

证券研究报告 / 宏观数据

信用结构分化，制造业延续扩张，地产城投被动收缩

--- 12月金融数据点评

报告摘要：

12月社融不及预期的原因何在？非标及信用债融资的拖累，而信贷整体表现不弱，尤其是企业部门。其中，非标大幅压降主要集中在信托贷款、未贴现银行承兑汇票。信托贷款净融资规模的快速走低与12月到到期量大幅冲高有直接关联。除此之外，严监管的调控，尤其是今年年中以来对融资类信托打压力度较大，也是造成信托贷款超预期走低的原因。而未贴现银行承兑汇票的走低主要与12月利率下行带来的票据贴现增加有关，表外资产转为表内，而票据融资的增加也进一步替代短期贷款的功能，导致企业短期贷款走弱。信用债走弱，则体现出永煤违约事件对信用债市场的冲击仍在，随着信用利差的逐步修复，后续融资情况将有所好转。

12月社融存量增速走低至13.3%，再一次明确社融增速拐点已经到来，符合我们上月的预判。总量来看，随着逆周期政策的退出、货币政策回归正常化、央行主动供给的收缩，社融增速的回落是必然，但结构性特征不容忽视。一是，实体领域的信用仍在扩张，集中在制造业、除地产以外的服务业等符合经济结构调整的方向，信贷重心继续向其倾斜。12月企业中长期贷款持续向好，较去年同期多增1522亿元。今年前三个季度，流向工业领域的中长期贷款占比较上年的10%提升至18%，对应的服务业中长期贷款占比自76%回落至66%。

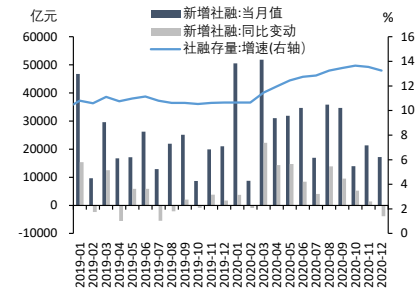
二是，监管加强，地产、城投领域的信用被动收缩。今年个人购房贷款成为支撑地产信用扩张的主要来源，但12月新增居民中长期贷款继年中以来出现首度回落，这可能与年末信贷额度不足有关。12月二三线商品房成交同比出现放缓，但开年后成交量出现回升。考虑到房贷集中度管理的问题，尤其是居民购房贷款一直是近年来增长的主力军，将对居民信用持续扩张构成约束。同时，今年是资管新规过渡期的最后一年，预计非标压缩的趋势或将走阔，拖累社融增速走弱，这也指向对城投的信用投放继续收缩。

三是，疫情扰动加强，居民消费短期放缓的迹象显现。12月居民短期贷款较去年同期减少493亿元，而当月居民存款多增，反映出居民消费意愿受到影响。12月以来，服务业PMI指数高位放缓，CPI服务环比低位徘徊，交运、餐饮业修复趋势暂歇。近期各地疫情管控加强，需要警惕春节消费存在不及预期的可能性。

M1、M2双双回落反映出什么？M1增速的走弱反映的是12月地产销售的阶段性放缓，考虑到年初信贷额度较高，不排除后续回升的可能性。但由于地产信贷政策监管加强，预计后续抬升空间不大。由于M1同比一般领先PPI同比6个月左右，指向今年上半年通胀水平的继续抬升，有利于企业利润端的继续改善，至少在今年上半年经济增长的动能仍将延续。M2增速回落与12月政府存款多增、信托大量到期导致非标信用派生放缓有关。财政支出力度不及计划，说明部分财政结余能够在今年年初继续使用。

