

12 月金融数据：紧信用逐步启动

核心观点

12 月份，人民币贷款增加 1.26 万亿元，同比多增 1170 亿元，社会融资规模增量为 1.72 万亿，比上年同期少 4821 亿，大幅低于预期，信贷增速持平前值于 12.8%，社融增速回落 0.3 个百分点至 13.3%。信贷数据稳健主因企业中长期贷款及票据贴现的支撑，社融下行超预期主要受非标拖累。M1 增速下行体现的是平台公司及地产企业融资受限，M2 增速回落或受财政支出力度不足的影响，基础货币、货币乘数的视角看，超储率过高可能压低货币乘数。展望未来政策方向，预计春节后货币政策将由宽货币向稳货币切换，一季度紧信用基调逐步明确。

□ 信贷同比多增，企业长期贷款和票据是主要支撑

12 月当月，人民币贷款增加 1.26 万亿元，同比多增 1170 亿元，增速 12.8% 持平前值。结构方面，同比多增主要来自企业部门的支撑，12 月企业信贷增长 5953 亿，同比多增 1709 亿，其中中长期贷款增长 5500 亿，同比多增 1522 亿，保持了下半年以来的结构优化，主要来自 MPA 考核下制造业信贷的投放增加；另外，企业票据融资大幅增加 3341 亿，同比多增 3079 亿，与企业短期贷款当月减少 3097 亿元有关，短期贷款受限，使得企业票据贴现需求增加。12 月居民贷款增加 5635 亿，同比少增 824 亿，受疫情边际变化影响，居民消费行为受到阶段性扰动。2020 年信贷累计新增 19.63 万亿，同比多增 2.82 万亿。展望 2021 年，年初就会出现信用收紧的拐点，但 1 月信贷供、需两旺，数据或仍有较为强劲的表现，2 月份数据回落概率较大。

□ 社融同比少增，低于预期主因非标拖累

12 月社会融资规模增量为 1.72 万亿，比上年同期少 4821 亿元，大幅低于预期。12 月社融存量增速较前值回落 0.3 个百分点至 13.3%。结构上主要受非标拖累，12 月非标项目累计减少 7376 亿，其中，信托贷款减少 4601 亿，未贴现票据减少 2216 亿，委托贷款减少 559 亿，信托贷款监管强化叠加较高的到期量使得 12 月净融资额创历史新低；表外票据回落主要受到到期量较大及贴现量较大的影响，2020 年 3 月和 6 月均有超 2000 亿的票据净融资，使得 12 月到期量较大，叠加企业较强的贴现需求，表外票据超预期下行。12 月政府债券净融资 7156 亿，仍是稳健支撑；企业债净融资回落至 442 亿，同比大幅减少 2183 亿，仍在信用违约事件冲击之中。

□ M1、M2 增速双双下行低于预期

12 月末，M1 同比增速回落 1.4 个百分点至 8.6%，降幅高于 M0 和 M2 增速，体现出企业活期存款回落幅度的加快，主因有二：一是受 11 月信用违约事件拖累、财政支出力度不强及信托贷款监管强化的影响，平台公司融资受限；二是 12 月地产信贷趋于谨慎及信托监管两项叠加，地产企业融资受限。12 月末 M2 同比增速回落 0.6 个百分点至 10.1%，也低于市场预期，我们认为主因一是财政支出力度或不及预期，数据显示 12 月财政存款减少 9540 亿，低于去年降幅，二是从基础货币和货币乘数的角度看，12 月央行投放大规模流动性，在信贷没有大量投放的情况下，可能推升超储率，压低货币乘数。

□ 短端流动性不会长期放松，一季度将转向稳货币、紧信用

11 月以来央行增加短端流动性投放主要目的是应对信用违约事件带来的信用债发行问题。但是，长期持续释放短端流动性会导致机构加杠杆意愿增强，使得债市杠杆率高企，与稳杠杆的金融稳定目标背离，因此短端流动性亦不可能长期放松。我们预计未来央行流动性调控回归中性（即 DR007 围绕 2.2% 波动）的时间点有两种可能：一是央行认为信用债发行问题逐渐解决；二是央行认识到信用债问题不可能通过释放流动性解决，改用其他手段。时间点上，我们认为春节后边际转向的概率较大。2021 年央行货币政策将从金融稳定的视角出发转向稳健中性，主要通过紧信用的方式稳定宏观杠杆率，我们维持信贷和社融分别全年新增 19、31 万亿的判断。

风险提示：信用违约事件集中爆发，扰动货币政策收紧节奏。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

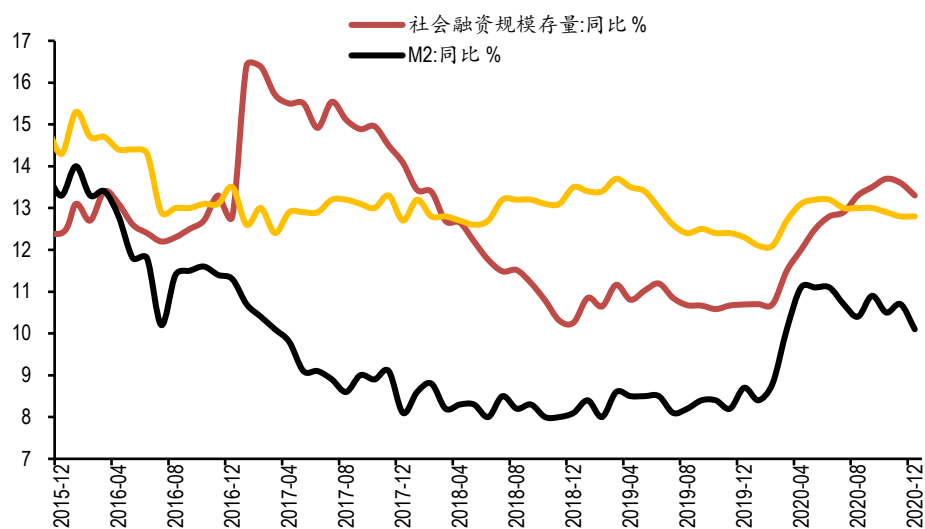
分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_255

