东兴证券 DONGXING SECURITIES

信贷扩张继续放缓

——2020年12月金融数据点评

2021 年 01 月 13 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布12月金融数据，新增社融1.72万亿，前值 2.13万亿，同比少增3830亿，社融存量同比增长13.3%，较上月回落0.3个百分点；新增人民币贷款1.14万亿，同比多增679亿，新增委托贷款减少559亿，新增信托贷款减少4601亿，债券净融资442亿，同比少增2183亿，政府债券净融资7156亿，同比多增3417亿。11月M2同比增长10.1%，较上月回落0.6个百分点；M1同比增长8.6%，较上月回落1.4个百分点；M0同比增长9.2%，较上月下降1.1个百分点。

主要观点：

12月社融增速继续回落；从结构来看，企业居民信贷扩张继续放缓，其中居民信贷新增额低于去年同期，但企业贷款结构继续优化，票据融资放量，支撑信贷扩张；12月表外融资收缩，其中信托贷款、新增承兑未贴现票据收缩幅度较大，企业债券融资继续低迷，政府债券融资近7千亿，社融存量增速回落趋势确定；存款活化有所放缓，与12月PMI数据互相印证，表外融资收缩导致存贷款剪刀差扩大，不同口径存款增速纷纷回落，但存款趋势能否延续仍需观察。

11月社融存量增速迎来拐点，12月社融继续回落，预计这一趋势仍将延续，即使1月新增社融大增也难改社融增速趋势性下行，企业居民等主体信用扩张增速有所放缓，复苏后期，经济增长动能逐渐转换，消费、制造业和出口接替房地产和基建投资成为经济增长的拉动力，与后者高度依赖于信贷扩张相比，前者对外部融资的依赖度较低，更依赖于自身盈利现金流的增长来实现生产和产能扩张，因此疫情复苏后半段必然伴随着信贷扩张的持续减弱，**展望2021年，我们认为全年社融增速或将达到11%-12.5%区间，其中信贷和社融新增额大约分别在19万亿、31万亿左右，**整体信用环境较2020年有所收紧，信贷供给回落、信贷需求回暖背景下，贷款加权利率或迎来缓慢回升；信贷结构上，企业贷款结构将持续优化，而随着各项房地产贷款监管政策落地，居民信贷扩张或将承压。

风险提示：货币政策不及预期，经济恢复不及预期

正文：

1. 信贷扩张速度趋缓

12月信贷扩张的边际力度延续减弱趋势；除中长期企业贷款及票据融资外，其他分项的新增信贷数据表现明显弱于往年同期；居民新增信贷收缩幅度较为明显，均远低于去年同期，21年央行加强对银行贷款中房地产贷款占比监管，或对居民信用扩张形成一定的扰动；企业贷款结构持续优化，主要受益于制造业贷款的投放，另一方面，贷款加权利率处于历史较低水平，企业有动力通过增加长期贷款锁定利率，降低融资成本；此外企业短贷加票据融资也低于过去两年同期，资金套利压降压力缓解，票据融资释放，但12月企业短贷收缩近3千亿。

2. 表外融资继续收缩，社融回落

12 月新增社融回落，年内首次低于历史同期；12 月新增社融未出现边际扩张，主要源于表外融资的超预期收缩，年底受非标集中到期影响，信托贷款融资收缩近 4 千亿，此外，永煤债务违约事件影响仍在，企业债券净融资依然低迷，仅实现 400 亿；12 月新增未贴现银行承兑汇票为-2216 亿，收缩幅度远超历史同期。12 月政府债券融资为 7 千亿，有效支撑社融资增长；综合来看，12 月社融低于预期，一方面信贷扩张速度放缓，另一方面表外融资持续收缩，其中后者大概率不可持续。12 月存量社融增速 13.3%，较上月回落 0.6 个百分点，即使考虑到 1 月社融受益于年初流动性宽松和信贷额度较高实现较高增长，社融存量增速回落的趋势依然不会改变。疫情恢复中后期，信用扩张增速符合货币政策“稳杠杆”目标。

3. 存款增速回落

12 月各项存款增速纷纷回落；其中 M2 增速由上月 10.7%回落至 10.1%，M1 增速由上月 10%回落至 8.6%，M0 增速由 10.3%回落至 9.2%；12 月存款活化有所减弱，体现在 12 月 M1 增速与 M1-M2 增速缺口均有所回落，这与 12 月 PMI 环比扩张有所减弱相互印证，但这一趋势是否持续仍需继续观察；此外存贷款剪刀差进一步扩大，或与表外融资持续收缩有关；从新增存款结构上看，居民存款、财政存款表现基本符合历史规律，企业存款继续增长，但增长幅度较历史同期有所减少。

4. 社融进入下行通道

11 月社融存量增速迎来拐点，12 月社融继续回落，预计这一趋势仍将延续，即使 1 月新增社融大增也难改社融增速趋势性下行，企业居民等主体信用扩张增速有所放缓，复苏后期，经济增长动能逐渐转换，消费、制造业和出口接替房地产和基建投资成为经济增长的拉动力，与后者高度依赖于信贷扩张相比，前者对外部融资的依赖度较低，更依赖于自身盈利现金流的增长来实现生产和产能的扩张，因此疫后复苏后半段伴随着信贷扩张的持续减弱，**展望 2021 年，我们认为全年社融增速或将达到 11%-12.5%区间，其中信贷和社融新增额大约分别在 19 万亿、31 万亿左右，**整体信用环境较 2020 年有所收紧，信贷供给回落、信贷需求回暖背景下，贷款加权利率或迎来缓慢回升；信贷结构上，企业贷款结构将持续优化，而随着各项房地产贷款监管政策落地，居民信贷扩张或将承压。

5. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	东兴宏观：年初资金延续宽松——2021 年 1 月货币市场流动性前瞻	2021-01-07
点评	东兴总量：不急转弯与改革创新—中央经济工作会议定调 2021	2020-12-19
点评	东兴宏观：社融见顶—2020 年 11 月金融数据点评	2020-12-10
专题	东兴宏观：行稳致远，进而有为——2021 年国内外宏观经济形势展望	2020-12-10
点评	东兴宏观：流动性波动加大——2020 年 12 月货币市场流动性前瞻	2020-12-02
点评	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020 年 10 月金融数据点评	2020-11-12
深度	东兴宏观：资金面压力边际缓解——2020 年 11 月货币市场流动性前瞻	2020-10-30
点评	实体融资需求仍强——2020 年 9 月金融数据点评	2020-10-14
深度	东兴宏观：资金面仍将延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020 年 8 月金融数据点评	2020-09-14
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏—2020 年 7 月金融数据点评	2020-07-13
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融—2020 年 5 月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松—2020 年 3 月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526