

信贷社融持续发力，宏观面利好春季躁动

——12月金融数据点评

宏观事件点评

2020年1月17日

报告摘要：

● 信贷社融数据均超预期

12月新增人民币贷款11400亿元，略高于市场预期，同比多增600亿元。企业中长期贷款和居民中长期贷款表现亮眼。而居民部门短期贷款和票据融资表现相对低迷。12月新增社融21030亿元，同比多增约1719亿元。其中，企业债券融资为2625亿元，同比下降1270亿元；股票融资432亿元，同比增加302亿元；委托贷款、信托贷款均为负增长，未贴现银行承兑汇票正增长，但总体来看资管新规背景下表外回表趋势维持不变。

● 国债和地方政府一般债券计入社融统计口径

2019年12月起，央行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。地方政府一般债务计入社融口径有一定合理性，因为地方政府债务很大一部分是债务置换，对包括城投债在内的地方隐性债务有较大影响。但国债发行主体是中央政府，且国债筹集资金很大一部分用于政府各项日常开支和弥补财政赤字，不直接流入实体经济。国债的发行与兑付属于财政政策范畴。国债计入社融统计口径超出之前市场预期。

● 信贷社融持续发力，逆周期调节取得成效

自央行去年8月宣布利率市场化以来，一年期LPR已下调15BP，五年期LPR已下调5BP。利率的下调部分降低了企业的融资成本，激发其借贷热情。在此背景下，9月、11月、12月信贷和社融数据多次超预期。包括基建在内的逆周期调节有所发力，这成为拉动企业部门中长期贷款主要因素。今年一季度看，由于专项债发行持续放量，基建增速有望触底反弹。这些因素一方面预示短期基本面得到提振，另一方面也为市场带来充足流动性，利好春季躁动。

● 资产配置策略：1-3月看好权益市场春季躁动，4月后看好利率债行情

随着中美贸易摩擦阶段性缓和国内逆周期调节发力，1-3月宏观经济基本面保持平稳，信贷和社融有望实现高增长，利好今年春季躁动，A股有望保持较好势头。但我们也提醒市场，中国经济依旧面临工业品通缩风险，房地产投资的高增长难以为继。汽车消费受制于年轻人口总数的下降，这对制造业投资增速和消费都构成制约，4月之后基本面可能再次承压。届时，货币政策进入小幅渐进宽松模式，MLF利率和OMO利率会联动下调以督促LPR报价下降，对利率债行情构成利好。

