信用“稳”而非“紧”

——2020 年 12 月金融数据点评

12 月我国新增人民币贷款 1.26 万亿（预期值 1.21 万亿），略高于市场预期；M2 同比增长 10.1%（预期值 10.7%），新增社融 1.72 万亿（预期值 2.18 万亿），均低于市场预期。

一、信贷：总量季节性回落，结构大幅优化

12 月新增人民币贷款环比季节性回落 0.17 万亿至 1.26 万亿，同比多增 0.12 万亿，创下同期历史新高，且信贷结构大幅改善，我们认为，主要是受到以下三方面因素支撑：

一是基本面稳步回暖背景下，实体经济维持较强的融资需求，带动企业中长贷表现持续亮眼。12 月新增企业贷款同比多增 0.17 万亿，环比减少 0.19 万亿。其中，中长贷同比多增 0.15 万亿元，环比基本持平，占比升至 96%的高位（前值 79%），依然指向制造业中长期融资呈现供需两旺态势，基建领域融资韧性仍存。

二是 12 月以来资金面呈现边际宽松局面，票据利率亦延续 10 月以来的回落态势，表内票据融资对企业短贷形成替代。前者当月增加 0.33 万亿，后者当月减少 0.31 万亿，表内票据连续两月处于扩张区间。

三是居民贷款整体表现较为平稳，但后续房贷集中度新规对居民房贷的制约将逐步显现。12 月居民贷款同比减少 824 亿，环比季节性减少 0.19 万亿，其中居民短贷同比减少 493 亿，环比减少 0.13 万亿；

居民中长贷同比减少 432 亿，环比减少 657 亿。

二、社融：政府债券改善，非标企业债走弱

12 月新增社融 1.72 万亿，环比减少 0.41 万亿，同比减少 0.38 万亿，大幅低于市场预期的 2.18 万亿，主要受到企业债券融资依旧低迷、非标大幅压缩的拖累，政府债券融资额则有所回暖。

一是国企违约事件的影响尚未完全消散，企业发债难度上升。12 月企业债券融资继续环比减少 420 亿至 442 亿，同比大幅减少 0.22 万亿。

二是随着资管新规过渡期末的临近，非标压降力度明显上升，当月减少 0.74 万亿，同比大幅多减 0.59 万亿，其中委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少 559、4,601、2,216 亿。

三是“宽财政”基调下，12 月政府债券净融资额环比增加 0.32 万亿至 0.72 万亿，同比多增 0.34 万亿。

三、货币：M2-M1 剪刀差走阔

12 月 M2 同比增速环比减少 0.6pct 至 10.1%，M1 同比增速环比回落 1.4pct 至 8.6%，M2 与 M1 间的剪刀差重新走阔。**M2 增速低于市场预期值 10.7%，主要原因在于当月财政投放不及预期，**虽然 12 月财政净投放达 0.95 万亿，但同比减少 0.14 亿，且 2020 年全年财政存款合计增加 0.39 万亿（2019 年全年仅 301 亿），指向仍有部分财政存款待释放。此外，结构性存款压降叠加同业投资收缩，导致企业存款派生动力减弱。12 月居民存款和企业存款分别增加 1.67 和 1.1 万亿，前者同

比多增 0.15 万亿，后者同比减少 0.51 万亿。M1 增速结束了自 7 月以来的“5 连跳”，但仍处于年内高位，**指向实体经济将继续修复，但修复速度或将步入边际递减区间。**

