宏观研究

社融收缩了，信贷仍然坚韧

——12 月金融数据点评

宏观事件点评 | 2021 年 1 月 13 日

报告摘要：

- **一问，信贷数据为何略高于预期？**

12月新增人民币贷款12600亿元，相比去年同期多增1200亿元，高于市场预期的12075亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5500亿元，相比去年同期多增1522亿元，随着制造业投资逐步改善，制造业中长期贷款逐渐成为信贷拉动项。居民中长期贷款新增4392亿元，同比减少432亿元，在楼市调控趋严的情况下，居民房贷有所限制，拖累居民中长期贷款。企业短期贷款新减3097亿元，同比减少3132亿元，是信贷最大拖累项。去年疫情期间央行通过结构性货币政策工具向中小微企业提供大量流动性，随着疫情得到控制，这部分结构性货币政策预计会有序退出，未来几个月企业短期贷款仍有减少空间。居民短期贷款新增1142亿元，同比减少493亿元，由于12月我国大部分地区气候偏冷，对居民消费造成冲击。票据融资新增3341亿元，同比多增3079亿元，是信贷拉动项。非银贷款新增1322亿元，同比多增656亿元。总体来看，12月信贷规模略有增加，且信贷质量也在改善，企业中长期贷款占比在增加，企业短期贷款占比在下降，有利于改善银行资产质量，提升固定资产投资规模。

- **二问，社融数据为何低于预期？**

12月社融新增17200亿元，低于市场预期的21780亿元。分结构来看，非标融资同比多减5920亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，2021年非标压降规模预计为2万亿元左右，这意味着未来非标压降速度有所加快。具体来看，委托贷款减少559亿元，同比少减757亿元；信托贷款同比减少4601亿元，同比多减3509亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少2216亿元，同比多减3167亿元，2020年未贴现银行承兑汇票一度是社融拉动项，随着疫情逐渐得到控制，预计未来未贴现银行承兑汇票将有所下降。12月企业债新增442亿元，同比少增2183亿元，继续成为社融拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系若干信用违约事件冲击市场信心，导致一部分信用债取消发行计划。12月股权融资新增1125亿元，同比多增693亿元，表现继续亮眼。政府债券新增7156亿元，同比多增3418亿元，继续成为社融最大拉动项。总体来看12月社融增量低于预期主要原因系非标压降加快和企业债发行规模缩量所致，根据我们之前预测，2021年非标和企业债净增规模都将低于2020年，因此未来这两项或将继续成为社融拖累项。

- **12月社融增速与我们预期较为匹配**

12月社融增速与我们之前预测基本匹配，信贷结构和社融结构也与我们预测较为吻合（企业中长期贷款占比提升、企业短期贷款占比下降、非标压降增加、企业债发行规模减少）。未来来看，社融增速或出现双拐点结构，由于基数原因，今年2月社融增速或再次上升，之后持续向下，全年社融增速预计在11.1%左右。