● 风险提示：房地产投资增速快速下行，通胀超预期，民企融资恶化超预期等

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

1月16日，央行公布去年12月金融数据：

12月新增人民币贷款为11400亿人民币，预期值11375亿人民币，前值13900亿人民币

12月社会融资规模增量21000亿人民币，预期值16114亿人民币，前值17500亿人民币

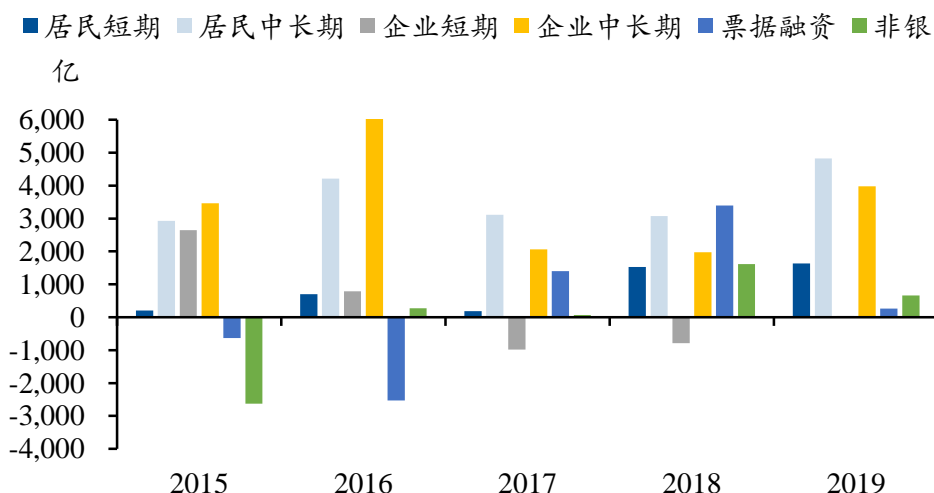
12月M2同比增长8.7%，预期值8.4%，前值8.2%

一、数据表现：信贷和社融规模均超预期

特征一，12月份居民和企业中长期贷款表现亮眼，居民短期贷款和票据融资表现疲软。

12月新增人民币贷款11400亿元，略高于市场预期，同比多增600亿元。其中，居民部门中长期贷款为4824亿元，相比去年同期的3079亿元有所增加，5年期LPR下调降低了房贷成本，对居民部门中长期贷款有提振作用。企业中长期贷款新增3978亿元，相比去年1976亿元有所增加，是我国经济逆周期调节发力的体现，基建贷款有所放量；居民部门短期贷款1635亿元，和去年同期的1524亿元变化不大，居民消费加杠杆空间有限；企业短期贷款新增35亿元，相比去年的-790亿元有所回暖，但就目前来看民企融资难、融资贵问题仍待解决；票据融资仅新增262亿，相比去年同期的3395亿元明显下降，票据融资低迷与中小企业经营困难并存，反映出中小企业融资需求没有被满足的现状。企业部门合计同比多增约2827亿元。居民中长期贷款（主要是房贷）同比多增1745亿元，居民短期贷款同比多增111亿元，居民部门贷款总体下降1856亿元。非银贷款有所收缩，同比下降950亿元。

图1：12月居民和企业中长期贷款表现亮眼，居民短贷和票据融资表现疲软

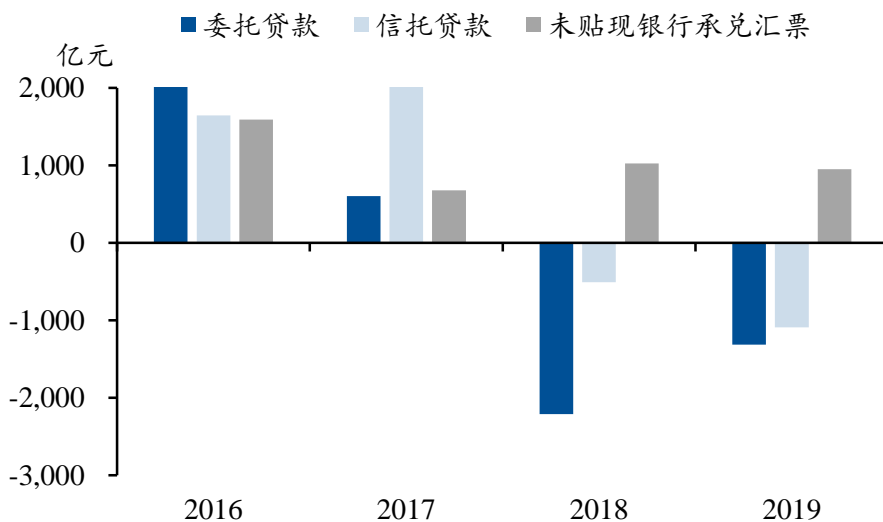


资料来源：Wind，民生证券研究院

特征二，资管新规下表外回表趋势不变，企业债发行有所下降。新增社融规模高于预期，但主要是口径调整的结果。12月新增社融21030亿元，同比多增约1719亿元。其中，社融中本币贷款新增10770亿元，同比多增1489亿元；企业债券融资为2625亿元，同比下降1270