风险提示：货币政策进一步收紧，内需修复放缓

相关数据



相关报告

《通胀温和回升，尚无过热风险》

--20210112

《“蓝潮”助推通胀交易》

--20210110

《跨年效应逐步消散，隔夜利率低位回升》

--20210110

《资金利率能否进一步下行?》

--20210103

《如果民主党拿下了参议院》

--20210103

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

12月社会融资规模增量17200亿元，预期21850亿元，前值为21343亿元。

12月社融存量284.83万亿元，同比增长13.3%，前值增13.6%。

12月新增人民币贷款1.26万亿元，预期1.36万亿元，前值增1.43万元。

12月M2货币供应同比10.1%，预期10.7%，前值10.7%。

12月M1货币供应同比8.6%，前值10.0%。

12月M0货币供应同比9.2%，前值10.3%。

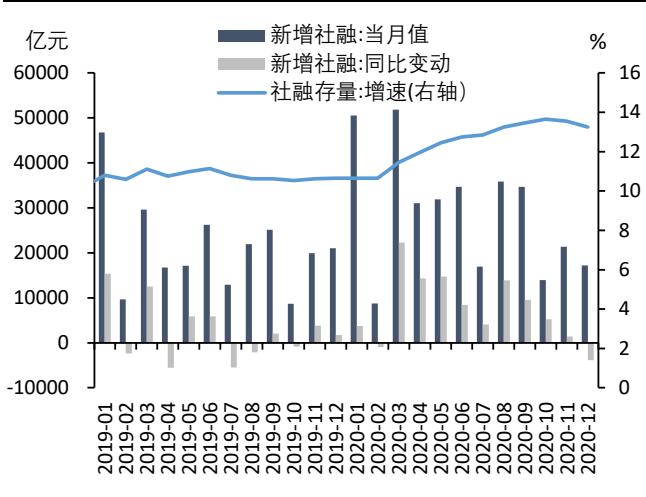
2. 非标及信用债融资拖累社融走弱，拐点再度确认

12月社融新增17200亿元，较去年同期减少3830亿元。当月社融存量增速走低至13.3%，继11月放缓后再度走低0.3个百分点，再一次明确社融增速拐点已经到来，高点出现在上年10月份，符合我们上月的预判。12月社融走弱的原因主要在于非标及信用债融资的拖累，而信贷整体表现不弱，尤其是企业部门。12月非标及信用债融资分别较去年同期走低5920亿元、2183亿元，而人民币贷款、政府债券、股票融资较去年同期多增679亿元、3418亿元、693亿元。

非标大幅压降主要集中在信托贷款、未贴现银行承兑汇票。二者较去年同期分别走低3509亿元、3167亿元。其中，信托贷款净融资规模的快速走低与12月到期量大幅冲高有直接关联。除此之外，严监管的调控，尤其是今年年中以来对融资类信托打压力度较大，也是造成信托贷款超预期走低的原因。而未贴现银行承兑汇票的走低主要与12月利率下行带来的票据贴现增加有关，表外资产转为表内，而票据融资的增加也进一步替代短期贷款的功能，导致企业短期贷款走弱。信用债走弱，则体现出永煤违约事件对信用债市场的冲击仍在，信用债融资连续两个月回落。考虑到近两月以来央行对于资金面持续呵护，打击逃废债立场坚定，信用利差逐步收窄，预计后续信用债融资情况将有所好转。

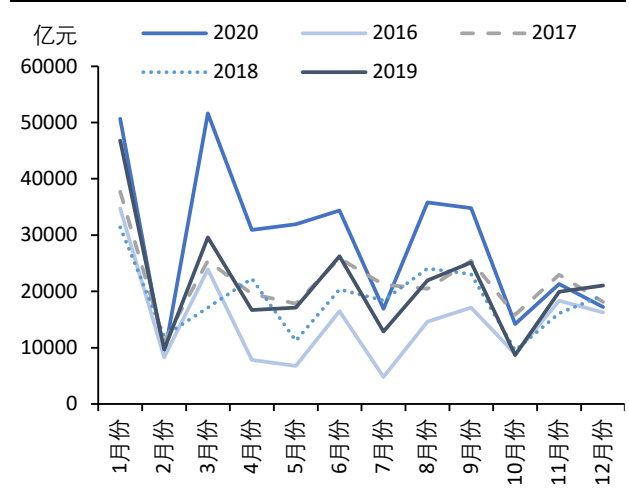
在地方债发行进入尾声的情况下，12月新增政府债券依然高达7156亿元，与当月国债发行量较多有关。12月国债、地方债新增托管量分别为5365亿元、2028亿元，较去年同期多增3330亿元、326亿元。考虑到今年目前暂无提前下达的地方债计划，1月份又面临国债到期量超过6000亿的高位。对比2020年1月政府债券净供给高达7000亿元以上，预计1月份政府债券将形成明显拖累。同时，2021年财政面临回归再平衡过程，广义赤字收敛，预计政府债券后续增量贡献也较为有限。

