

# 社融收缩了，信贷仍然坚韧

——12月金融数据点评

宏观事件点评

2021年1月13日

## 报告摘要：

### ● 一问，信贷数据为何略高于预期？

12月新增人民币贷款12600亿元，相比去年同期多增1200亿元，高于市场预期的12075亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5500亿元，相比去年同期多增1522亿元，随着制造业投资逐步改善，制造业中长期贷款逐渐成为信贷拉动项。居民中长期贷款新增4392亿元，同比减少432亿元，在楼市调控趋严的情况下，居民房贷有所限制，拖累居民中长期贷款。企业短期贷款新减3097亿元，同比减少3132亿元，是信贷最大拖累项。去年疫情期间央行通过结构性货币政策工具向中小微企业提供大量流动性，随着疫情得到控制，这部分结构性货币政策预计会有序退出，未来几个月企业短期贷款仍有减少空间。居民短期贷款新增1142亿元，同比减少493亿元，由于12月我国大部分地区气候偏冷，对居民消费造成冲击。票据融资新增3341亿元，同比多增3079亿元，是信贷拉动项。非银贷款新增1322亿元，同比多增656亿元。总体来看，12月信贷规模略有增加，且信贷质量也在改善，企业中长期贷款占比在增加，企业短期贷款占比在下降，有利于改善银行资产质量，提升固定资产投资规模。

### ● 二问，社融数据为何低于预期？

12月社融新增17200亿元，低于市场预期的21780亿元。分结构来看，非标融资同比多减5920亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，2021年非标压降规模预计为2万亿元左右，这意味着未来非标压降速度有所加快。具体来看，委托贷款减少559亿元，同比减少757亿元；信托贷款同比减少4601亿元，同比多减3509亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少2216亿元，同比多减3167亿元，2020年未贴现银行承兑汇票一度是社融拉动项，随着疫情逐渐得到控制，预计未来未贴现银行承兑汇票将有所下降。12月企业债新增442亿元，同比少增2183亿元，继续成为社融拖累项，这有两方面原因，一方面是近几个月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系若干信用违约事件冲击市场信心，导致一部分信用债取消发行计划。12月股权融资新增1125亿元，同比多增693亿元，表现继续亮眼。政府债券新增7156亿元，同比多增3418亿元，继续成为社融最大拉动项。总体来看12月社融增量低于预期主要原因系非标压降加快和企业债发行规模缩量所致，根据我们之前预测，2021年非标和企业债净增规模都将低于2020年，因此未来这两项或将继续成为社融拖累项。

### ● 12月社融增速与我们预期较为匹配

12月社融增速与我们之前预测基本匹配，信贷结构和社融结构也与我们预测较为吻合（企业中长期贷款占比提升、企业短期贷款占比下降、非标压降增加、企业债发行规模减少）。未来来看，社融增速或出现双拐点结构，由于基数原因，今年2月社融增速或再次上升，之后持续向下，全年社融增速预计在11.1%左右。

