多因素导致社融规模增速下降

——12 月货币金融数据分析

内容提要：

12 月的社融规模和货币供应量均出现了下降，下降的原因在于从防风险出发，表外业务的大幅萎缩。债券违约事件影响了债券市场，导致企业债券融资大幅萎缩。而人民币贷款下降，有一定的季节性因素，但中长期贷款比重回升。全年的社融规模和新增贷款目标已经达到。政府债券发行成为支撑 12 月的社融规模的重要因素，但从政府存款多增看，年底财政放款出现放慢。总体看，货币政策初现“缓转弯”迹象，但是，也要考虑到 12 月是贷款的谈季节，而一季度，一月是贷款的高峰，有一定的季节性因素。近期，DR007 出现了明显的下降，资金面依旧宽松。

央行昨天晚些时候公布了 12 月金融货币数据，数据显示，新增社融规模同比回落，但结构出现了一定的变化。M1 和 M2 也回落，倒剪刀差再度扩大。

一．社融规模分析

数据显示，12 月新增社融规模环比减少，达到 17200 亿元，前值为 21343 亿元，也低于去年同期的 21030 亿元。

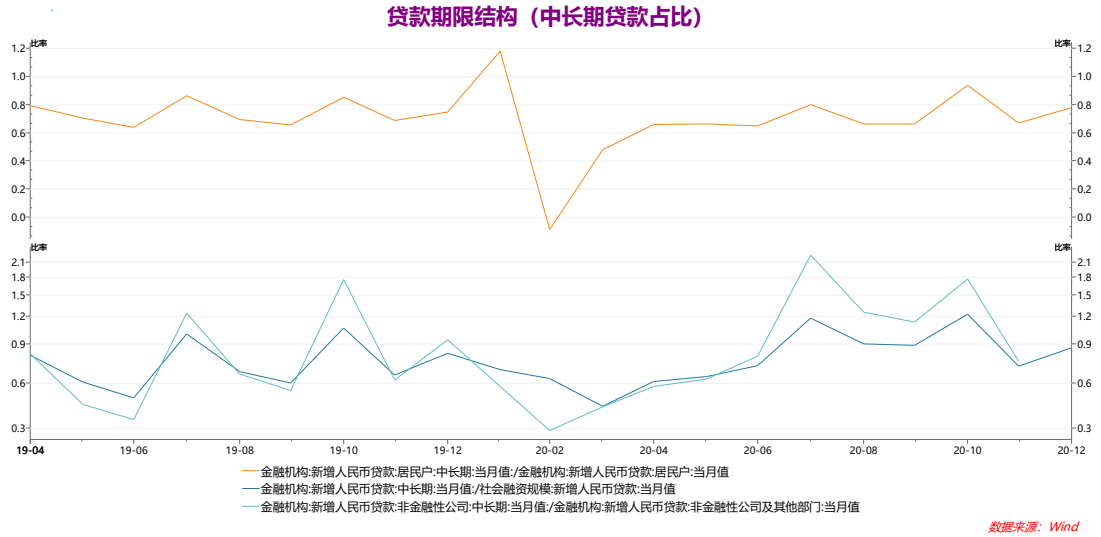
全年新增社融规模 348600 亿元，同比增加 36.3%。社融存量达到 284.83 万

亿元，

社融减少的原因之一是新增人民币贷款下降。12 月新增人民币贷款 11499 亿元，前值为 15300 亿元。新增人民币贷款在年底减少具有季节性。新增人民币贷款占新增社融比从 72%大幅回落到 67%。其中，新增居民贷款减少了 12.76 %，报 5635 亿元，新增非金融企业贷款上升了 40.27%，报 5953 亿元，而新增非银金融企业贷款回升 31.9%，为 674 亿元，止跌。

从期限结构看，中长期贷款占比回升，结构改善。中长期贷款 9896 亿元，较前值的 10936 亿元回落，占比从 71%回升到 86%，同比也有回升。在居民户方面，主要表现为短期贷款占比回落，居民户中长期贷款占比回升，从前值的 67%回升到 78%，而在企业客户方面，中长期贷款占比也从 75%大幅回升到 92%。