图 1: 社融增量与存量表现



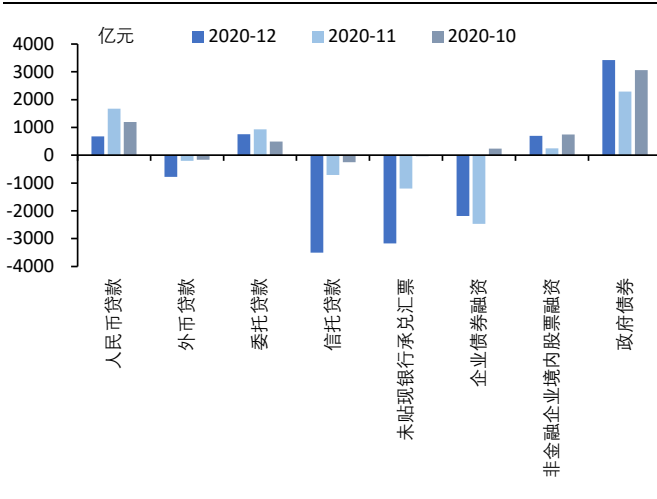
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 新增社融的季节性表现



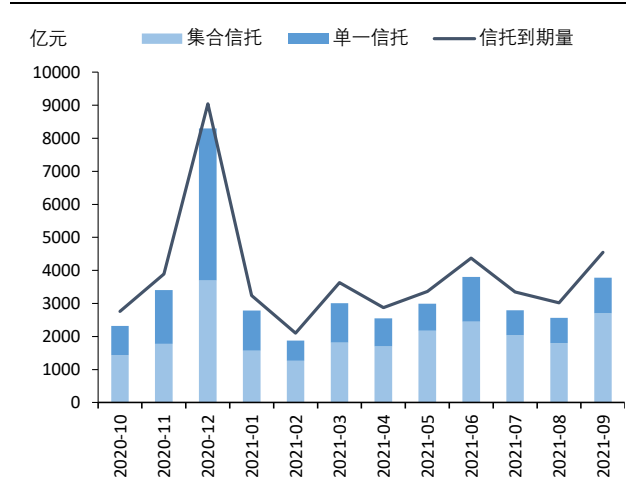
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 新增社融分项同比变动值



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 信托到期量



数据来源: 东北证券, Wind

3. 结构分化明显，实体经济向好、地产城投走弱

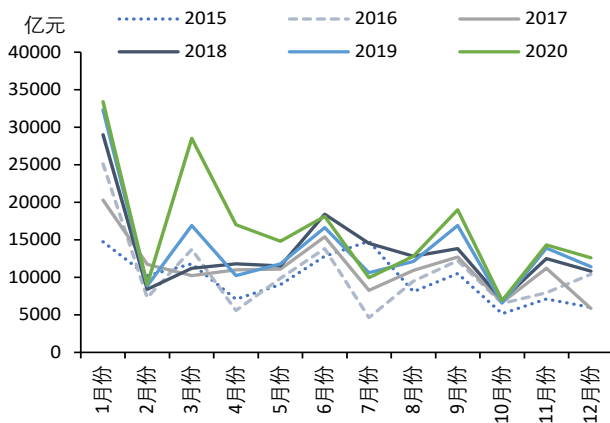
总量来看，随着逆周期政策的退出、货币政策回归正常化、央行主动供给的收缩，社融增速的回落是必然，但 12 月金融数据呈现出的结构性特征不容忽视，制造业等领域的信用仍在扩张。

一是，实体领域的信用仍在扩张，集中在制造业、除地产以外的服务业等符合经济结构调整的方向，信贷重心继续向其倾斜。12 月企业中长期贷款持续向好，当月新增 5500 亿元，较去年同期多增 1522 亿元。考虑到近两年信贷资金向地产开发贷的流入持续放缓，下半年基建增速也逐步走低，而同期制造业、除地产以外的服务业贷款需求较为旺盛，指向实体领域的积极复苏。今年前三个季度，流向工业领域的中长期贷款占比较上年的 10% 提升至 18%，对应的服务业中长期贷款占比自 76% 回落至 66%。