### ● 风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

## 民生证券研究院

### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

### 研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

## 相关研究

**事件：**

1月12日，央行公布12月金融数据：

新增贷款12600亿元，市场预期12075亿元，前值14300亿元。

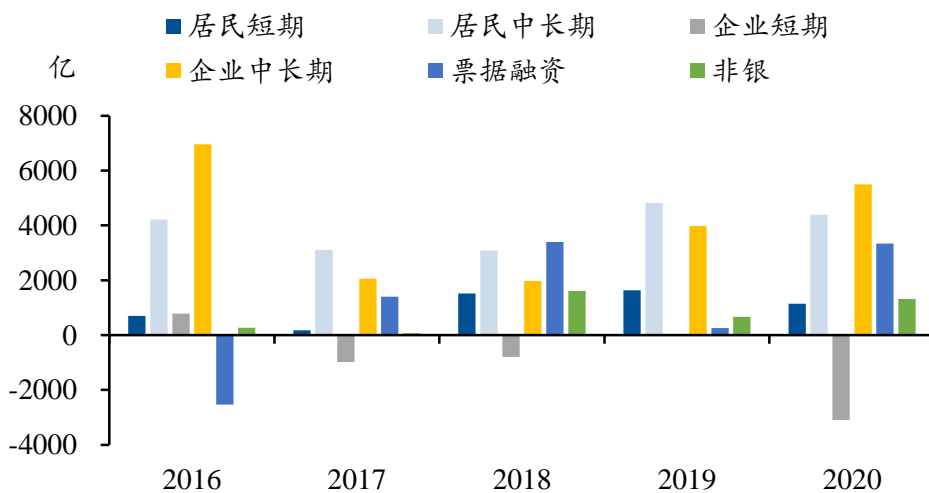
社会融资17200亿元，市场预期21780亿元，前值21343亿元。

M2同比10.1%，市场预期10.7%，前值10.7%；M1同比8.6%，前值10.0%。

## 1 数据表现：信贷数据略高于市场预期

**一问，信贷数据为何略高于预期？** 12月新增人民币贷款12600亿元，相比去年同期多增1200亿元，高于市场预期的12075亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5500亿元，相比去年同期多增1522亿元，随着制造业投资逐步改善，制造业中长期贷款逐渐成为信贷拉动项。居民中长期贷款新增4392亿元，同比减少432亿元，在楼市调控趋严的情况下，居民房贷有所限制，拖累居民中长期贷款。企业短期贷款新减3097亿元，同比减少3132亿元，是信贷最大拖累项。去年疫情期间央行通过结构性货币政策工具向中小微企业提供大量流动性，随着疫情得到控制，这部分结构性货币政策预计会有序退出，未来几个月企业短期贷款仍有减少空间。居民短期贷款新增1142亿元，同比减少493亿元，由于12月我国大部分地区气候偏冷，对居民消费造成冲击。票据融资新增3341亿元，同比多增3079亿元，是信贷拉动项。非银贷款新增1322亿元，同比多增656亿元。总体来看，12月信贷规模略有增加，且信贷质量也在改善，企业中长期贷款占比在增加，企业短期贷款占比在下降，有利于改善银行资产质量，提升固定资产投资规模。

图1：12月份企业中长期贷款和居民中长期贷款放量

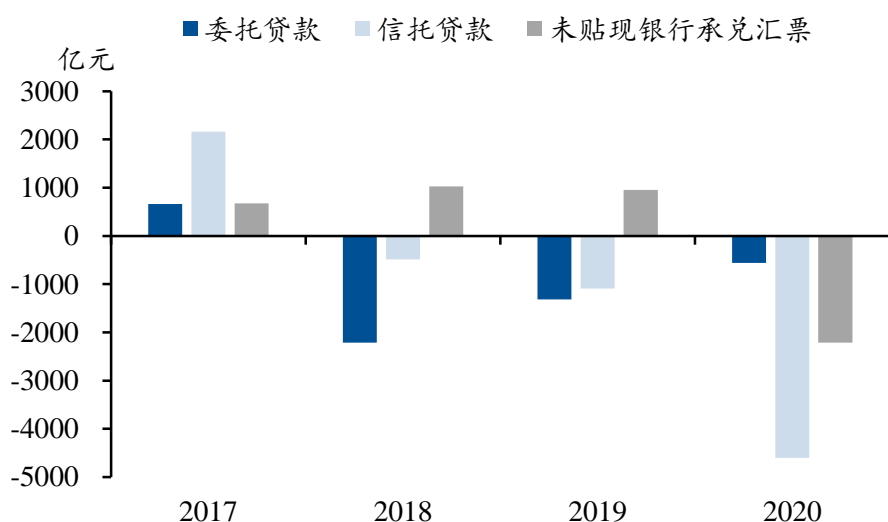


资料来源：Wind，民生证券研究院

**二问，社融数据为啥低于预期？** 12月社融新增17200亿元，低于市场预期的21780亿元。分结构来看，非标融资同比多减5920亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，2021年非标压降规模预计为2万亿元左右，这意味着未来非标压降速度有所加快。具体来看，委托贷款减少559亿元，同比少减757

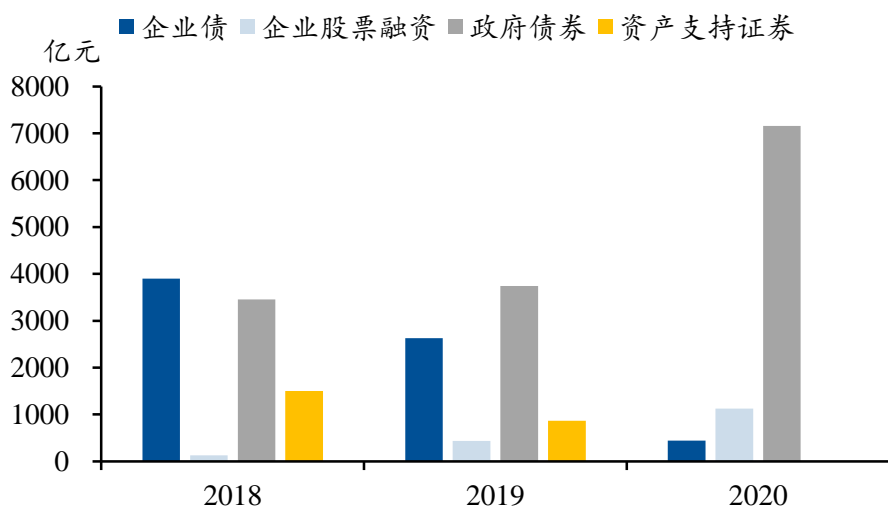
亿元；信托贷款同比减少 4601 亿元，同比多减 3509 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少 2216 亿元，同比多减 3167 亿元，2020 年末贴现银行承兑汇票一度是社融拉动项，随着疫情逐渐得到控制，预计未来未贴现银行承兑汇票将有所下降。12 月企业债新增 442 亿元，同比少增 2183 亿元，继续成为社融拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系若干信用违约事件冲击市场信心，导致一部分信用债取消发行计划。12 月股权融资新增 1125 亿元，同比多增 693 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 7156 亿元，同比多增 3418 亿元，继续成为社融最大拉动项。总体来看 12 月社融增量低于预期主要原因系非标压降加快和企业债发行规模缩量所致，根据我们之前预测，2021 年非标和企业债净增规模都将低于 2020 年，因此未来这两项或将继续成为社融拖累项。