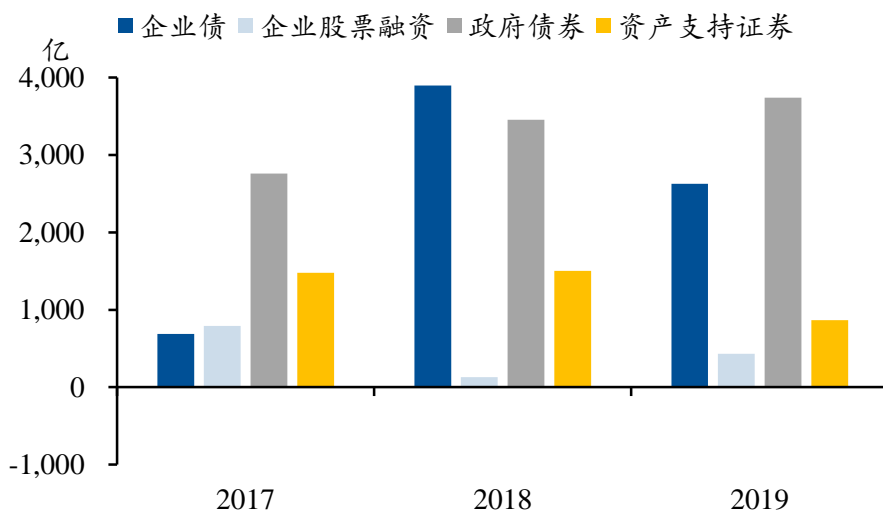
亿元；股票融资 432 亿元，同比增加 302 亿元；委托贷款、信托贷款均为负增长，未贴现银行承兑汇票正增长，但总体来看资管新规背景下表外回表趋势维持不变，委托贷款同比少减 895 亿元，信托贷款同比多减 604 亿元，表外融资合计同比少减 219 亿元；政府债券融资 3738 亿元，同比多增 286 亿元。

图 2：12 月份表外信贷继续被压缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：12 月份企业债发行下降，资产支持证券发行收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

特征三，国债和地方政府一般债券计入社融统计口径。2019 年 12 月起，央行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。地方政府一般债务计入社融口径有一定合理性，因为地方政府债务很大一部分是债务置换，对包括城投债在内的地方隐性债务有较大影响。但国债发行主体是政府，且国债筹集资金很大部分用于政府各项日常开支一级弥补财政赤字，不直接流入实体经济。国债的发行与兑付属于财政政策范畴。国债计入社融统计口径超出之前市场预期。

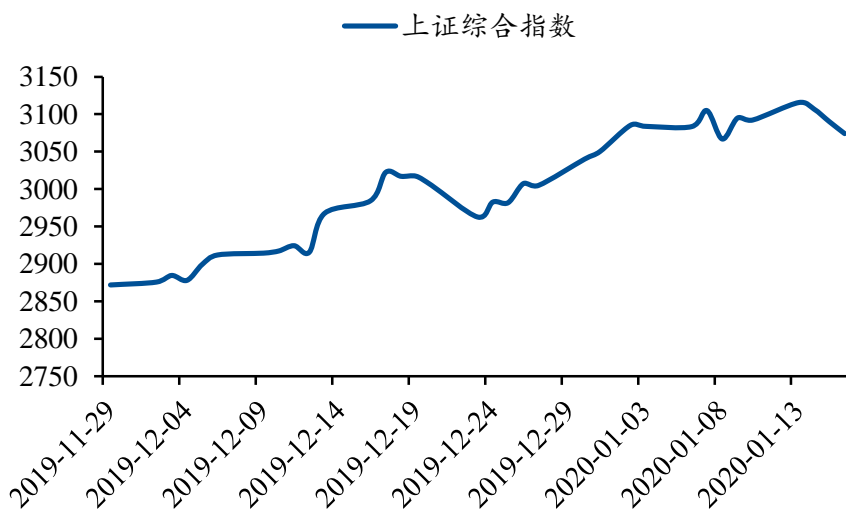
二、数据背后：信贷社融持续发力，逆周期调节取得成效

货币政策成为逆周期调节主要担当，信贷社融持续发力。自央行去年 8 月宣布利率市场化以来，一年期 LPR 已下调 15BP，五年期 LPR 已下调 5BP。利率的下调有效降低了企业的融资成本，激发其借贷热情。在此背景下，9 月、11 月、12 月信贷和社融数据多次超预期，金融去杠杆边际放松。这也符合我们之前的判断：结构性通胀不会对央行货币政策构成制约。

逆周期调节取得成效。从信贷分项看，企业部门中长期贷款增量明显超过去年同期，或指向基建发力。去年财政部体现下发了今年专项债额度，今年 1 月来看，专项债预计发行规模超市场预期。包括基建在内的逆周期调节有所发力，这成为拉动企业部门中长期贷款主要因素。今年一季度看，由于专项债发行持续放量，基建增速有望触底反弹。从政府债券来看，去年 12 月地方政府债务置换有所加快，这对基建也有一定利好。

