宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

社融增速超预期回落 信贷结构继续优化

——12 月金融数据点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 01 月 13 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

12 月金融数据整体低于预期。其中新增社融 1.72 万亿，为 20 年 3 月以来首次出现较上年同期少增，同比去年同期少增 4821 亿元；社融同比 13.3%（前值 13.6%）；此外，M1 同比增速回落至 8.6%（前值 10%），较上月回落明显，M2 增速回落至 10.1%（前值 10.7%）。

- **结构上，表外融资收紧显著。**
- **分项上，明显负贡献为企业债券融资、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票。增量主要贡献为政府债券。**11-12 月信用债风险事件（债券违约增加）、信用利差走阔影响导致企业债券融资低迷及表外融资收缩、企业信用受损；此外，国内监管趋严和表外信托、票据融资大规模到期也有较大影响。

信贷结构继续优化。企业短期贷款降，企业、居民长期贷款稳定在近三年高位，经济延续扩张。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。居民端，中长期贷款结束连续 6 个月同比保持多增的态势。

- **企业端，实体企业融资需求不弱，信贷政策继续向制造业倾斜，同时监管趋严下，部分表外票据业务转入表内。**年末企业短期信贷同比少增或由于信用风险事件冲击、短期融资难度有所增加；但企业中长期信贷保持同比多增，显示风险事件对于企业端的中长期经营并未构成影响，同时，伴随经济复苏、企业投资信心持续回暖，企业中长期信贷同比多增有望维系。
- **居民端，居民中长期贷款结束连续 6 个月同比保持多增的态势。预计未来在“房住不炒”总基调下，居民中长贷或持续收紧。**12 月，居民贷款增加 5635 亿元，同比少增 824 亿元；其中，短期贷款、中长期贷款均同比少增。受国家重提理性消费、适度信贷及房贷压降等政策影响，居民信贷短期略有收缩。表明房地产信贷趋严的影响已开始显现。

预计 2021 年社融存量增速或将回落至 11%-12%。12 月社融增速同比回落至 13.3%，10 月最高点 13.7%，年内社融增速高点已现。随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，信用扩张增速将逐步放缓。1 月初，央行行长易纲提出 2021 年货币政策“稳”字当头，保持广义货币(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。按照往年 GDP 增速与社融增速合意水平预计 21 年社融存量增速或将回落至 11%-12%。

投资策略：关注信用短期持续收紧的风险。

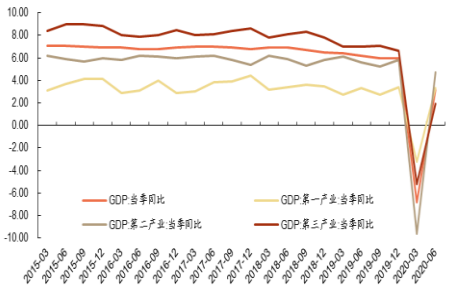
风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《稳前棋 步步扩先：——2021 年年度经济展望与宏观策略》2021-01-06

2、《消费修复边际趋缓 对美出口创新高：11 月经济数据点评》2020-12-16

3、《流动性拐点将至？资产价格怎么走？：——宏观策略周报》2020-12-07

4、《80-90 年代日本“双循环”的启示：——双循环系列报告之三》2020-11-30

5、《各分项继续向好 四季度出口仍值得期待：10 月经济数据点评》2020-11-18

内容目录

1. 12 月金融数据整体低于预期 3
1.1 受表外融资影响 社融增速回落至 13.3% 3
1.2 信贷结构继续优化 4

图表目录

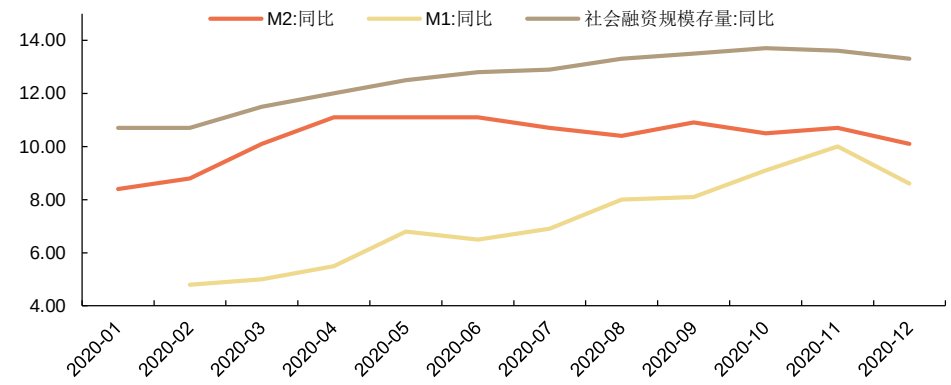
图 1： 社融、M1、M2 增速 3
图 2： 表外融资收紧显著 3
图 3： 企业债券融资、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票 3

1. 12 月金融数据整体低于预期

1.1 受表外融资影响 社融增速回落至 13.3%

12 月金融数据整体低于预期。其中新增社融 1.72 万亿，为 20 年 3 月以来首次出现较上年同期少增，同比去年同期少增 4821 亿元；社融同比 13.3%（前值 13.6%）；此外，M1 同比增速回落至 8.6%（前值 10%），较上月回落明显，M2 增速回落至 10.1%（前值 10.7%）。

