

12月金融数据延续回落势头，“宽信用”进入稳定退潮期

央行公布数据显示：12月新增金融机构人民币贷款1.26万亿，环比少增1700亿，同比多增1200亿，月末贷款余额增速12.8%，与上月末持平，较上年同期高出0.5个百分点。

12月新增社融1.72万亿，环比少增4143亿，同比少增3830亿；12月末存量社会融资规模284.83万亿，同比增长13.3%，增速比上月下滑0.3个百分点，比上年同期高2.6个百分点。12月末，M2同比增长10.1%，增速比上月末下滑0.6个百分点，比上年同期高1.4个百分点；M1同比增长8.6%，增速比上月末低1.4个百分点，比上年同期高4.2个百分点。

主要观点：

整体上看，12月金融数据延续了上月以来的下行势头，显示在货币政策向常态化回归过程中，“宽信用”进入稳定退潮期，存量社融及M2增速等指标向名义GDP增速靠拢的趋势正在形成。

12月新增人民币贷款环比季节性少增，同比多增主要受票据融资和企业中长期贷款拉动，前者受票据利率走低提振，后者则反映政策面对制造业投资支持力度显现；当月居民贷款表现转弱，其中居民中长期贷款7个月来首现同比少增，表明房地产调控收紧正在产生效果。

社融方面，12月新增社融表现不及预期，月末存量增速加速放缓，显示“宽信用”持续退潮。当月非标融资加速压降，企业债券融资受前期违约事件影响走弱，是社融不及预期的主要原因。

年末M2增速下行明显加快，主要原因是12月企业存款同比大幅少增，以及12月财政存款同比多增；年末M1增速下调幅度较大，除上年同期基数偏高外，或与近期房地产调控加码后，楼市有所降温有关，并不一定代表实体经济活力出现明显下行态势。

展望未来，受年初“抢播”效应推动，今年1月新增信贷、社融规模环比、同比都将明显走高，M2和存量社融增速会有所反弹。不过，未来货币政策回归常态化是大方向，2021年稳定宏观杠杆率已成为核心政策目标，这将不可避免地带动存量社融及M2增速等金融数量指标趋势性回落。我们预计，2021年末以上两项指标增速将分别降至11.2%和9.2%，这将确保今年宏观杠杆率稳中有降。但这两项指标仍会高于2019年末水平（分别为10.7%和8.7%），体现2021年货币政策“不急转弯”，货币环境不会骤然收紧。

具体分析如下：

一、12月新增人民币贷款环比季节性少增，同比多增主要受票据融资和企业中长期贷款拉动，前者受票据利率走低提振，后者则反映政策面对制造业投资支持力度显现；当月

居民贷款表现转弱，其中居民中长期贷款 7 个月来首现同比少增，表明房地产调控收紧正在产生效果。

12 月新增人民币贷款 1.26 万亿，环比少增 1700 亿，符合季节性规律；除票据融资和非银贷款外，各分项均现环比少增；当月票据融资环比多增 2537 亿，主因票据利率进一步下行，带动企业票据贴现需求回升。

同比来看，12 月新增人民币贷款同比多增 1200 亿，月末贷款余额增速与上月持平。除票据融资同比多增 3079 亿外，当月企业中长期贷款亦同比多增 1522 亿，反映经济持续改善背景下，实体经济融资需求不弱，以及政策面对制造业投资的支持效果正在显现。不过，12 月企业短贷同比少增 3132 亿，主要源于票据融资放量对短贷形成替代效应。值得注意的是，12 月居民部门贷款表现转弱。其中，主要由居民房贷构成的居民中长期贷款同比少增 432 亿，为 7 个月以来首现同比少增，表明房地产调控收紧正在产生效果；居民短贷同比少增 493 亿，或因疫情反复、冷冬来袭限制居民消费活动；考虑到这一指标向来波动较大，不一定代表年末居民消费出现明显放缓态势。

