

宏观点评

12月社融显著不及预期，2021年呢？

事件：12月新增人民币贷款1.26万亿，预期1.25万亿，前值1.43万亿；新增社融1.72万亿，预期2.19万亿，前值2.13万亿；M2同比10.1%，预期10.7%，前值10.7%。

1.新增信贷延续同比多增。居民贷款较弱反映疫情反复、寒潮和地产调控等影响消费和地产景气；企业贷款以票据和中长贷为主，可能与票据利率下行和投资韧性有关。12月新增信贷1.26万亿，同比多增1200亿元，其中居民贷款新增5635亿元，同比少增824亿元；企业贷款新增5953亿元，同比多增1709亿元；非银机构贷款新增674亿元，同比多增163亿元。总体看，2020年新增信贷19.6万亿，同比多增2.8万亿，金融机构信贷余额同比增长12.8%，社融口径人民币贷款存量同比增长13.2%。我们预计2021年信用可能趋于收缩，信贷增速可能回落1-2个百分点。分项看：

1)居民端：居民贷款同比少增，反映疫情反复和地产调控对居民贷款形成制约。一方面，12月居民短贷新增1142亿元，同比少增493亿元，可能与疫情反复和寒潮来袭降低居民出行意愿有关。同期狭义乘用车销售同比增速较11月下滑，剔除油价的CPI非食品项、特别是CPI旅游分项低于季节性表现也能印证这一点。另一方面，居民中长贷新增4392亿元，同比少增432亿元，可能与地产调控趋严有关。12月31日出台的房地产贷款集中度管理制度也将继续约束个人按揭贷款规模。

2)企业端：企业贷款同比多增，与货币环境宽松和企业融资意愿较高有关。一是鉴于12月流动性较为充裕，票据利率整体下行，带动企业表内票据融资新增3341亿元，同比多增3079亿元。二是企业中长贷新增5500亿元，同比多增1522亿元，反映中长期融资需求仍较旺盛，预计12月投资增速可能仍较好。

2.社融大幅低于预期，存量增速回落0.3个百分点，主因信托业务收紧和债券违约冲击企业债发行。表内贷款、政府债券仍是主支撑。12月新增社融1.72万亿，同比少增3830亿元，社融存量同比增速回落0.3个百分点至13.3%，剔除政府债券口径的同比增速回落0.47个百分点至11.79%。总体看，2020年新增社融累计34.9万亿，同比多增9.3万亿。预计2021年信用收缩，社融增速可能回落2-3个百分点。分项看：

1)贷款仍是主支撑。社融口径新增人民币贷款1.14万亿，同比多增679亿元。与金融机构新增人民币贷款口径相比少1151亿元，应是流向了非银机构。总体看，12月人民币贷款符合季节规律和市场预期，对实体的支持作用也较强。

2)表外融资是12月社融不及预期的主要拖累，主因信托、表外票据大幅减少。12月信托贷款减少4601亿元，同比多减3509亿元，应是与11月底以来信托融资类业务收紧有关。考虑2021年资管新规过渡期到期，以及地产融资收紧等要求，预计2021年信托贷款可能继续收紧。从到期量来看，2021年1-9月月均信托到期量为3300亿元左右，其中6月和9月到期压力较大，超过4000亿元。12月新增未贴现银行承兑汇票减少2216亿元，同比少增3167亿元，可能与票据加大贴现，表外转表内有关。

3)企业债券同比少增，可能与信用违约事件有关。12月企业债券新增442亿元，同比少增2183亿元，与信用违约事件之后一级市场取消发行等冲击有关。

4)政府债券同比多增，符合市场预期，关注2021提前批节奏，可能对Q1社融形成扰动。12月新增政府债券7156亿元，同比多增3418亿元。2020年累计新增政府债券8.34万亿，比较接近市场预测的8.51万亿广义赤字规模。鉴于2021年地方专项债提前批额度仍未下达，预计从2月开始大规模发行，因此政府债券对1月社融的支撑可能较为有限。

3.M1、M2双回落，M1-M2负的剪刀差再次扩大。12月M1同比回落1.4个百分点至8.6%；M2同比回落0.6个百分点至10.1%；M1-M2负剪刀差扩大0.8个百分点至-1.5%。

1)M1同比走低，既有基数高的因素（2019年12月M1较11月回升0.9个百分点至4.4%），也有地产调控趋严，三、四线城市房地产市场景气度趋于回落的因素。往后看，PPI回升、企业盈利和现金流情况改善将给M1同比带来韧性。**2)M2同比回落与基数提高（2019年12月M2较11月回升0.5个百分点至8.7%）、压降结构性存款和财政支出力度不强（财政存款制约M2）有关。****3)存款端：**12月居民存款同比多增1489亿元，企业存款同比少增5078亿元，财政存款同比少减1246亿元。居民存款多增可能与疫情反复、寒潮天气造成消费意愿下降、储蓄意愿上升有关。企业存款同比少增，关注其与企业贷款同比多增造成的背离和缺口，可能与结构性存款压降、贷款用于生产和投资、居民较低的消费削弱了向企业存款转化等因素有关。财政存款同比少减，反映财政支出力度仍不强。