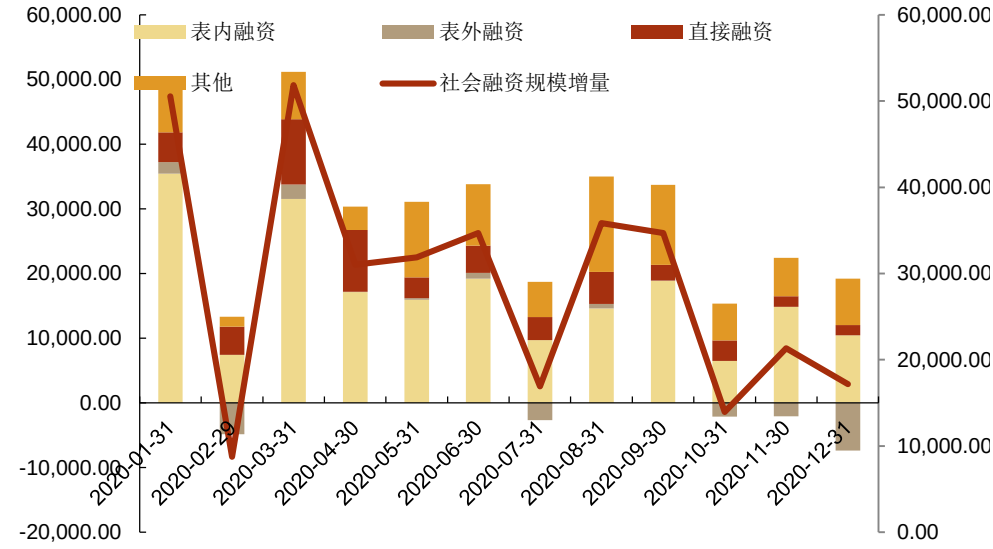
图1：社融、M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **结构上，表外融资收紧显著。**

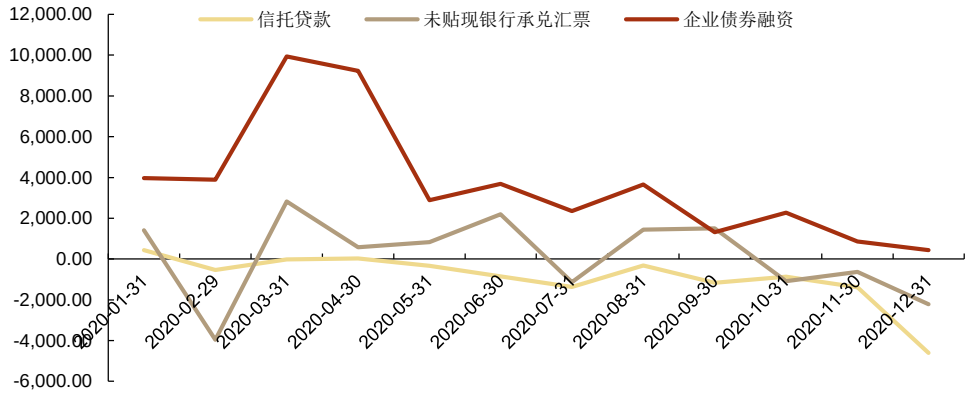
图2：表外融资收紧显著



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **分项上，明显负贡献的项目为企业债券融资、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票。**企业债券融资、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票分别同比少增或多减 2183 亿、3509 亿和 3167 亿元。11-12 月信用债风险事件（债券违约增加）、信用利差走阔影响导致企业债券融资低迷及表外融资遭遇收缩、企业信用受损；此外，国内监管趋严和表外信托、票据融资大规模到期也有较大影响。

图3：企业债券融资、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **增量主要贡献为政府债券。**12 月政府债券新增发行同比多增 3418 亿元，比较而言，根据财政部消息，12 月份各地组织发行地方政府债券 1836 亿元，因此政府债券增量可能更多来源于国债。

1.2 信贷结构继续优化

信贷结构继续优化。企业短期贷款降，企业、居民长期贷款稳定在近三年高位，经济延续扩张。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。居民端，中长期贷款结束连续 6 个月同比保持多增的态势。

- **实体企业融资需求不弱，信贷政策继续向制造业倾斜，同时监管趋严下，部分表外票据业务转入表内。**非金融企业及其他部门贷款 12 月增加 5953 亿元，同比多增 1709 亿；其中，非金融企业短期贷款同比少增 3132 亿，中长期贷款同比多增 1522 亿；实体企业融资需求不弱，信贷政策继续向制造业倾斜，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。

- **企业短期融资难度有所增加，中长期信贷同比多增有望维系。**年末企业短期信贷同比少增或由于信用风险事件冲击、短期融资难度有所增加；但企业中长期信贷保持同比多增，显示风险事件对于企业端的中长期经营并未构成影响，同时，伴随经济复苏、企业投资信心持续回暖，企业中长期信贷同比多增有望维系。

居民中长期贷款结束连续 6 个月同比保持多增的态势。12 月，居民贷款增加 5635 亿元，同比少增 824 亿元；其中，短期贷款同比少增 493 亿元，中长期贷款同比少增 432 亿元，结束连续 6 个月同比保持多增的态势。

- **预计未来在“房住不炒”总基调下，居民中长贷或持续收紧。**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；同时可能受国家重提理性消费、适度信贷及房贷压降等政策影响，居民信贷短期略有收缩。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。

预计 2021 年社融存量增速或将回落至 11%-12%。12 月社融增速同比回落至 13.3%，10 月最高点 13.7%，年内社融增速高点已现。随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，信用扩张增速将逐步放缓。1 月初，央行行长易纲提出 2021 年货币政策“稳”字当头，总量上，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。按照往年 GDP 增速与社融增速合意水平预计 21 年社融存量增速或将回落至 11%-12%。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上