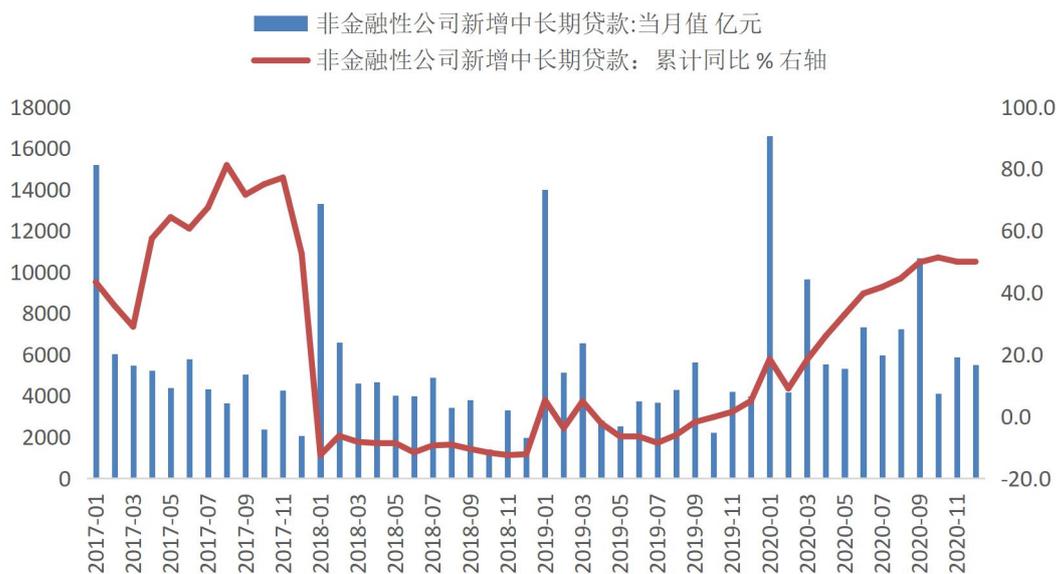
全年来看，2020 年新增贷款累计达到 19.6 万亿，比上年多增 2.8 万亿，这主要源于企业中长期贷款多增规模达到 2.9 万亿。这表明 2020 年多增的贷款全部投向实体经济，且中长期贷款占比提升，贷款投向和期限结构均显著改善。

图 1 新增人民币贷款规模及增速



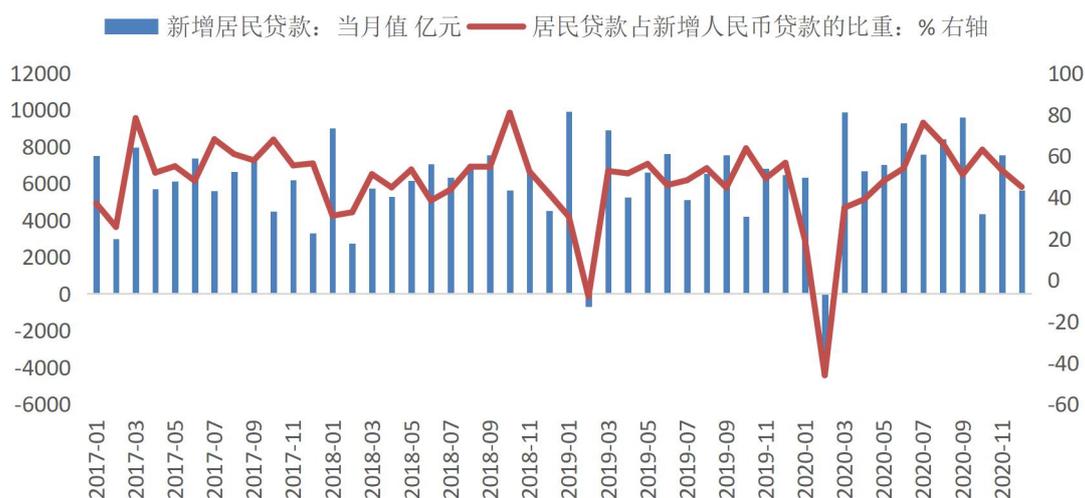
数据来源：WIND

图 2 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

图3 新增居民贷款规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚整理

二、12月新增社融表现不及预期，月末存量增速加速放缓，显示“宽信用”持续退潮。当月非标融资加速压降，企业债券融资受前期违约事件影响走弱，是社融不及预期的主要原因。