- **风险提示**

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

1 月 12 日，央行公布 12 月金融数据：

新增贷款 12600 亿元，市场预期 12075 亿元，前值 14300 亿元。

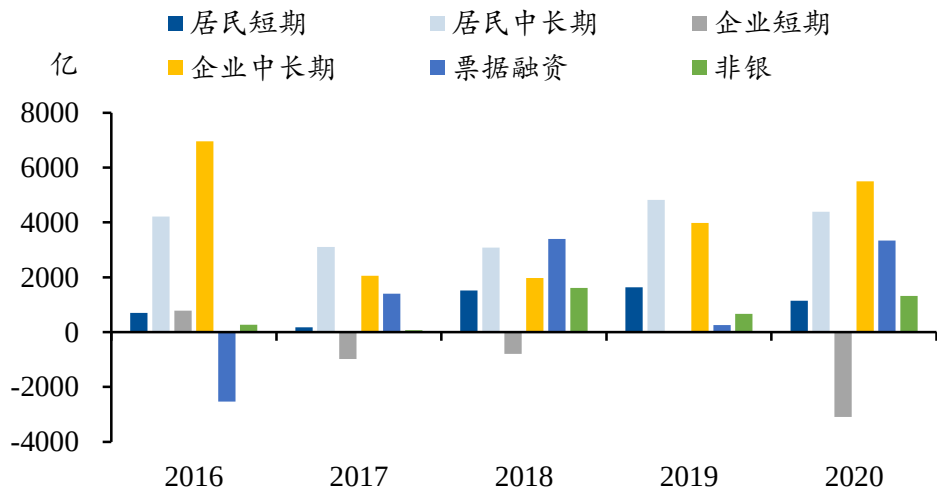
社会融资 17200 亿元，市场预期 21780 亿元，前值 21343 亿元。

M2 同比 10.1%，市场预期 10.7%，前值 10.7%；M1 同比 8.6%，前值 10.0%。

1 数据表现：信贷数据略高于市场预期

一问，信贷数据为何略高于预期？ 12 月新增人民币贷款 12600 亿元，相比去年同期多增 1200 亿元，高于市场预期的 12075 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 5500 亿元，相比去年同期多增 1522 亿元，随着制造业投资逐步改善，制造业中长期贷款逐渐成为信贷拉动项。居民中长期贷款新增 4392 亿元，同比减少 432 亿元，在楼市调控趋严的情况下，居民房贷有所限制，拖累居民中长期贷款。企业短期贷款新减 3097 亿元，同比减少 3132 亿元，是信贷最大拖累项。去年疫情期间央行通过结构性货币政策工具向中小微企业提供大量流动性，随着疫情得到控制，这部分结构性货币政策预计会有序退出，未来几个月企业短期贷款仍有减少空间。居民短期贷款新增 1142 亿元，同比减少 493 亿元，由于 12 月我国大部分地区气候偏冷，对居民消费造成冲击。票据融资新增 3341 亿元，同比多增 3079 亿元，是信贷拉动项。非银贷款新增 1322 亿元，同比多增 656 亿元。总体来看，12 月信贷规模略有增加，且信贷质量也在改善，企业中长期贷款占比在增加，企业短期贷款占比在下降，有利于改善银行资产质量，提升固定资产投资规模。

图 1：12 月份企业中长期贷款和居民中长期贷款放量

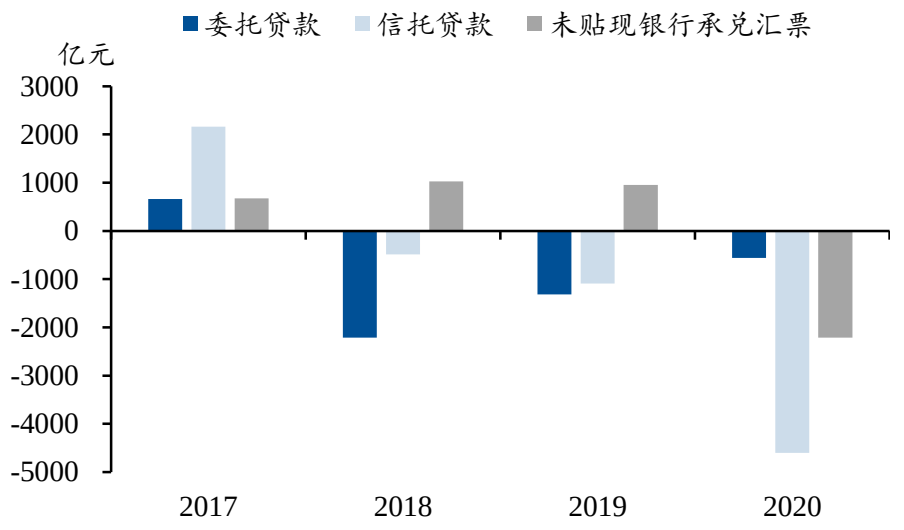


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为啥低于预期？ 12 月社融新增 17200 亿元，低于市场预期的 21780 亿元。分结构来看，非标融资同比多减 5920 亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，2021 年非标压降规模预计为 2 万亿元左右，这意味着未来非标压降速度有所加快。具体来看，委托贷款减少 559 亿元，同比少减 757