二是，监管加强，地产、城投领域的信用被动收缩。今年个人购房贷款成为支撑地产信用扩张的主要来源，但12月份新增居民中长期贷款继年中以来出现首度回落。我们认为这可能与年末信贷额度不足有关。从30城地产高频数据来看，12月二三线商品房成交同比出现放缓，但开年后成交量出现回升。考虑到房贷集中度管理的问题，尤其是居民购房贷款一直是近年来增长的主力军，监管的加强将对其信用的持续扩张构成约束。同时，今年是资管新规过渡期的最后一年，预计非标压缩的趋势或将走阔，拖累社融增速走弱，这也指向对城投的信用投放继续收缩。从当前存量结构来看，2018年以来非标规模持续收缩，非标在社融中的占比自13%降至7%。在2018年，非标规模压缩幅度最大的年份，拉动当年社融增速走低1.4个百分点。

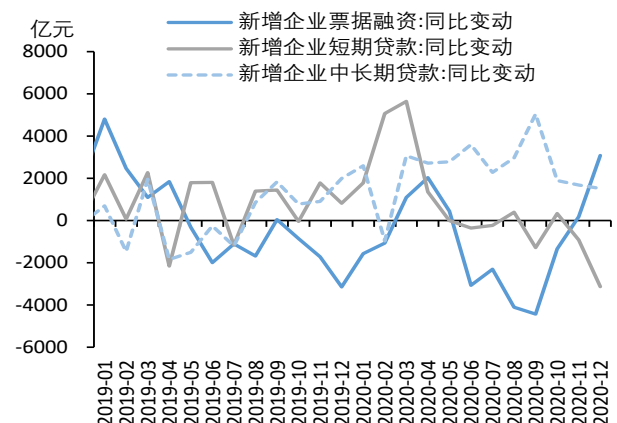
三是，疫情扰动加强，居民消费短期放缓的迹象显现。12月居民短期贷款较去年同期减少493亿元，而当月居民存款较去年多增1489亿元，反映出居民消费意愿受到影响。12月以来的微观数据也有所体现，如服务业PMI指数高位放缓，CPI服务环比低位徘徊，交运、餐饮业修复趋势暂歇，均说明近期疫情加强，线下消费场景受到约束。近期各地纷纷倡议留在当地过年，避免各类大型集会，景区客流量继续受限，各种线索纷纷指向春节消费存在不及预期的可能性。

图 5: 新增人民币贷款的季节性表现



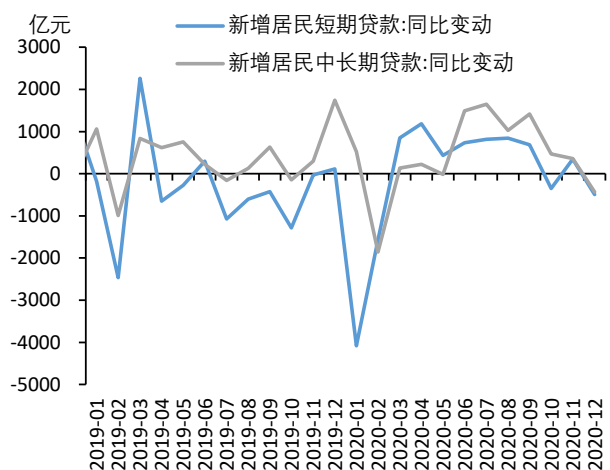
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 新增企业贷款结构



