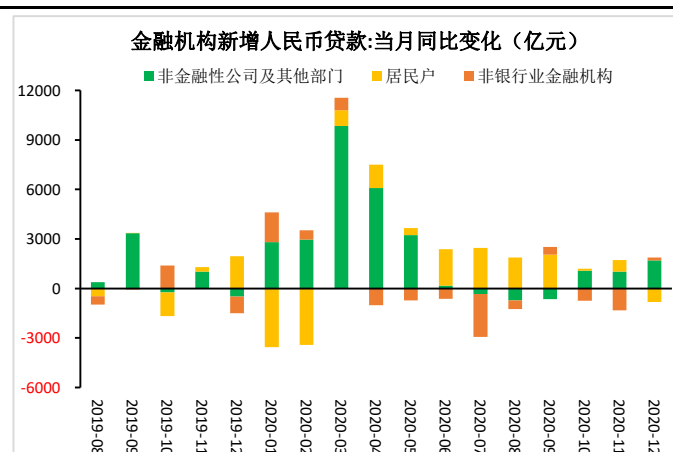
二、企业需求偏强支撑信贷同比改善，但居民贷款已明显走弱

12月金融机构新增人民币贷款1.26万亿元，较上年同期多增1200亿元（见图4）；存量增速为12.8%，与上月持平。其中，非银金融机构贷款同比仅多增163亿元，表明信贷改善主要源于实体融资需求的增加，且分部门看，实体企业部门是信贷改善主力，受房地产调控趋严、消费偏弱影响，居民部门新增信贷同比变化值由增转降（见图5）。具体看：

企业端，经济修复支撑中长贷延续高增，且监管趋严下部分表外融资转向表内，企业票据大幅改善，但货币退潮对企业短贷的拖累继续显现。12月企业部门贷款同比多增1709亿元，增幅较上月还有所扩大，反映出实体企业融资需求不弱（见图6）。其中，受益工业企业利润连续6个月保持双位数增长，加上信贷政策继续向制造业倾斜，非金融企业中长贷同比继续多增1522亿元，连续10个月同比多增1500亿元以上（见图7），是主要贡献力量之一；同时监管趋严下，部分表外票据业务转入表内，导致本月票据融资同比多增3079亿元；但受宽货币明显放缓影响，非金融企业新增短贷同比减少3132亿元，拖累作用有所扩大。

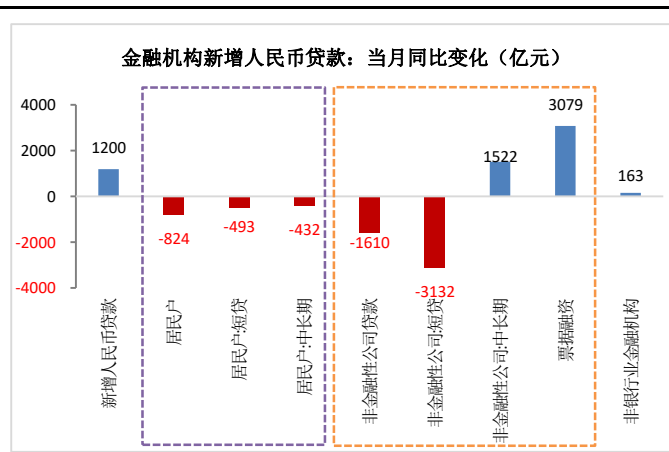
居民端，受居民消费偏弱和房地产调控趋严影响，居民短贷和中长贷同比均减少。12月居民部门贷款新增5635亿元，同比减少824亿，为近十个月来首次同比减少。其中，居民短贷同比减少493亿元（见图8），反映出国内居民消费或依旧偏弱，这一方面与冬季疫情反复下服务消费修复有所放缓密切相关，另一方面也源于国内中小微企业修复偏慢，导致低收入群体收入和消费改善有限；同期居民中长贷同比减少432亿元，结束连续6个月同比保持多增的态势，表明房地产信贷趋严的影响已开始显现，预计未来在“房住不炒”总基调下，居民中长贷或持续收紧。

