

评级：看好

韦志超
首席分析师
SAC 执业编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

联系人
杨亚仙
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-56511883

相关研究

- 债市上涨暂时钝化，警惕资金面回调风险
- 宽松超预期，股债双牛
- PMI 冲高回落，价格指数走高

核心观点

事件：

2021 年 1 月 12 日，央行公布了 2020 年 12 月金融数据，其中，新增人民币贷款 12600 亿元，市场预期 12075 亿元，前值 14300 亿元；社会融资规模 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%；M0 同比 9.2%。

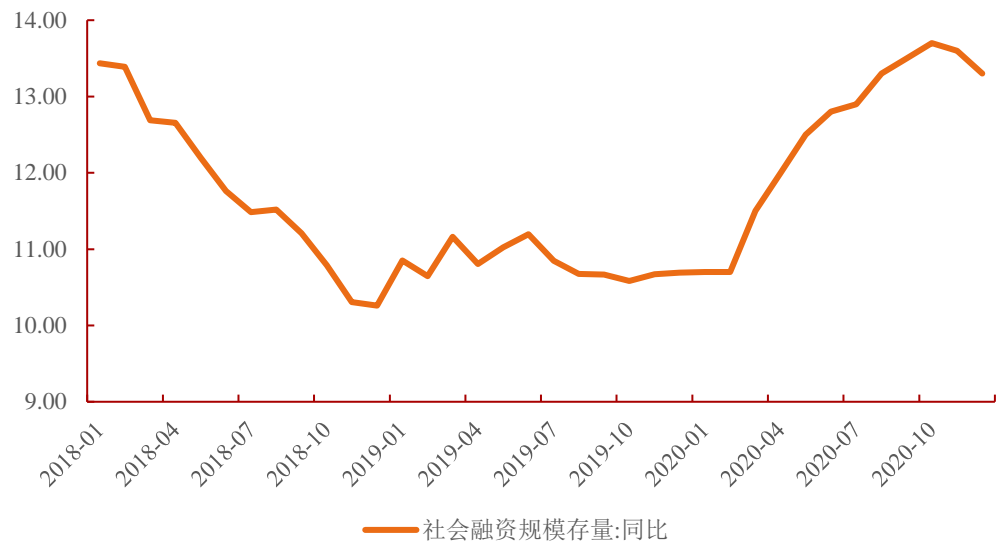
点评：

- **社融增速大幅低于预期，拐点确认。**一是因为非标收缩较为明显。主要是信托贷款收缩幅度较大，与完成银保监会年初制定的压降目标有关，差额部分集中体现在 12 月。二是因为永煤等信用债违约事件带来的信用债融资市场长期低迷。社融增速数据公布次日，周三股市大跌，债券期货收涨，可能是市场对社融回落会拖累经济的反应。
- **社融增速大概率会继续下行。**若 2021 年融资类信托的压降任务不减，非标萎缩仍可能继续；信用债违约事件的影响可能还会持续；信贷投放预计也会有所放缓。叠加上半年的高基数效应，我们预计 2021 年上半年社融将延续下行。
- **信贷略超预期，票据融资走高。**企业端贷款仍然强劲，其中中长期贷款支撑力度较强，但增幅有所放缓，短期贷款有所压制；票据融资大幅走高；居民短期贷款和中长期贷款均有所回落，与居民房贷市场低迷和疫情扩散致信贷投放受限有较大关系。
- **M1、M2 增速双双放缓。**M1、M2 同比增速分别回落 0.6 和 1.4 个百分点。12 月新增人民币存款的减少主要体现在企业存款和财政存款投放的大幅减少。除了高基数原因外，或与银行表外融资大幅收缩导致企业流动性紧张也有一定关系；政府债融资放量但财政支出力度不强可能对财政存款有一定的下拉作用。