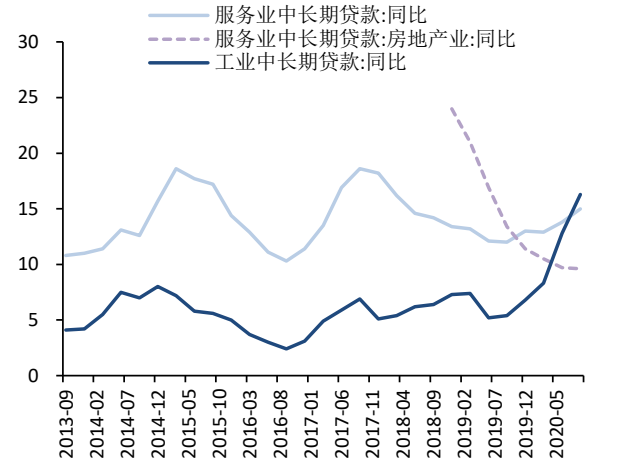
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 新增居民贷款结构



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 工业中长期贷款快速增长



数据来源：东北证券，Wind

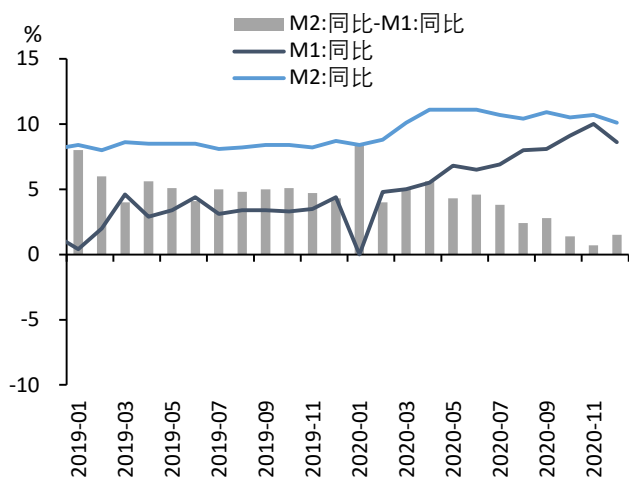
4. M1、M2 双双回落反映出什么？

12 月 M1、M2 增速也均出现回落，分别较上月走低 1.4 和 0.6 个百分点至 8.6%、10.1%。去年同期基数偏高一定程度上加大了其回落幅度。12 月新增人民币存款为负，较去年同期少增 8088 亿元。其中，企业部门存款少增 5079 亿元，财政存款多增 1246 亿元，居民部门多增 1489 亿元，非银部门多减 57 亿元。

M1 增速的走弱反映的是 12 月地产销售的阶段性放缓，考虑到年初信贷额度较高，不排除后续回升的可能性。但由于地产信贷政策监管加强，预计后续抬升空间不大。由于 M1 同比一般领先 PPI 同比 6 个月左右，年初以来 M1 的持续回升这也指向今年上半年通胀水平的继续抬升，同时价格的提升也有利于企业利润端的继续改善，至少在今年上半年经济增长的动能仍将延续。

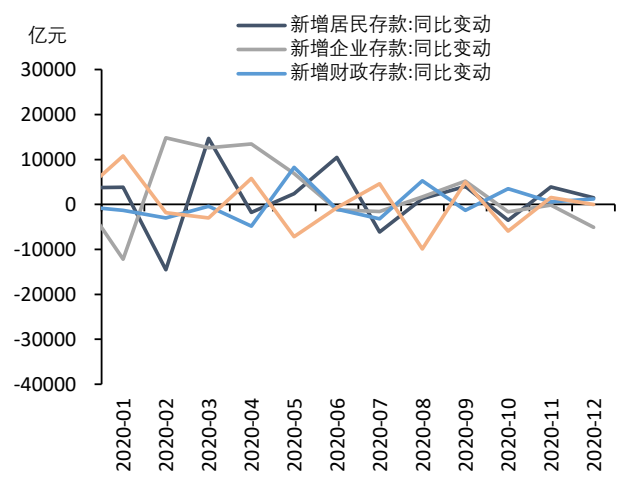
M2 增速回落与 12 月政府存款多增、信托大量到期导致非标信用派生放缓有关。财政存款多增一方面与当月国债发行加快有关，另一方面也说明当前财政支出力度不大。2020 年 1-11 月财政收入累计增速已经回升至今年预算水平，但支出力度远远低于计划，这也说明部分财政结余能够在今年年初继续使用。

图 9: M2、M1 双双走低



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 新增存款结构同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

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_240