图 1：贷款期限结构（中长期贷款占比）



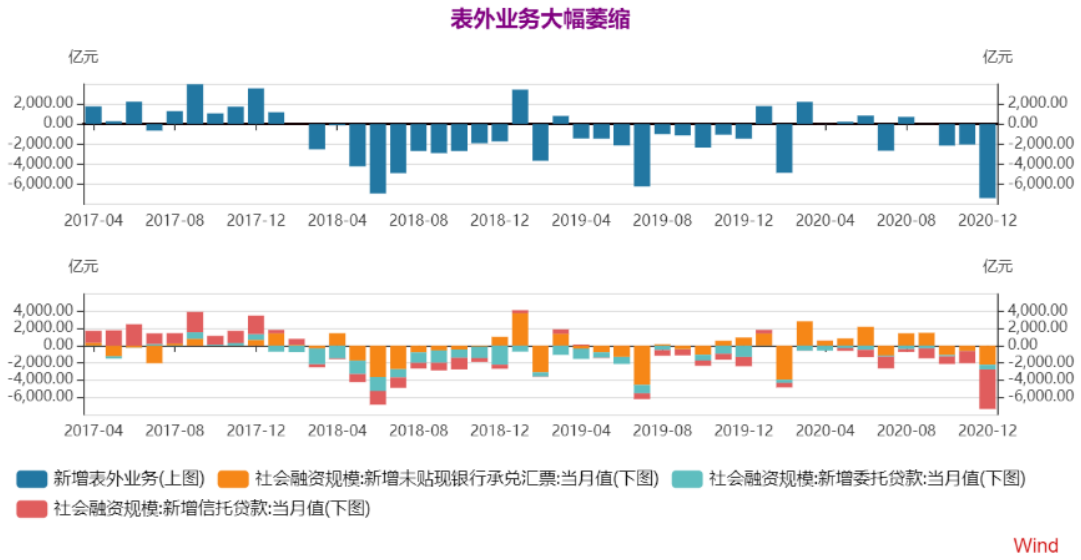
资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

新增人民币贷款全年达到 200300 亿元，同比增加 18.64%。

新增外币贷款-980 亿元，前值为-447 亿元。12 月人民币出现明显升值，理论上，企业借外币的意愿增强，但外币贷款却出现了明显的萎缩。

社融减少的原因之二在表外业务方面，12 月继续大幅萎缩，新增表外业务为-7376 亿元，前值为-2044 亿元。新增信托贷款下跌最为明显，报-4601 亿元。新增未承兑贴现票据-2216 亿元，新增委托贷款为-550 亿元。