4.展望：2021年信用趋于收缩，社融存量增速总体前高后低。

12月社融不及预期，主因信托减少幅度超预期，后续需持续关注信贷融资相关政策、以及2021年资管新规对非标的影响。预计2021年政策稳中渐退，全年信贷、M2、社融增速可能比2020年回落至少1-2个百分点。节奏上看，2021年社融存量增速将呈现前高后低的形状。尽管1月专项债发行偏慢可能拖累社融，但1月信贷预计仍对社融产生明显支撑，从而使单月社融增速可能高于12月底的13.3%，之后再趋于回落。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

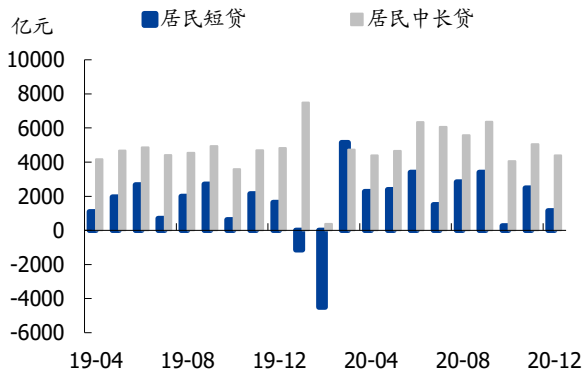
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、“此降非彼降”——如何看待社融增速拐点下降？
2020-12-10
- 2、《重塑与重估—2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 3、《信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评10月金融数据》2020-11-12
- 4、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23
- 5、《“正常的货币政策”不等于转向——兼评9月金融数据》2020-10-14
- 6、《8月社融怎么看？兼谈流动性拐点与信贷拐点》
2020-09-12
- 7、《基于四维度宏观环境的大类资产配置框架》2020-08-02



图表 1: 12月居民短贷, 中长贷同比少增



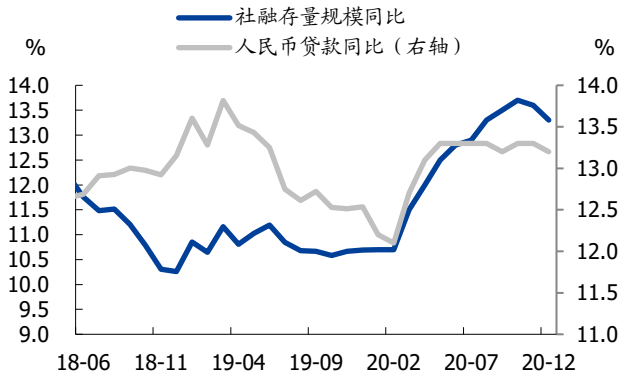
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 12月国股和城商银票转贴利率下降



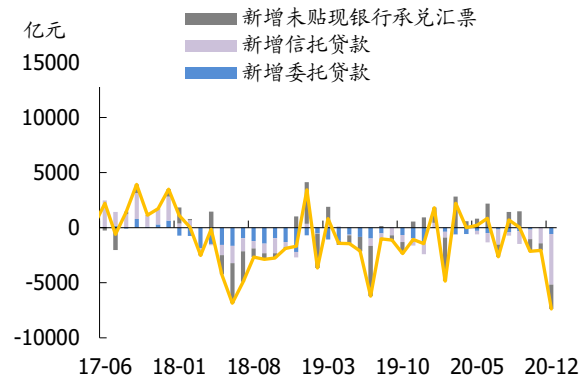
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 12月社融存量增速大幅下滑



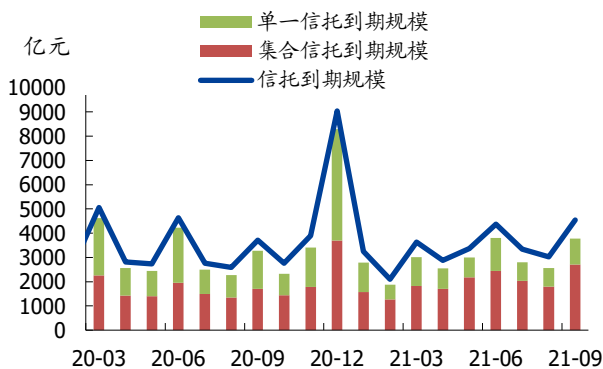
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 12月表外融资大幅减少



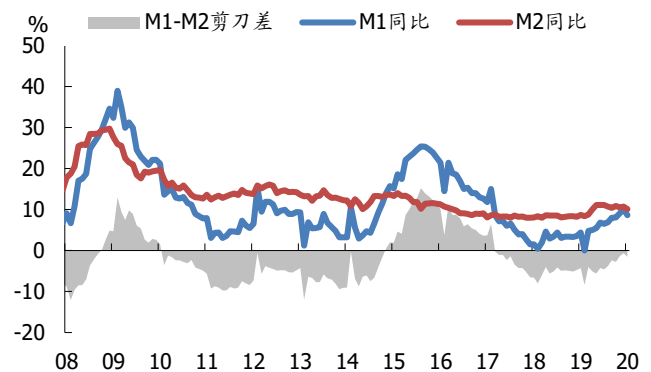
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2021年1-9月信托月均到期规模为3300亿元



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 12月M1、M2双回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_260

