财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

社融弱信贷强格局有望延续

——2020 年 12 月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **核心观点：**随着货币政策逐步回归常态，12 月份社融、M2、M1 等增速均明显回落，流动性转向进一步得到确认；但信贷总量不弱、结构上企业中长贷继续保持高增，反映出结构性政策对实体精准滴灌作用仍强，经济整体仍在稳步修复。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局仍将延续一段时日，流动性紧平衡是货币政策主基调，但疫情变化仍存在诸多不确定性，国内消费等内生动能修复偏慢，货币政策大概率“缓退坡”，不会出现政策断崖。具体看：
- **表外融资与企业债大幅收缩，是社融增速超预期回落主因。**12 月国内社融增量同比减少 4821 亿元，存量增速较上月大幅回落 0.3 个百分点至 13.3%，大幅低于市场预计。从各分项看，表外融资和企业债券是本月社融超预期回落的主要拖累因素，两者分别同比多减少 5920、2183 亿元，反映出流动性退潮、监管趋严下，国内货币供给端收缩的压力已有所显现；同期受益国债发行维持高位，政府债券同比多增 3418 亿元，新增人民币贷款（社融口径）和股票融资保持同比多增，均继续对社融形成一定支撑。
- **企业需求偏强支撑信贷同比改善，但居民贷款已明显走弱。**12 月新增人民币贷款 1.26 万亿元，同比多增 1200 亿元，存量增速为 12.8%，与上月持平。具体看，实体企业部门是信贷改善的主要贡献力量，本月企业贷款同比多增 1709 亿元，其中企业中长贷同比多增 1522 亿元，连续 10 月同比多增 1500 亿元以上，反映出经济持续修复下企业融资需求不弱；同时受严监管影响，部分表外票据业务转入表内，导致本月企业票据也同比多增 3079 亿元。但居民部门贷款同比减少 824 亿元，为近十个月以来首次同比下降，且受居民消费偏弱和房地产调控趋严影响，居民短贷和中长贷均有所下降，分别同比减少 493 和 432 亿元。
- **翘尾因素与信用扩张放缓是 M2 回落主因，基数效应和房企融资收紧致 M1 大幅下降。**12 月 M2 增速为 10.1%，较上月回落 0.6 个百分点，原因有三：一是翘尾因素较上月大幅降低 1.3 个百分点，不利于 M2 增速提高；二是财政存款为-9540 亿元，低于近 5 年 12 月份平均约-12000 亿元的降幅，不利于 M2 增速明显改善；三是实体信用扩张放缓，导致贷款创造存款的信用货币创造减慢，也会对 M2 形成拖累。12 月 M1 增速较上月大幅回落 1.4 个百分点至 8.6%，则主要源于去年同期基数偏高和房企融资收紧的拖累；同时财政资金投放不及预期，也不利于机关团体活期存款增加较多，对 M1 增速也形成一定制约。
- **货币政策展望：继续缓退坡，流动性维持紧平衡。**12 月份社融、M2、M1 等增速均明显回落，显示流动性转向进一步得到确认；但信贷总量不弱、结构上企业中长贷继续保持高增，反映出经济整体仍在稳步修复。预计未来国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局仍将延续一段时日，流动性维持紧平衡是货币政策主基调。量的方面，降准的概率极低，预计 2021 年 M2 和社融增速或分别降至 10%和 12%左右；价的方面，预计 2021 年上半年之前降息基本没有可能，国内利率大概率先波动上行后回落，流动性最紧时点或在二季度；结构方面，央行将继续强调定向发力实现精准滴管作用，结构性政策工具仍将担当重任。

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwenyan21@126.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、表外融资与企业债大幅收缩，是社融增速超预期回落主因 3
二、企业需求偏强支撑信贷同比改善，但居民贷款已明显走弱 4
三、翘尾因素与信用扩张放缓是 M2 回落主因，基数效应和房企融资收紧致 M1 大幅下降 5
四、流动性维持紧平衡，货币政策继续“缓退坡” 6