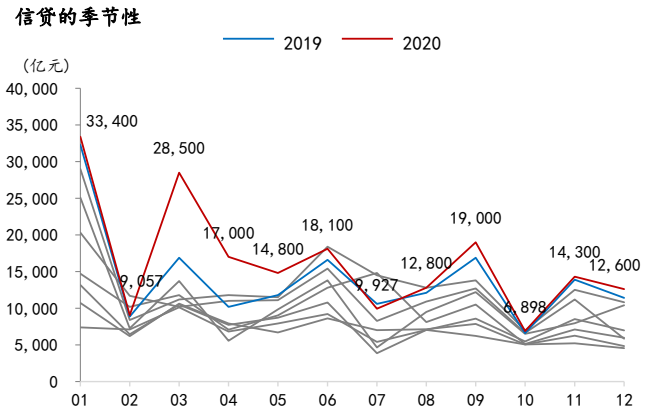
四、前瞻：“稳货币”“稳信用”基调延续

总体来看，当前仍属于“稳信用”而非“紧信用”阶段，今年一季度“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。12 月信贷表现强于历史同期。社融增速受非标和企业债收缩影响继续回落，**符合我们此前的判断，即社融增速在 10 月见顶后将步入下行周期；但今年一季度社融增速下行速度或将偏缓，呼应“不转急弯”的政策思路。**M2 增速受财政投放偏缓影响有所下降。其中，企业中长贷的强势表现延续，居民短贷和中长贷尚处在稳定区间，票据融资继续修复。

前瞻地看，一方面，“社融-M2”剪刀差在 12 月重新小幅走阔，**反映出广义流动性的供需缺口扩大，银行负债端压力边际上升，指向后续利率上行压力仍存。**另一方面，随着经济向常态化复苏，逆周期调节政策回归中性，2021 年货币信贷增速将保持在与名义 GDP 增速相匹配的水平上，**这意味着广义流动性将有所收敛。**基准情形下，2021 年末社融存量增速或将回落至 11.5%；M2 增速或将降至 9.5%；人民币贷款增速持平于今年，为 12.8%。

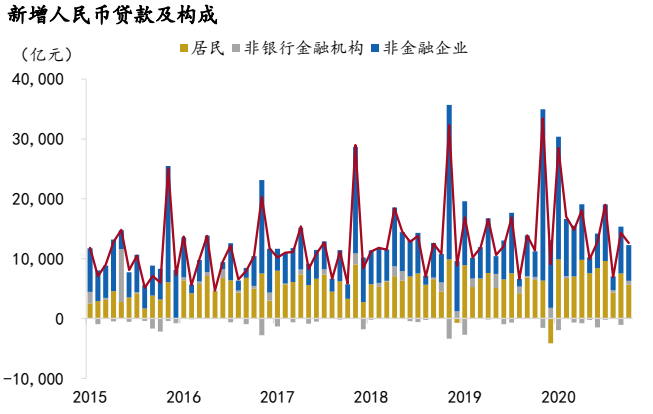
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：12 月信贷增量创同期历史新高



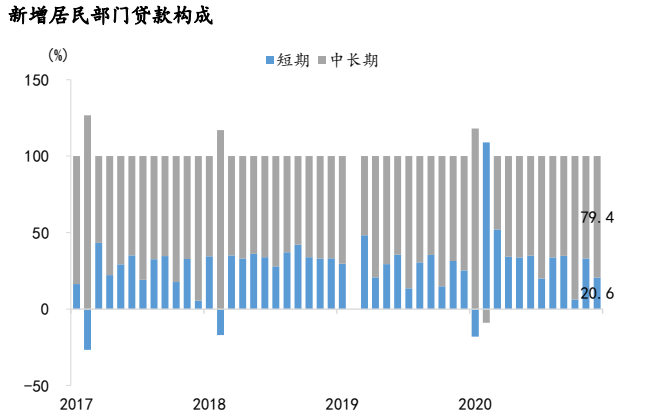
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



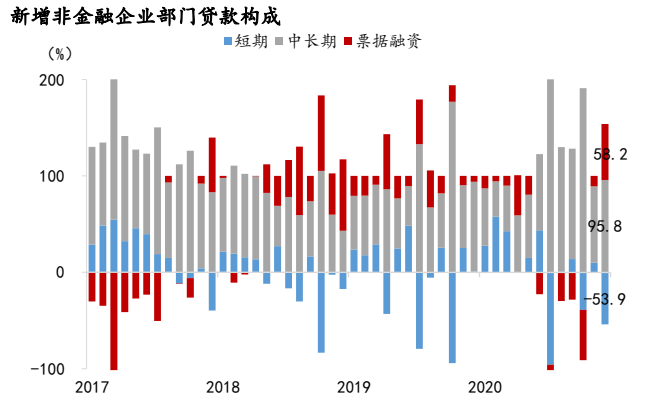
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比