图5：金融机构新增人民币贷款分部门：当月同比变化



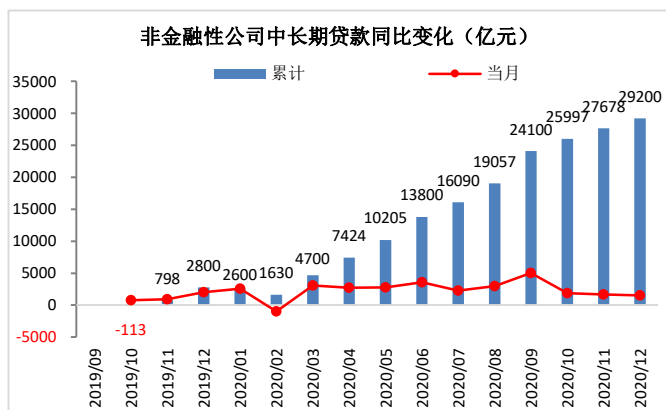
资料来源：WIND，财信研究院

图6：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化



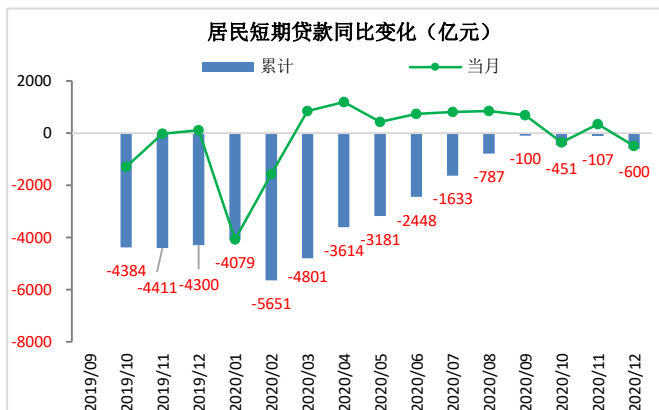
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：非金融性公司中长期贷款同比变化（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：居民短期贷款同比变化（亿元）

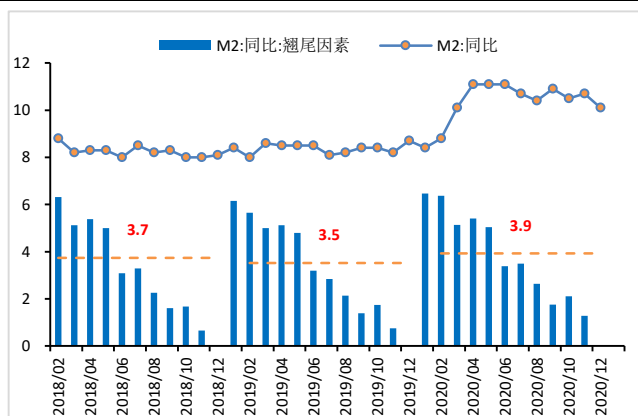


资料来源：WIND，财信研究院

三、翘尾因素与信用扩张放缓是 M2 回落主因，基数效应和房企融资收紧致 M1 大幅下降

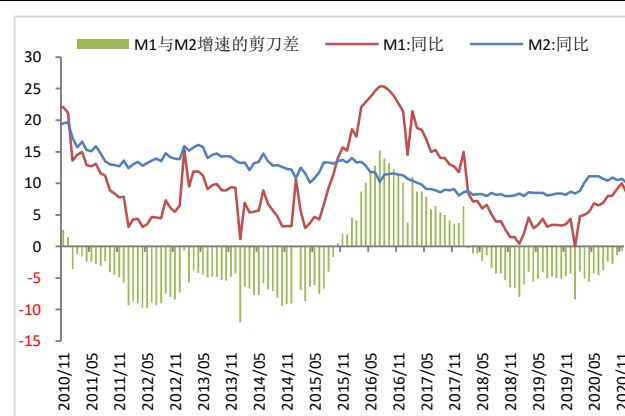
12 月末 M2 同比增长 10.1%，较上月降低 0.6 个百分点（见图 9），原因有三：一是翘尾因素较上月大幅降低 1.3 个百分点，不利于 M2 增速提高；二是财政存款为-9540 亿元，低于近 5 年 12 月份平均约-12000 亿元的降幅，表明财政资金支出力度或仍不及预期，不利于 M2 增速明显改善；三是随着货币政策回归常态，实体信用扩张放缓，如 12 月贷款存量持平上月，导致贷款创造存款的信用货币创造减慢，也会对 M2 形成拖累。