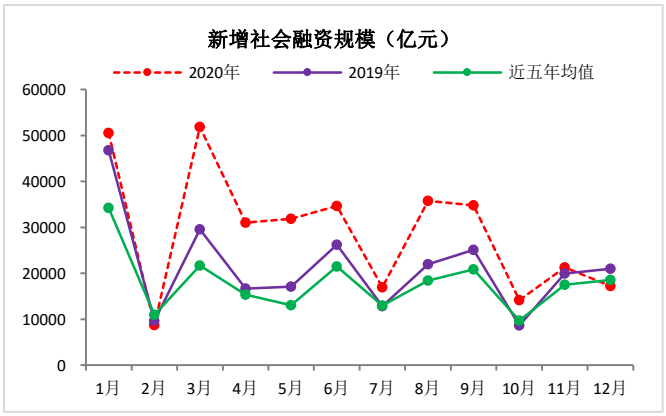
事件：2020 年 12 月份，社融增量为 1.72 万亿元，较上年同期减少 4821 亿元；新增人民币贷款 1.26 万亿元，较上年同期多增 1200 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 8.6%、10.1%，增速较上月末分别降低 1.4 和 0.6 个百分点，比上年同期分别提高 4.2 和 1.4 个百分点。

一、表外融资与企业债大幅收缩，是社融增速超预期回落主因

12 月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为 1.72 万亿元，同比减少 4821 亿元（见图 1）；存量增速为 13.3%，较上月回落 0.3 个百分点（见图 2），连续两个月下降。

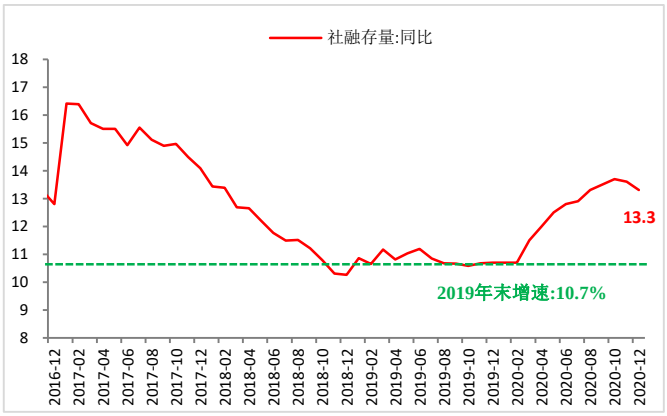
从各分项看（见图 3），**表外融资和企业债券是本月社融超预期回落的主要拖累因素，**如受国内监管趋严和表外信托、票据融资到期规模较大影响，表外融资同比减少 5920 亿元，为最大拖累项，其中表外未贴现银行承兑汇票、信托贷款分别同比多减少 3509、3167 亿元；同时受债券违约增加、信用利差走阔影响，企业债券净融资额同比减少 2183 亿元，连续两个同比多减少 2000 亿元以上，表明国内货币供给端收缩的冲击已有所显现。其他社融分项中，受益国债发行维持高位，政府债券同比多增 3418 亿元，依旧对社融形成重要支撑，新增人民币贷款（社融口径）和股票融资均保持同比多增，反映出结构性惠企金融扶持政策仍在显效，且实体融资需求端整体仍不弱。

图 1：12 月社融增量已低于去年同期值



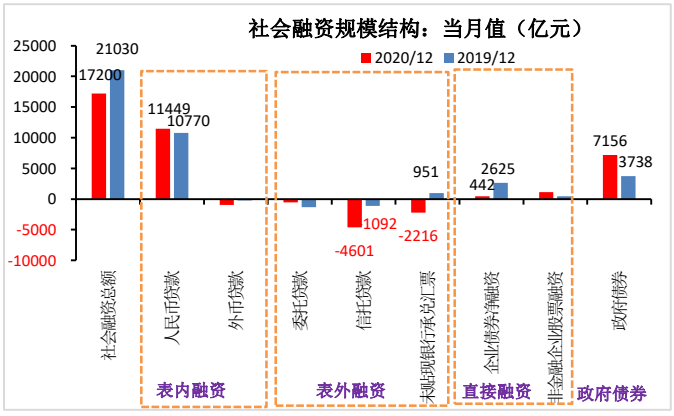
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：社融存量增速连续两个月回落