图 2：表外业务情况

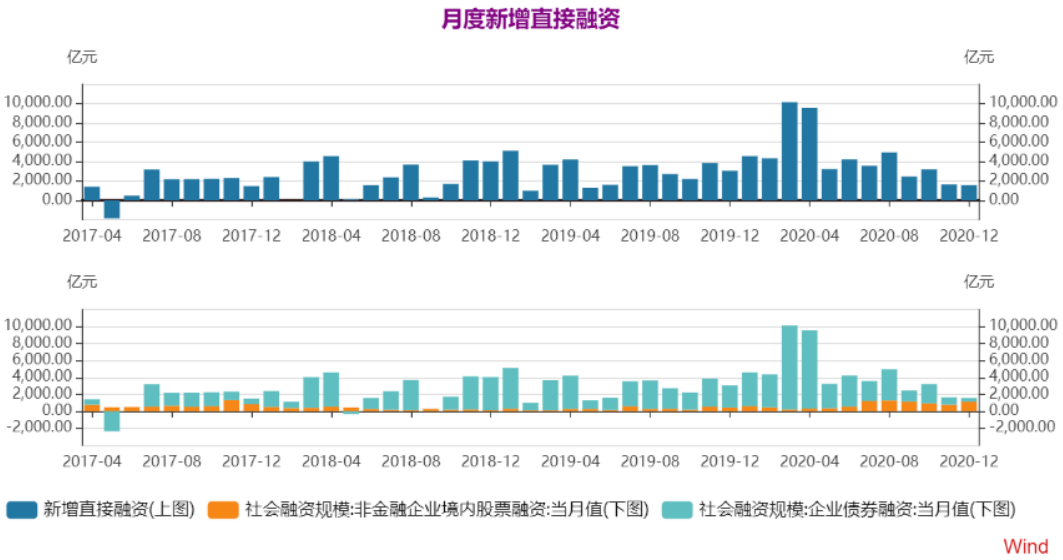


资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

社融减少的原因之二在在企业直接融资方面，特别是在债券融资方面。12 月新增企业直接融资占新增社会融资规模的比例从 8%小幅回落到 9%。但从绝对值看，受企业债券融资极度萎缩影响，新增 1567 亿元，低于前值的 1633 亿元，企业债券融资继续萎缩，仅为 442 亿元，低于前值的 882 亿元。而新增股票融资

1125 亿元，高于前值为 771 亿元。

图 3：月度新增直接融资



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

但政府债券支撑 12 月的社融规模数据。包括地方专项债在内的政府债券新增 7156 亿元，高于前值的 4000 亿元，但高于去年同期的 3738.17 亿元。1 月到 12 月新增政府债券合计以达到 83400 亿元，去年同期为 47204 亿元。12 月，新增政府债券占新增社融之比从 18.74 提升到 41.6%，创下年内新高。

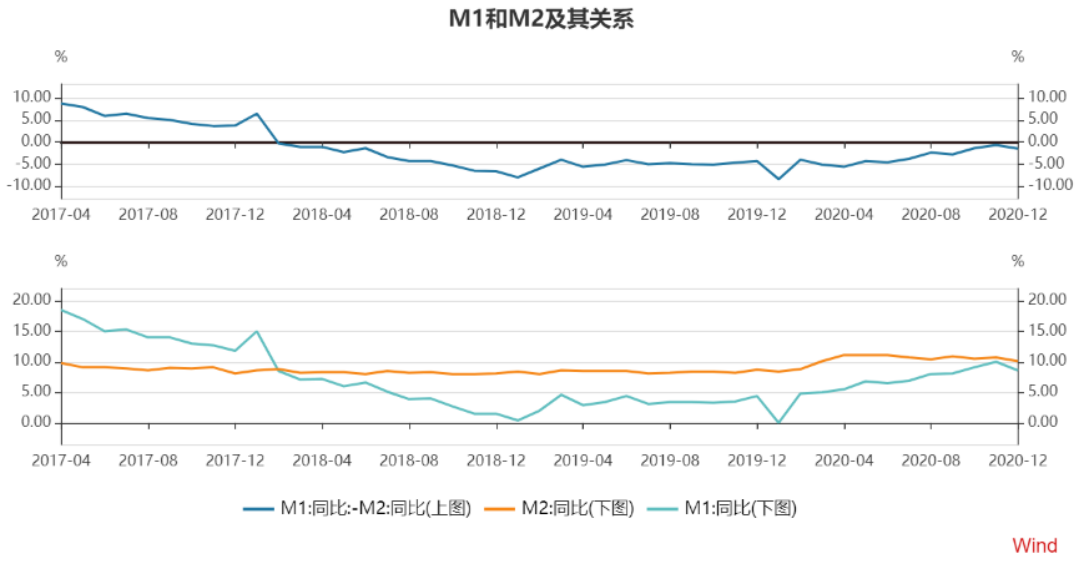
中债数据显示，12 月，共发行了政府债券 9601.43 亿元，其中，国债发行了 7765.3 亿元，地方政府债发行了 1836.13 亿元。数据还显示，1 到 12 月，共政府债 134611.38 亿元，同比增加了 60.8%。其中，记账式国债发行了 69084.9 亿元，同比增加了 83.91%，地方政府债发行了