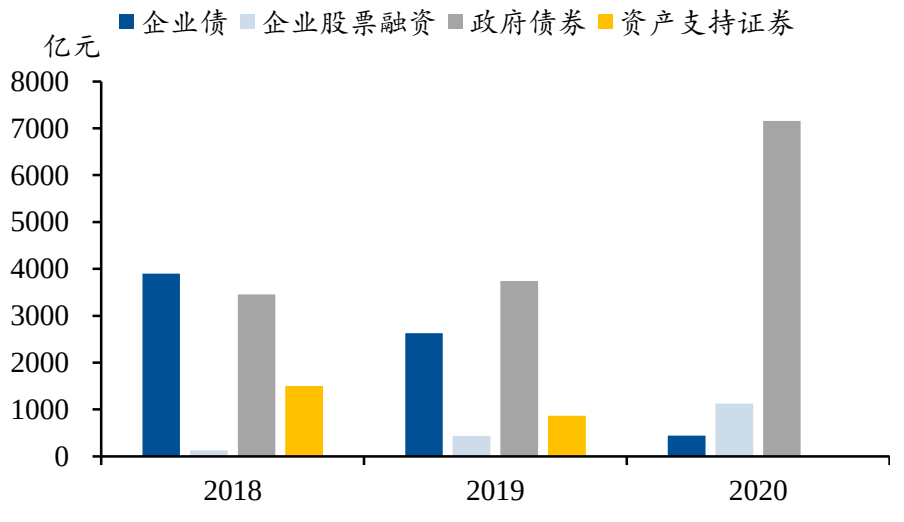
亿元；信托贷款同比减少 4601 亿元，同比多减 3509 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少 2216 亿元，同比多减 3167 亿元，2020 年未贴现银行承兑汇票一度是社融拉动项，随着疫情逐渐得到控制，预计未来未贴现银行承兑汇票将有所下降。12 月企业债新增 442 亿元，同比少增 2183 亿元，继续成为社融拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系若干信用违约事件冲击市场信心，导致一部分信用债取消发行计划。12 月股权融资新增 1125 亿元，同比多增 693 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 7156 亿元，同比多增 3418 亿元，继续成为社融最大拉动项。总体来看 12 月社融增量低于预期主要原因系非标压降加快和企业债发行规模缩量所致，根据我们之前预测，2021 年非标和企业债净增规模都将低于 2020 年，因此未来这两项或将继续成为社融拖累项。