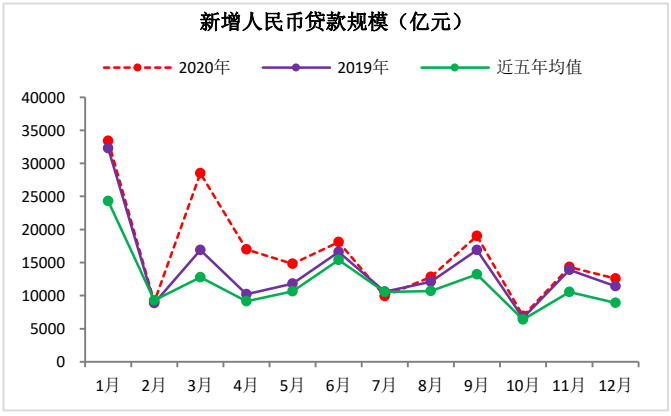
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：12 月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：金融机构新增人民币贷款同比



资料来源：WIND，财信研究院

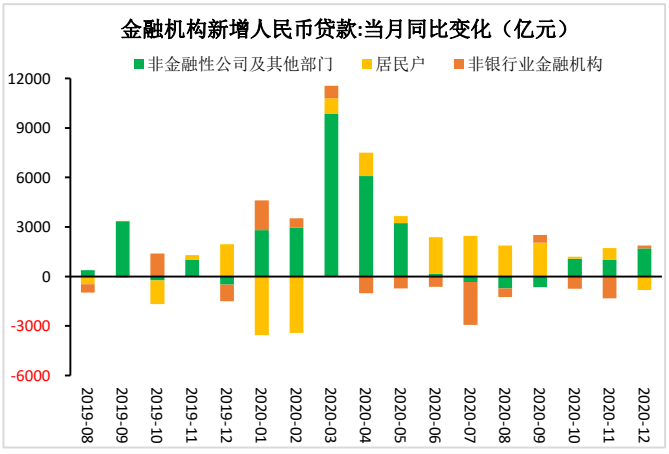
二、企业需求偏强支撑信贷同比改善，但居民贷款已明显走弱

12 月金融机构新增人民币贷款 1.26 万亿元，较上年同期多增 1200 亿元（见图 4）；存量增速为 12.8%，与上月持平。其中，非银金融机构贷款同比仅多增 163 亿元，表明信贷改善主要源于实体融资需求的增加，且分部门看，实体企业部门是信贷改善主力，受房地产调控趋严、消费偏弱影响，居民部门新增信贷同比变化值由增转降（见图 5）。具体看：

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。12 月企业部门贷款同比多增 1709 亿元，增幅较上月还有所扩大，反映出实体企业融资需求不弱（见图 6）。其中，受益工业企业利润连续 6 个月保持双位数增长，加上信贷政策继续向制造业倾斜，非金融企业中长贷同比继续多增 1522 亿元，连续 10 个月同比多增 1500 亿元以上（见图 7），是主要贡献力量之一；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。

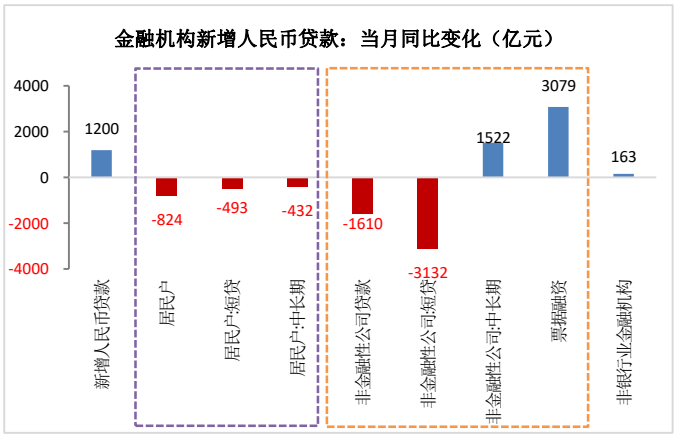
居民端，受居民消费偏弱和房地产调控趋严影响，居民短贷和中长贷同比均减少。12 月居民部门贷款新增 5635 亿元，同比减少 824 亿，为近十个月来首次同比减少。其中，居民短贷同比减少 493 亿元（见图 8），反映出国内居民消费或依旧偏弱，这一方面与冬季疫情反复下服务消费修复有所放缓密切相关，另一方面也源于国内中小微企业修复偏慢，导致低收入群体收入和消费改善有限；同期居民中长贷同比减少 432 亿元，结束连续 6 个月同比保持多增的态势，表明房地产信贷趋严的影响已开始显现，预计未来在“房住不炒”总基调下，居民中长贷或持续收紧。