64438.13 亿元，同比增加了 47.71 亿元。根据截至到 11 月的数据，1 到 11 月，地方专项债发行了 40297 亿元，占地方债比重约为 64.37%。

二． M1 与 M2 分析

12 月 M2 同比报 10.1%，低与前值的 10.7%。M1 报 8.6%，大大低于前值的 10%。M1 同比下降的一个原因和 12 月翘尾因素归 0 有关。M1 和 M2 的倒挂幅度从-3.8%扩大到-2.4%。

图 4：M1 和 M2 及其关系



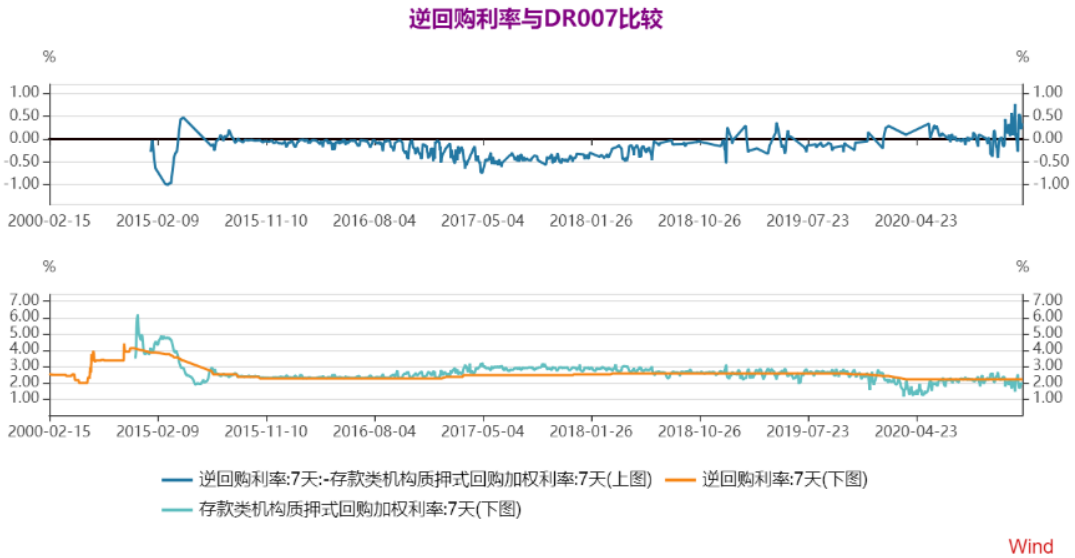
资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

从 M1 的结构看，在 625600 亿元的 M1 中，单位活期存款为 541300 亿元，同比多增了 42480.32 亿元，环比多增了 4261.44 亿元；流通中货币为 84300 亿元，同比多增 7110.53 亿元。

在 M2 的结构中，对 12 月 M2 同比构成了正向效应的有居民存款多增了 1489 亿元，而对 12 月 M2 同比构成了负面向效应的是非银金融机构存款多减了 27 亿元，非金融企业存款少增了 5078 亿元，财政存款多增了 1246 亿元。

综上分析，12 月的社融规模和货币供应量均出现了下降，下降的原因在于从防风险出发，表外业务的大幅萎缩。债券违约事件影响了债券市场，导致企业债券融资大幅萎缩。而人民币贷款下降，有一定的季节性因素，但中长期贷款比重回升。全年的社融规模和新增贷款目标已经达到。政府债券发行成为支撑 12 月的社融规模的重要因素，但从政府存款多增看，年底财政放款出现放慢。总体看，货币政策初现“缓转弯”迹象，但是，也要考虑到 12 月是贷款的谈季节，而一季度，一月是贷款的高峰，有一定的季节性因素。近期，DR007 出现了明显的下降，资金面依旧宽松。

图 5：逆回购利率与 DR007 比较



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

（银河期货研究所 20210113）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司　　银河宏观

研究员：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799