图 2：12 月份非标压降速度加快



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：12 月份政府债券融资继续拉动社融增长

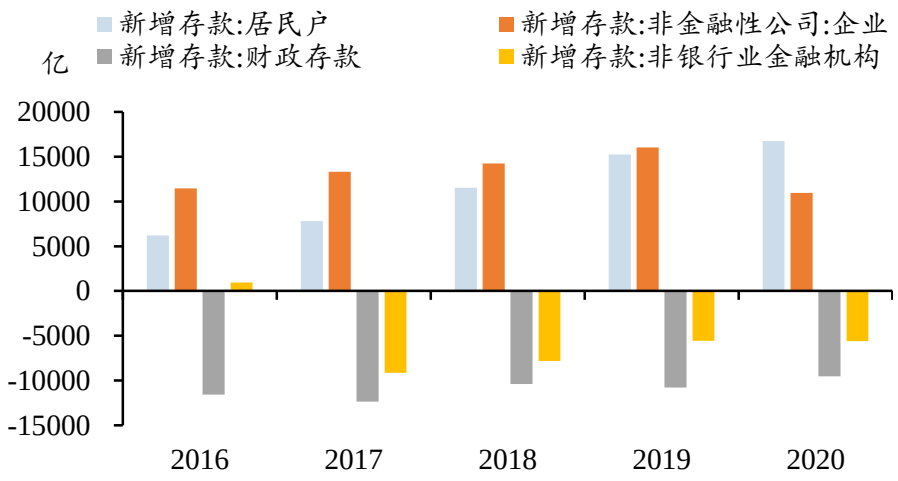


资料来源：Wind，民生证券研究院

三问，M2 为什么下降？当前财政存款余额为 54312 亿元，处于历史较高水平。主要

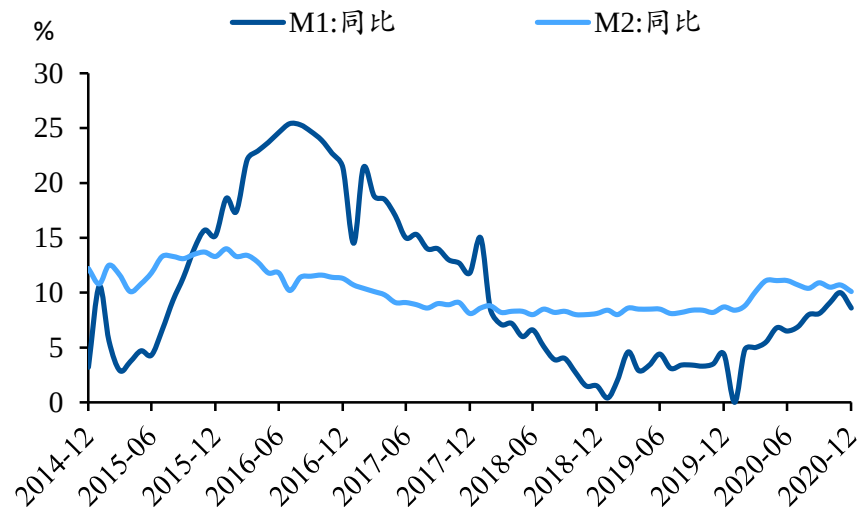
系 2020 年下半年来大量发行利率债的同时，财政支出却并未有同等规模的增加幅度所致。12 月新增财政存款减少 9540 亿元，与往年同期相比变动不大。由于财政开支不及预期，叠加非金融企业新增存款较低，12 月 M2 同比增长 10.1%，低于市场预期的 10.7%。但 12 月底由于央行多做 MLF，债市流动性较为宽松，因此利率债反而迎来上涨行情。

图 4：12 月财政开支力度并未明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：12 月 M1 和 M2 增速有所回落