图 5：金融机构新增人民币贷款分部门:当月同比变化



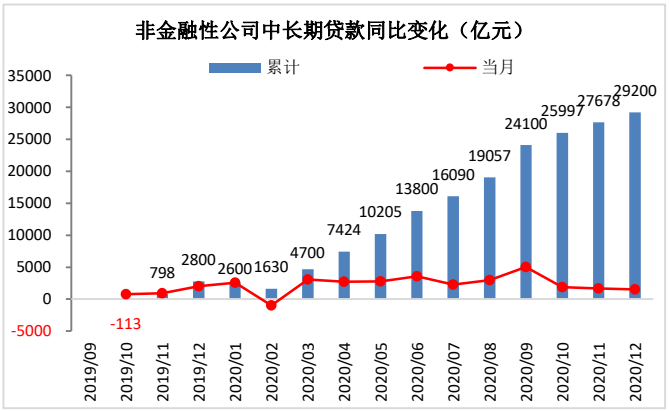
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：金融机构新增人民币贷款:当月同比变化



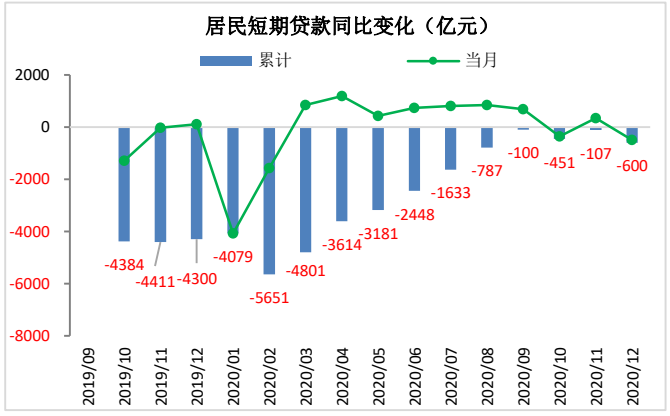
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：非金融性公司中长期贷款同比变化（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：居民短期贷款同比变化（亿元）

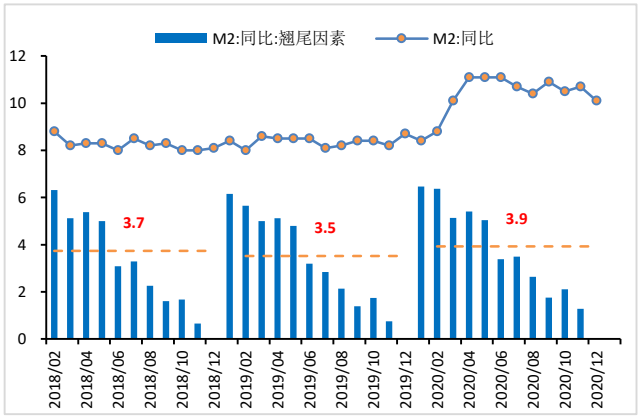


资料来源：WIND，财信研究院

三、翘尾因素与信用扩张放缓是 M2 回落主因，基数效应和房企融资收紧致 M1 大幅下降

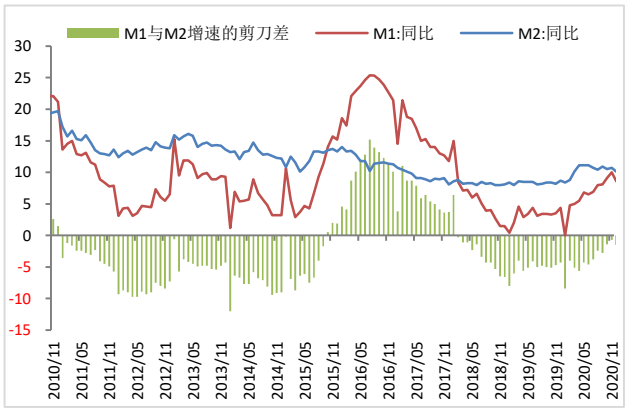
12 月末 M2 同比增长 10.1%，较上月降低 0.6 个百分点（见图 9），原因有三：一是翘尾因素较上月大幅降低 1.3 个百分点，不利于 M2 增速提高；二是财政存款为-9540 亿元，低于近 5 年 12 月份平均约-12000 亿元的降幅，表明财政资金支出力度或仍不及预期，不利于 M2 增速明显改善；三是随着货币政策回归常态，实体信用扩张放缓，如 12 月贷款存量持平上月，导致贷款创造存款的信用货币创造减慢，也会对 M2 形成拖累。