图 2：12 月份非标压降速度加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：12 月份政府债券融资继续拉动社融增长

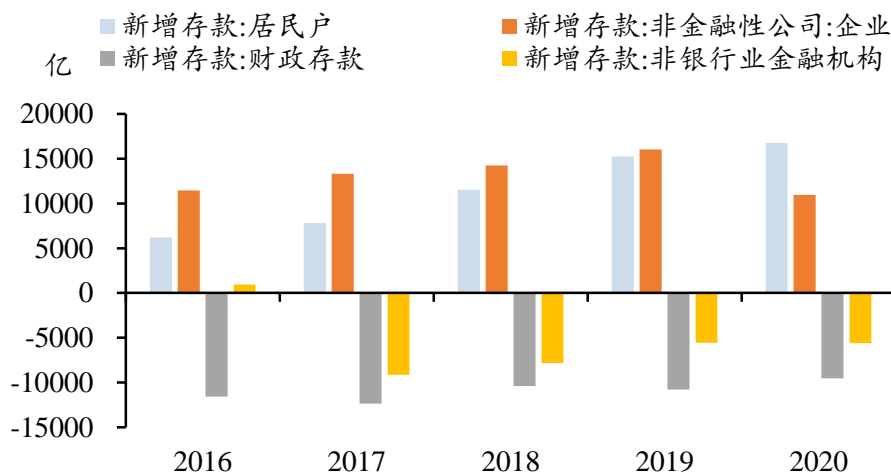


资料来源：Wind，民生证券研究院

三问，M2 为什么下降？当前财政存款余额为 54312 亿元，处于历史较高水平。主要

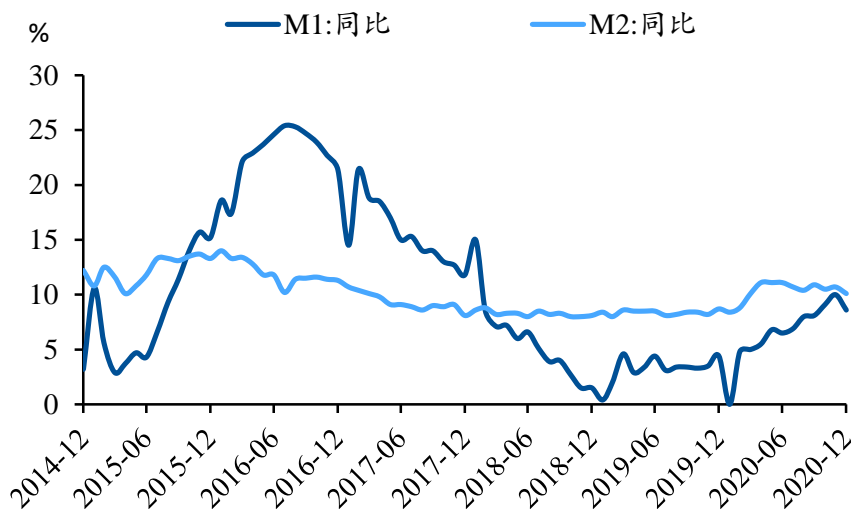
系 2020 年下半年来大量发行利率债的同时，财政支出却并未有同等规模的增加幅度所致。12 月新增财政存款减少 9540 亿元，与往年同期相比变动不大。由于财政开支不及预期，叠加非金融企业新增存款较低，12 月 M2 同比增长 10.1%，低于市场预期的 10.7%。但 12 月底由于央行多做 MLF，债市流动性较为宽松，因此利率债反而迎来上涨行情。

图 4：12 月财政开支力度并未明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：12 月 M1 和 M2 增速有所回落