图 9：12 月 M2 翘尾因素降低 1.3 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：M1 与 M2 增速剪刀差降幅扩大

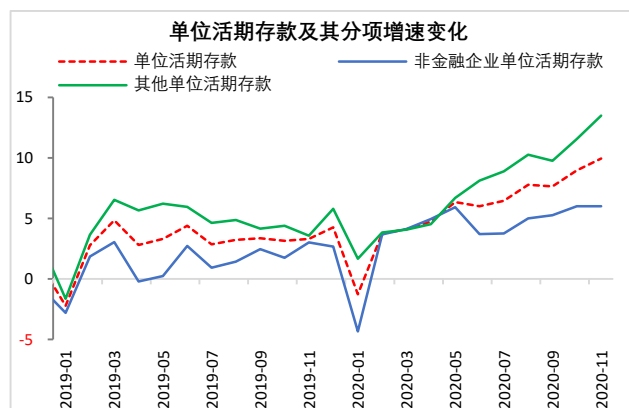


资料来源：WIND，财信研究院

12 月末 M1 同比增长 8.6%，较上月继续大幅降低 1.4 个百分点（见图 10）。其中，单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，其增速由 11 月的 9.9%降低至 12 月的 8.5%，是 M1 大幅回落的主因。单位活期存款增速回落，一方面与近期房地产调控趋严，房地产企业现金流边际转差相关，如本月居民中长贷、信托贷款走弱均为地产企业资金面趋紧提供重要佐证；另一方面，财政资金下拨后，变成机关团体活期存款，带动包括机关团体在内的其他单位活期存款增速提高（见图 11），也会对 M1 形成重要支撑，但本月财政资金支出力度不及预期，也不利于 M1 大幅回升。此外，基数效应偏高也是影响 M1

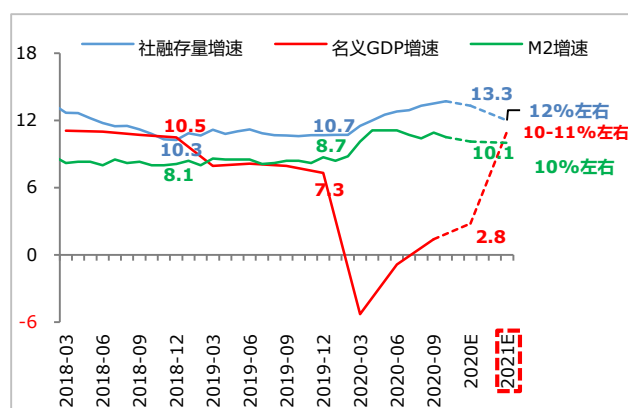
回落的重要原因，如 2019 年 12 月 M1 增速为 4.4%，较上月大幅提高 0.9 个百分点。值得注意的是，本月 M1 与 M2 的剪刀差较上月扩大 0.8 个百分点至-1.5%（见图 10），反映出信用收缩对实体经济活动的制约已有所显现。

图 11：其他单位活期存款增速提高最快



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M2 和社融增速与名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

四、流动性维持紧平衡，货币政策继续“缓退坡”

随着国内经济增长动能由“逆周期”切换至“顺周期”，货币政策回归常态已成主旋律，12 月份社融、M2 和 M1 等增速均明显回落，流动性转向进一步得到确认；但疫情变化和外部环境仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础也尚不牢固，货币政策大概率“缓退坡”，不会出现政策断崖，12 月份信贷总量依旧不弱，结构上企业中长贷继续保持高增，反映出结构性货币政策工具对实体经济的精准滴灌作用仍强，国内经济仍在稳步修复。预计未来经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性大概率继续维持紧平衡。具体看：

一是量的方面，降准的概率极低，预计 2021 年 M2 和社融增速分别回落至 10% 和 12% 左右。如 2020 年中央经济工作会议提出，来年要“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。根据我们的判断（详见报告《复苏中的再平衡》），2021 年名义 GDP 增速或为 10-11% 左右（9% 左右的实际 GDP 增速+1-2% 的综合通胀率），

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_247