图 9：12 月 M2 翘尾因素降低 1.3 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：M1 与 M2 增速剪刀差降幅扩大

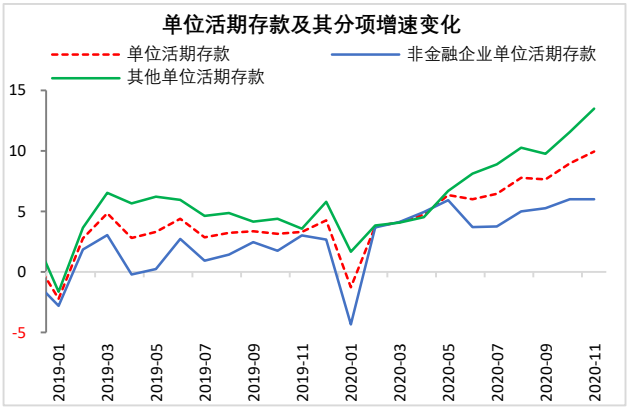


资料来源：WIND，财信研究院

12 月末 M1 同比增长 8.6%，较上月继续大幅降低 1.4 个百分点（见图 10）。其中，单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，其增速由 11 月的 9.9%降低至 12 月的 8.5%，是 M1 大幅回落的主因。单位活期存款增速回落，一方面与近期房地产调控趋严，房地产企业现金流边际转差相关，如本月居民中长贷、信托贷款走弱均为地产企业资金面趋紧提供重要佐证；另一方面，财政资金下拨后，变成机关团体活期存款，带动包括机关团体在内的其他单位活期存款增速提高（见图 11），也会对 M1 形成重要支撑，但本月财政资金支出力度不及预期，也不利于 M1 大幅回升。此外，基数效应偏高也是影响 M1

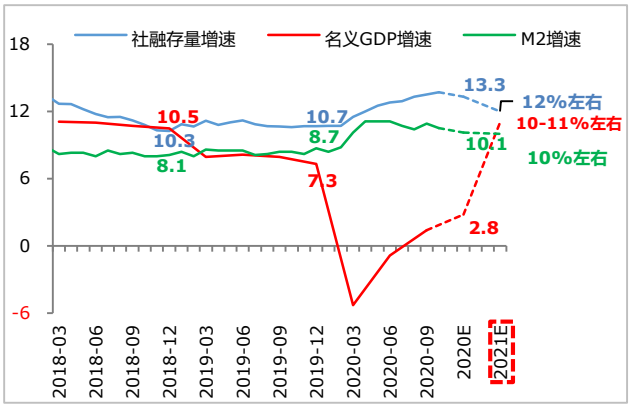
回落的重要原因，如 2019 年 12 月 M1 增速为 4.4%，较上月大幅提高 0.9 个百分点。值得注意的是，本月 M1 与 M2 的剪刀差较上月扩大 0.8 个百分点至-1.5%（见图 10），反映出信用收缩对实体经济活动的制约已有所显现。

图 11：其他单位活期存款增速提高最快



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M2 和社融增速与名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

四、流动性维持紧平衡，货币政策继续“缓退坡”