1 社融确认拐点，非标收缩明显

社融增速不及预期，拐点确认。12月社会融资规模增量为17200亿元，同比少增4821亿元，增速大幅低于预期，进一步印证了上月预计的增速拐点。社融增速公布次日，市场主要受社融增速不及预期的影响，周三股市和国内商品均明显下跌，债市明显上涨。A股三大指数均有所回落，其中创业板指回落最多。上证指数跌0.27%，深证成指跌0.61%，创业板指跌1.57%。国债期货全线明显收涨，10年期主力合约涨0.18%。国内市场为主的黑色商品全面下跌，跌幅明显大于外盘为主的商品价格。周三股市大跌，债券期货收涨，可能是市场对社融回落会拖累经济的反应。

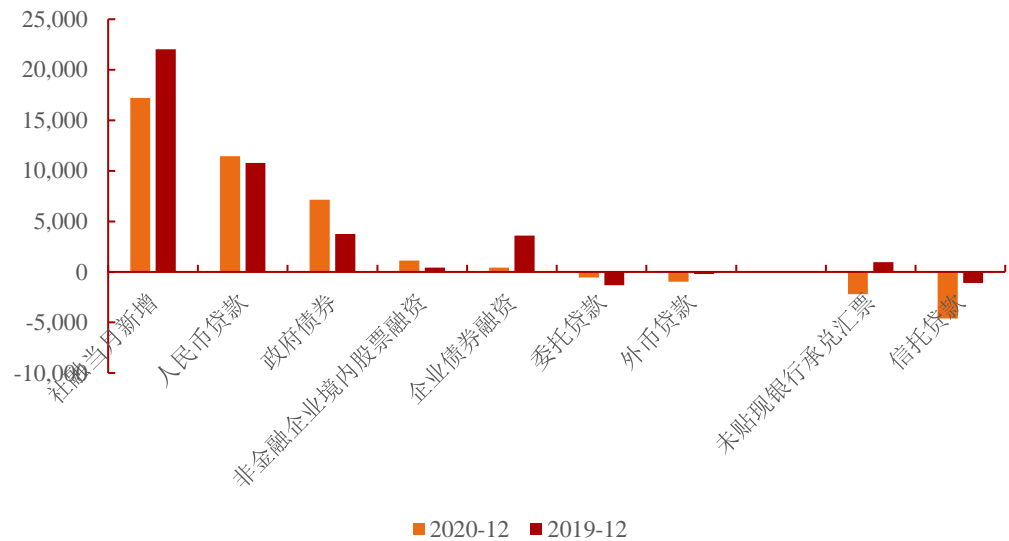
图 1：社融增速拐点确认



资料来源：Wind，首创证券

非标收缩明显，信用债融资低迷。社融增速不及预期主要有两个原因：第一，非标收缩较为明显，12月份非标净减少7400亿，同比大幅多减5920亿元。主要是信托贷款收缩幅度较大，净减少4601亿元、同比多减3509亿元，与完成银保监会年初制定的压降20%融资规模的目标有关，但前11月仅完成全年目标的一半不到，差额部分集中体现在12月，此外，12月信托贷款到期较多，共同导致了非标的大幅萎缩。第二，永煤等信用债违约事件带来的信用债融资市场延续上月低迷，到期量较大且新增发行较弱导致信用债一级市场疲软。此外，信贷、股票以及政府债融资等分项均大致符合预期。