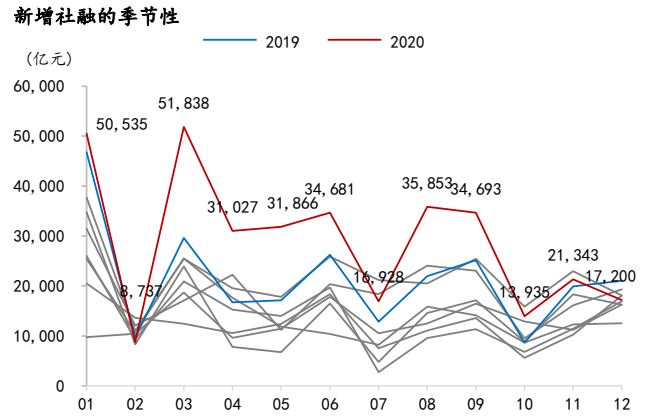
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比



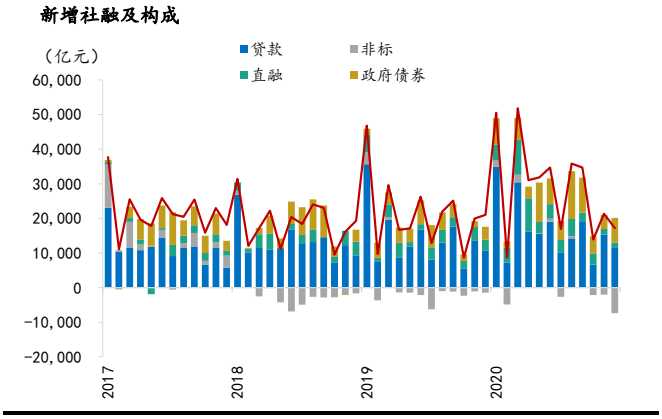
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：12 月社融季节性回落



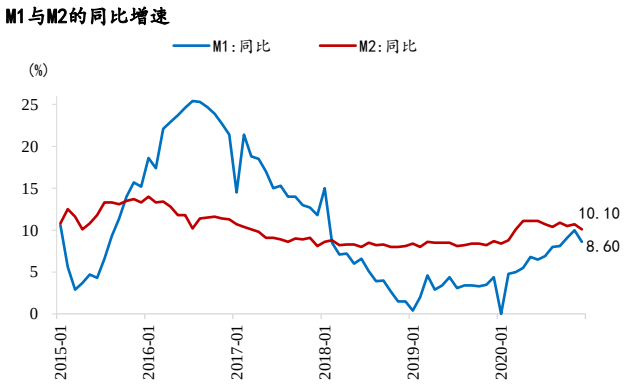
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：新增社融及构成



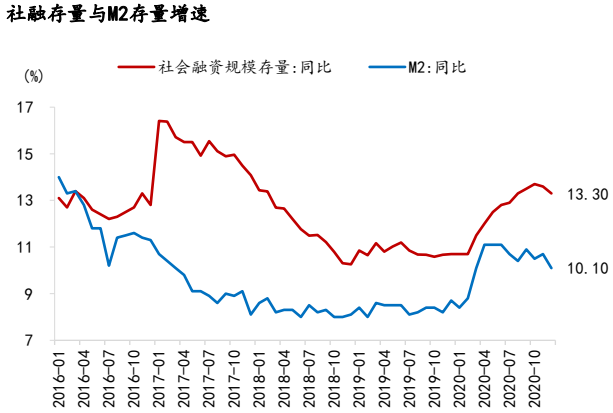
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7：12 月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院