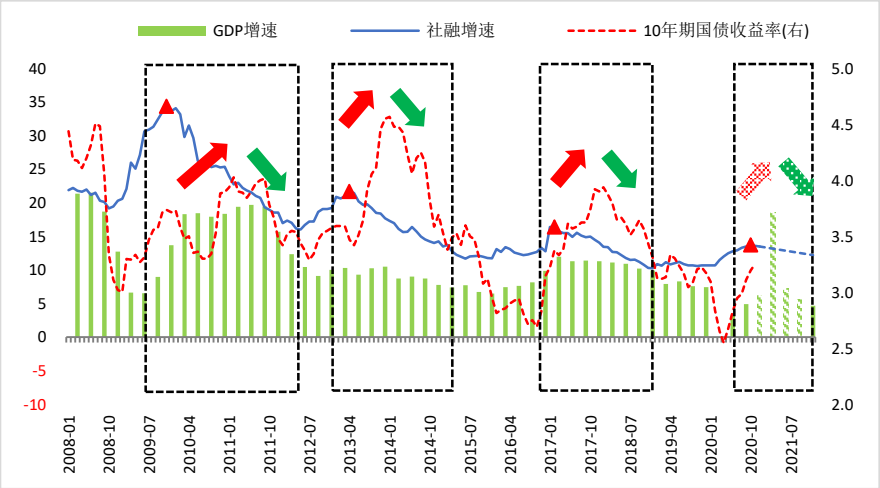
随着国内经济增长动能由“逆周期”切换至“顺周期”，货币政策回归常态已成主旋律，12 月份社融、M2 和 M1 等增速均明显回落，流动性转向进一步得到确认；但疫情变化和外部环境仍存在诸多不确定性，国内经济恢复基础也尚不牢固，货币政策大概率“缓退坡”，不会出现政策断崖，12 月份信贷总量依旧不弱，结构上企业中长贷继续保持高增，反映出结构性货币政策工具对实体经济的精准滴灌作用仍强，国内经济仍在稳步修复。预计未来经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续，流动性大概率继续维持紧平衡。具体看：

一是量的方面，降准的概率极低，预计 2021 年 M2 和社融增速分别回落至 10%和 12%左右。如 2020 年中央经济工作会议提出，来年要“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。根据我们的判断（详见报告《复苏中的再平衡》），2021 年名义 GDP 增速或为 10-11%左右（9%左右的实际 GDP 增速+1-2%的综合通胀率），同时根据 2018-2019 年央行提出“相匹配”类似表述时，M2 和社融增速平均较名义 GDP 增速分别低 0.8 个百分点和高 1.4 个百分点（见图 12），可测算出 2021 年 M2 和社融将分别增长 10%和 12%左右，流动性供给偏紧已成定局。预计短期内国内降准概率极低，未来货币政策将继续强调结构性定向发力，增强结构性工具对实体经济的精准滴灌作用。预计实体与金融流动性或继续分层，金融“紧”实体“松”特征强化，同时金融服务实体经济的质效有望持续提升，地产“紧”制造业“松”趋势延续。

二是价格方面，预计 2021 年上半年之前降息基本没有可能，利率大概率先波动上行后回落。随着经济持续稳步修复，2021 年上半年国内名义 GDP 增速大概率保持高增，货币政策在“稳增长”与“防风险”的平衡中，对后者的关注明显增多，如中央经济工作会议强调要“保持宏观杠杆率基本稳定”。2020 年前三季度国内宏观杠杆率大幅提高

约 25 个百分点，预计至少在 2021 年上半年以前，在“稳杠杆”和经济持续修复的双重背景下，央行动用利率工具的必要性明显下降。根据以往逆周期政策向顺周期切换过程中利率的表现看，2021 年国内利率或大概率先波动上行后回落，如 2009、2013、2017 年社融增速见顶之后，受益政策滞后显效，GDP 增速继续向上滑行，带动利率继续回升，但随着经济增速再度回落，利率也转向下行（见图 13）。

图 13： GDP 增速、社融增速与 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，财信研究院

三是从政策取向的演进节奏看，预计 2021 年二季度转向“稳健偏从紧”的概率较大，其他季度或维持“稳健中性”。第一，在国内消费等内生增长动力依旧偏弱的背景下，2021 年一季度货币政策不存在大幅收紧的基础；第二，随着国外疫情逐步消退，经济稳步共振复苏，二季度金融防风险迎来绝佳窗口期，流动性转向“稳健偏从紧”概率最大；第三，2021 年下半年国内稳增长诉求有望提升，但中美利差大概率收窄将制约货币宽松空间，流动性或回归“稳健中性”。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。