图 2：社会融资额各分项当月新增比较（单位：亿元）



资料来源：Wind，首创证券

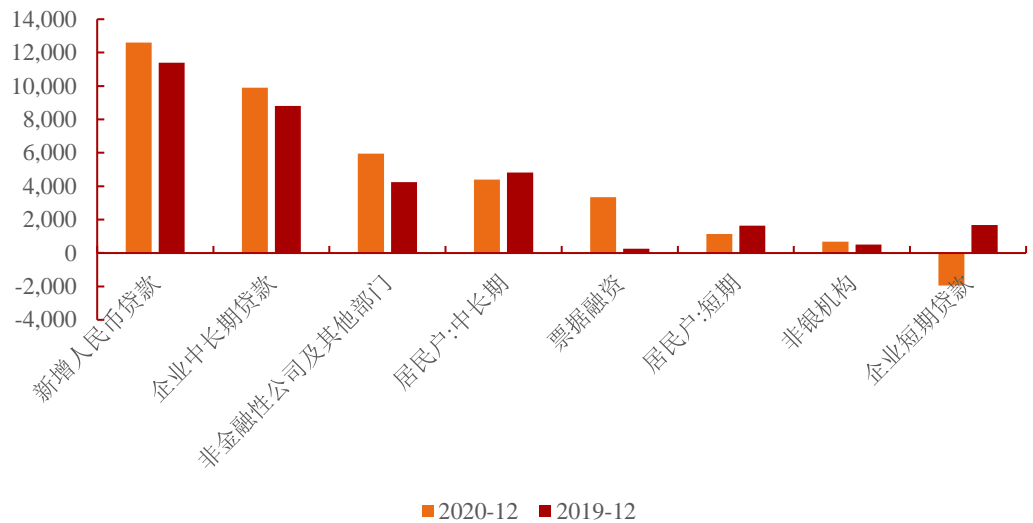
社融增速大概率会继续下行。我们认为，信用债违约事件对信用债一级发行的影响可能还会持续一段时间。同时，如果 2021 年融资类信托的压降任务不减，非标的萎缩可能仍会继续。此外，2021 年信贷投放预计也会有所放缓。叠加上半年的高基数效应，我们认为 2021 年上半年社融将持续下行。

2 信贷略超预期，票据融资走高

信贷略超预期，票据融资走高。2020 年 12 月新增人民币贷款同比多增 1170 亿元至 12600 亿元，小幅高于市场预期。全年新增贷款也与央行此前目标大致相符，但结构上有所调整。企业端贷款仍然强劲，同比多增 1522 亿元至 5500 亿元，其中中长期贷款 12 月新增 5500 亿元，同比多增 1522 亿元，支撑力度较强，但增幅有所放缓，短期贷款净减少 3097 亿元，远低于去年同期，对企业贷款的增长有所压制；票据融资大幅走高，新增 3341 亿元，同比多增 3079 亿元，为 2020 年 5 月份以来新高；居民短期贷款和中长期贷款均有所回落，一方面此前一直表现较强的居民房贷市场，同比少增 800 亿，与房地产市场销售增速放缓相互印证，另一方面，12 月国内局部地区疫情有所抬头，疫情防控升级，局部地区封锁，受此影响，居民端信贷投放可能受到一定限制。

12 月信贷增长整体较强，但信贷结构上弱于 11 月份，企业中长期流动性有待扩张。同时 2020 年 12 月 31 日发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，可能会对居民中长期贷款产生影响，以及 1 月份以来各地为了应对节前大规模人员流动，疫情防控不断升级，居民端贷款仍有压力。

图 3：新增人民币贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

3 M1、M2 增速双双放缓，企业存款和财政存款投放大减

M1、M2 增速双双放缓。12 月 M1 同比降至 8.6%，M2 同比大幅走低至 10.1%，M1、M2 增速均有所放缓，分别回落 0.6 和 1.4 个百分点，M1 结束了连续 5 个月的上涨，M2 增速大幅低于市场预期。12 月新增人民币存款的减少主要体现在企业存款和财政存款投放的大幅减少。其中，新增企业存款 10959 亿元，同比少增 5078 亿元，除了高基数原因外，或与银行表外融资大幅收缩导致企业流动性紧张也有一定关系。12 月财政存款投放 9540 亿元、同比少投放 1246 亿元，明显弱于去年同期，政府债融资放量但财政支出力度不强可能对财政存款有一定的下拉作用。年底央行投放较多流动性，同时未来随着财政支出加快，预计 M2 增速会缓慢上行。

图 4：M1、M2 同比增速（单位：%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_182