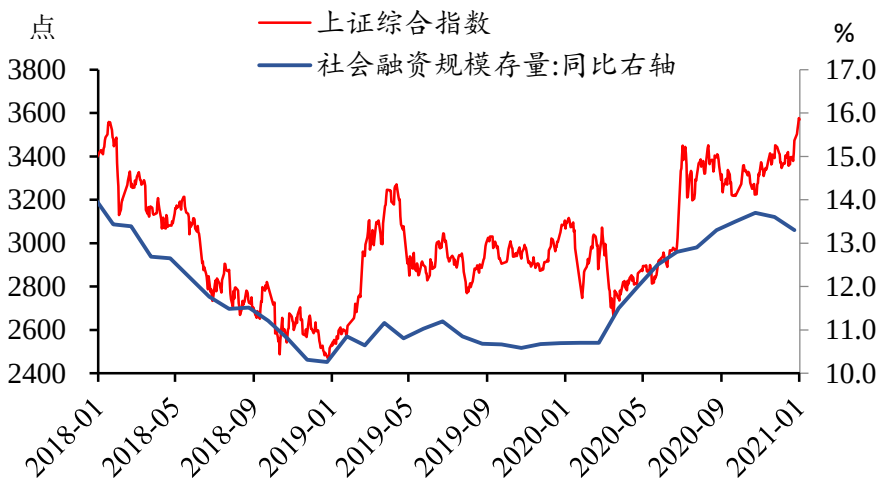


资料来源：wind，民生证券研究院

2 数据背后：社融拐点并不妨碍股市走牛

春季躁动行情来临，股市上涨。参考近几年历史经验，股市走势与社融增速有一定关联。2018 年去杠杆期间股市较为疲软，2019 年稳杠杆期间股市估值修复，2020 年加杠杆期间股市上涨。今年年初，股市出现一波春季攻势，上涨持续攻破 3500 点和 3600 点，其背后更多是春季躁动带来的估值牛，特别是抱团股，迎来较大上涨。

图 6：社融拐点并未妨碍股市走牛



资料来源：wind，民生证券研究院

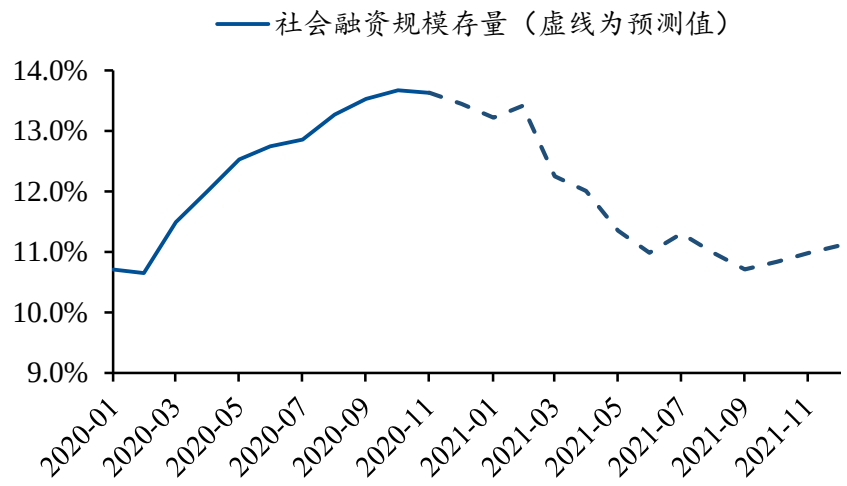
12 月信贷数据质量有所提升。12 月信贷结构的质量有所优化。最明显的就是企业中长期贷款占比提升，企业短期贷款占比下降。通常来说，企业短期贷款更多是为了应对流动性需求，今年疫情期间大量企业为了应对流动性问题借入短贷；企业中长期贷款通常用于固定资产投资，其放量意味着企业对经济前景充满信心，投资动力加强。

社融增速处于下降通道。12 月社融拖累项主要是非标和企业债，根据我们之前预测，2021 年非标有 2 万亿的压降空间，企业债净增规模预计下降 1 万亿元左右，政府债券下降规模预计 2.86 万亿元左右，因此 2021 年社融增速或逐渐下降。

3 未来展望：社融增速或出现双拐点

12 月社融增速与我们预期较为匹配。12 月社融增速与我们之前预测基本匹配，信贷结构和社融结构也与我们预测较为吻合（企业中长期贷款占比提升、企业短期贷款占比下降、非标压降增加、企业债发行规模减少）。未来来看，社融增速或出现双拐点结构，由于基数原因，今年 2 月社融增速或再次上升，之后持续向下，全年社融增速预计在 11.1%左右。

图 7：12 月社融增速与我们预期较为匹配



资料来源：wind，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：12 月份企业中长期贷款和居民中长期贷款放量 2
图 2：12 月份非标压降速度加快 3
图 3：12 月份政府债券融资继续拉动社融增长 3
图 4：12 月财政开支力度并未明显提升 4
图 5：12 月 M1 和 M2 增速有所回落 4
图 6：社融拐点并未妨碍股市走牛 5
图 7：12 月社融增速与我们预期较为匹配 6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。