信贷社融持续超预期利好春季躁动。中美达成第一阶段贸易协议、人民币升值吸引外资流入、国内逆周期调节发力等因素使国内和全球经济的风险偏好得到提振，春季躁动提前到来，A 股重新站上 3000 点。另一方面，信贷社融持续超预期预示基本面得到一定提振，逆周期调节效果得到体现，且信贷社融超预期能为市场带来充足流动性，这些都有利于春季躁动的持续。

图 4：信贷社融持续发力利好春季躁动



资料来源：Wind，民生证券研究院

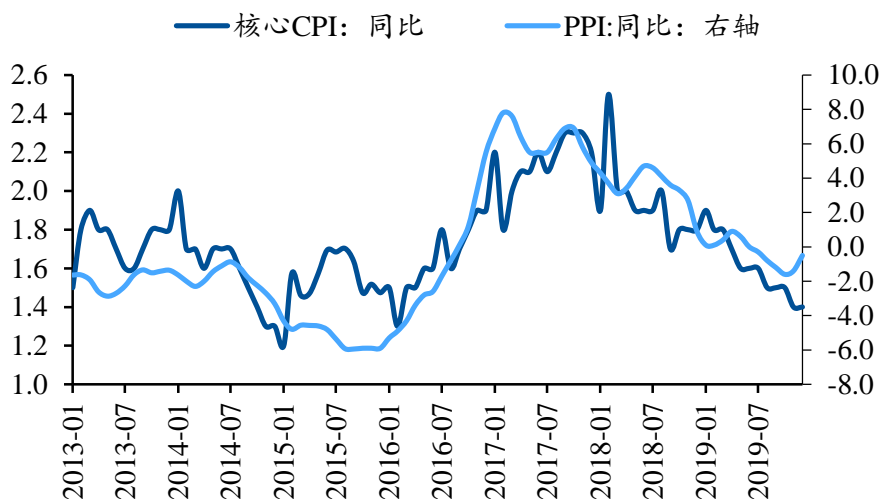
三、资产配置策略：1-3 月看好权益市场春季躁动，4 月后看好利率债行情

1-3 月宏观基本面保持平稳。随着中美贸易摩擦阶段性缓和以及国内逆周期调节发力，一季度宏观经济基本面有望平稳。根据我们的报告《信贷社融“前高后低”的逻辑推演——2020 年信贷和社融展望》，受物价上涨等因素影响，今年信贷和社融数据可能呈现先高后低的走势；叠加一季度受专项债大量发行和银行信贷季节性投放的因素，信贷和社融有望实现高增长。这利好今年春季躁动，A 股有望保持较好势头。

4 月后宏观基本面可能再次承压。我们多次提醒市场，中国经济更多面临工业品通缩风险，核心 CPI 连续下探，12 月份已低至 1.4%；PPI 受去年基数下降影响有所回调，但仍为负值。今年来看，房地产开工和竣工数据背离，商品房销售增速低迷的情况下房地产投资开发额的高增长难以为继。汽车消费受制于年轻人口总数的下降，今明两年预计继续低迷，这对制造业投资增速和消费都构成制约。外围来看，全球债务危机形势依然严峻，美国企业部门债务比率达到历史较高水平，叠加英国脱欧风险和地缘政治冲突对全球经济造成负面影响。预计今年外需难有大幅改善的可能。4 月之后基本面可能再次承压。

货币政策进入小幅渐进宽松模式。去年 12 月底央行宣布将推行存量贷款利率和 LPR 并轨的政策，预示利率市场化进度可能超预期。一方面我国存在利率传导机制不畅通的问题，信贷利率无法完全体现央行货币政策意图；另一方面在经济下行压力依旧存在的情况下，逆周期调节发力的必要性在提升，央行需要通过降低实体经济融资成本来保障经济平稳运行。因此 1 月通胀高点过后，货币政策或继续小幅宽松，MLF 利率和 OMO 利率会联动下调以督促 LPR 报价下降，对利率债行情构成利好。

图 5：中国经济更多面临工业品通缩压力



资料来源：Wind，民生证券研究院

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_7717



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>