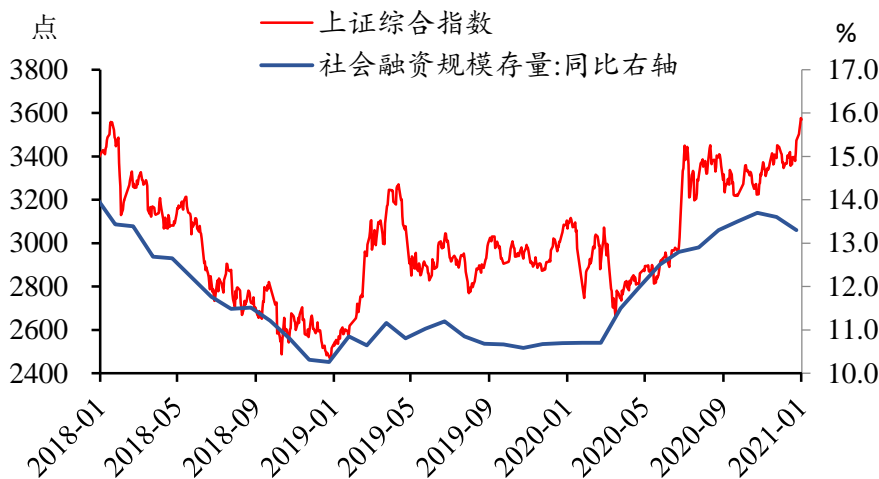


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 数据背后：社融拐点并不妨碍股市走牛

春季躁动行情来临，股市上涨。参考近几年历史经验，股市走势与社融增速有一定关联。2018 年去杠杆期间股市较为疲软，2019 年稳杠杆期间股市估值修复，2020 年加杠杆期间股市上涨。今年年初，股市出现一波春季攻势，上涨持续攻破 3500 点和 3600 点，其背后更多是春季躁动带来的估值牛，特别是抱团股，迎来较大上涨。

图 6：社融拐点并未妨碍股市走牛



资料来源：wind，民生证券研究院

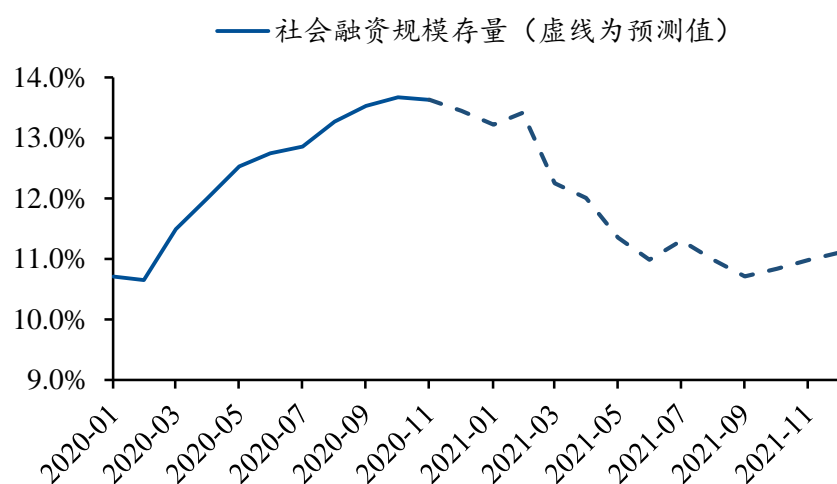
**12 月信贷数据质量有所提升。**12 月信贷结构的质量有所优化。最明显的就是企业中长期贷款占比提升，企业短期贷款占比下降。通常来说，企业短期贷款更多是为了应对流动性需求，今年疫情期间大量企业为了应对流动性问题借入短贷；企业中长期贷款通常用于固定资产投资，其放量意味着企业对经济前景充满信心，投资动力加强。

**社融增速处于下降通道。**12 月社融拖累项主要是非标和企业债，根据我们之前预测，2021 年非标有 2 万亿的压降空间，企业债净增规模预计下降 1 万亿元左右，政府债券下降规模预计 2.86 万亿元左右，因此 2021 年社融增速或逐渐下降。

### 3 未来展望：社融增速或出现双拐点

12月社融增速与我们预期较为匹配。12月社融增速与我们之前预测基本匹配，信贷结构和社融结构也与我们预测较为吻合（企业中长期贷款占比提升、企业短期贷款占比下降、非标压降增加、企业债发行规模减少）。未来来看，社融增速或出现双拐点结构，由于基数原因，今年2月社融增速或再次上升，之后持续向下，全年社融增速预计在11.1%左右。

图7：12月社融增速与我们预期较为匹配



资料来源：wind，民生证券研究院

### 风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

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\\_251](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_251)