12月新增社融1.72万亿，环比少增4143亿。分项中，除人民币贷款季节性少增外，环比降幅较大的还包括信托贷款和表外票据融资，均较上月大幅多减。其中，信托贷款加速压降主因年底集中到期而监管政策收紧，表外票据融资大幅多减则与当月票据融资放量，该项融资从银行表外转入表内有关。

同比来看，12月新增社融同比少增3830亿，为年内除2月外首现同比少增。月末社融

存量同比增长 13.3%，增速较上月末放缓 0.3 个百分点，与上月相比，增速下滑斜率有所加快，显示年末“宽信用”持续退潮，进一步印证本轮信用扩张拐点已现。从分项看，除信托贷款和表外票据融资同比大幅多减外，12 月企业债券融资同比少增 2183 亿，主要受前期违约事件冲击市场情绪，导致信用债一级融资遇冷影响；同时，人民币升值背景下，外币贷款同比多减 775 亿。值得一提的是，12 月国债和地方债净发行均有所增加，带动当月政府债券融资同比多增 3418 亿，显示政府债券供给较强对社融仍有支撑。

从全年来看，2020 年新增社融 34.86 万亿，较上年增加 9.28 万亿。结构方面，主要特征是信贷融资和债券融资（尤其是政府债券融资）大幅增长，成为逆周期调节的主要发力点；同时，委托贷款、信托贷款等表外融资延续压降势头，表明严监管并未因疫情来袭而出现方向性调整。

图 4 社会融资规模增长状况



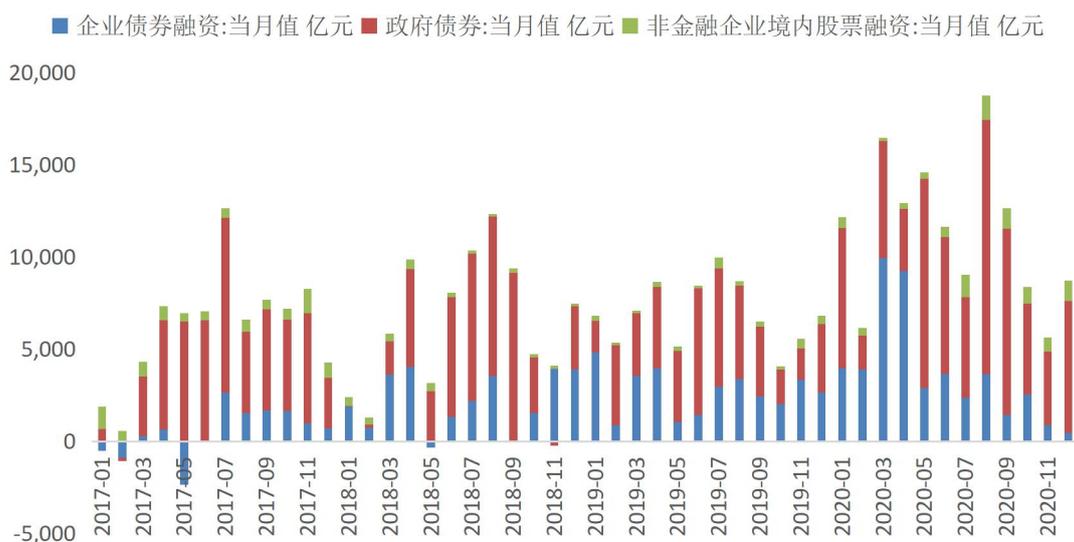
数据来源：WIND

图 5 表外融资增量变化



数据来源：WIND

图6 直接融资增量变化



数据来源：WIND

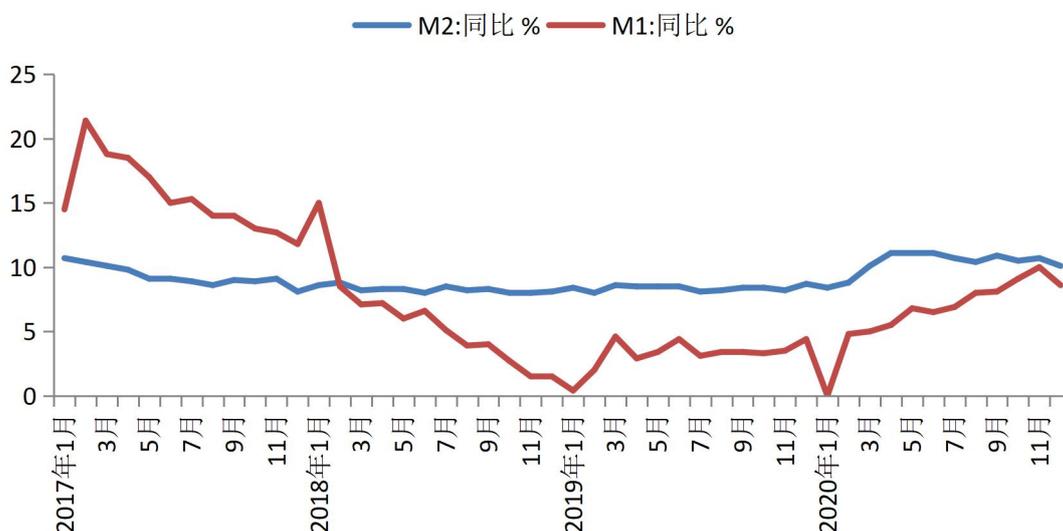
三、年末 M2 增速下行明显加快，主要原因是 12 月企业存款同比大幅少增，而财政存款同比多增；年末 M1 增速下调幅度较大，除上年同期基数偏高外，或与近期房地产调控加码后，楼市有所降温有关，并不一定代表实体经济活力出现明显下行态势。

12 月末，M2 同比增速较上月末下滑 0.6 个百分点至 10.1%，为二季度以来最低水平。数据显示，12 月 M2 降幅较大，主要有三个原因：一是当月企业存款同比少增约 5000 亿。近期企业贷款增速下行，相应存款派生受到直接影响。二是 12 月财政存款同比多增约 1250 亿，也对 M2 增速形成下拉作用。我们判断，受近期基建投资增速较缓影响，部分政府债券发行收入并未在年末形成支出，而是进入了财政存款账户。三是上年 12 月末 M2 增速走高 0.5 个百分点，基数抬高也会带动今年年末 M2 增速下行。

事实上，从2020年下半年开始，M2增速就已进入一个波动下行过程，体现疫情冲击高峰过后，货币宽松不再加码，货币供应量扩张速度随之放缓；12月M2增速大幅下行，则表明年末货币政策正常化进一步深入，联系12月以来市场流动性转向宽松，政策面开始出现阶段性的“宽货币、紧信用”组合，同时也显示了监管层在2021年稳定宏观杠杆率的决心。

12月末M1同比为8.6%，较上月末大幅下降1.4个百分点，除了上年同期基数明显走高外，或与近期房地产调控加码后，楼市有所降温相关。另外，12月新增企业短期贷款大幅下降，也会对企业活期存款带来一定波动。可以看到，8.6%的增速仍是2020年第三高水平，加之PMI等指标并未显示经济修复势头明显放缓，因此12月M1增速下调并不一定代表实体经济活力出现明显下行态势。

图7 M2与M1增速



数据来源：WIND

整体上看，12月金融数据延续了上月以来的下行势头，显示在货币政策向常态化回归过程中，“宽信用”进入稳定退潮期，存量社融及M2增速等指标向名义GDP增速靠拢的趋势正在形成——我们预计2021年名义GDP增速将在11%-12%左右。

我们预计，受年初“抢播”效应推动，以及上年1月金融数据整体温和（2020年3月是逆周期调节的主要发力时点），今年1月新增信贷、社融规模环比、同比都将明显走高，M2和存量社融增速会有所反弹。不过，未来货币政策回归常态化是大方向，2021年稳定宏观杠杆率已成为核心政策目标，这将不可避免地带动存量社融及M2增速等金融数量指标趋势性回落。我们预计，2021年末以上两项指标增速将分别降至11.2%和9.2%，这将确保今年宏观杠杆率回稳。但这两项指标仍会高于2019年末水平（分别为10.7%和8.7%），体现2021年货币政策“不急转弯”，货币环境不会骤然收紧。结构方面，2021年“有保有压”的结构性货币政策将进一步发力，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能会推出新的政策工具，引导金融资源向这些领域投放，“压”则主要指向房地产金融以及

地方政府平台融资。