

撰写日期：2020年01月16日

证券研究报告--债券点评报告

金融数据持续改善，实体融资需求逐步企稳

——2019年12月份金融数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《逆周期调节下金融数据回暖——11月份金融数据点评》 2019-12-10
- 2 《剔除季节性因素，仍有点弱——10月份金融数据点评》 2019-11-11
- 3 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9月份金融数据点评》 2019-10-15
- 4 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7月份金融数据点评》 2019-08-12
- 5 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6月份金融数据点评》 2019-07-13
- 6 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
- 7 《非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
- 8 《定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

□ 投资要点：

◆ **事件：**2020年1月16日，央行公布2019年12月份金融数据：央行调整了社融的口径，2019年12月份起，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。新口径下，新增社融规模2.1万亿，同比多增1719亿元。社融存量同比增长10.7%，与上月持平。新增人民币贷款1.14万亿元，前值1.39万亿元，同比多增600亿元。M2同比8.7%，预期8.3%，前值8.2%；M1同比4.4%，增速较上月回升0.9个百分点。

◆ **企业信贷结构持续改善，地产销售好转拉动居民中长贷款明显回升。**12月份新增人民币贷款1.14万亿，同比多增600亿元，好于市场预期。同比数据主要靠中长期贷款的拉动，同时受票据融资的拖累。从2019年7月份开始，企业的信贷结构开始出现改善，较大的一部分原因与隐性债务的置换有关，另一方面也与政策在持续引导信贷资金加大对制造业的支持有关。而到最近两个月，信贷结构的改善，尤其新增人民币贷款中企业中长期贷款的回升也与经济的阶段性企稳回暖有关。此外，表内票据融资从2019年9月份的高位回落之后，一直处于较低的位置，一方面和监管加强了对于票据融资的监管有关，另一方面也可能反映出实体的中长期融资需求明显上升，银行票据冲量诉求明显下降。

◆ **剔除口径调整的影响后，社融仍是小幅改善。**新口径下，新增社融规模2.1万亿，同比多增1719亿元。社融存量同比增长10.7%，与上月持平。剔除口径调整影响后，12月社融同比仍多增近700亿，显示社融仍是小幅改善。值得关注的是，非标融资继续萎缩，社会融资由“表外转表内”和“由非标到标”的趋势非常明显。

◆ **M1增速回升明显。**2019年12月末，M2同比8.2%，增速较上个月回落0.2个百分点；M1同比4.4%，较上月回升0.9个百分点，回升较为明显，同时也是连续两个月回升。M1的回升一方面和地产销售的回暖有关，另一方面也反映了企业的预期在好转，尤其贸易谈判阶段性协议达成、逆周期调节政策的持续发力等积极因素下，企业的资本支出意愿出现阶段性好转。

◆ **总体上看，2019年12月份数据相对于上个月继续改善，不考虑口径的调整，社融同比仍有小幅增长，信贷数据结构改善明显，企业中长期贷款总量和占比都保持在较高位置，同时M1也明显回升，实体企业的融资需求在逐步企稳。**考虑到当前的环境处于友好状态：中美贸易阶段性协议签署、居民中长期贷款需求仍比较旺盛支撑地产销售、贸易形势的缓和带来全球工业活动的触底回升有望推动出口相关的需求止跌企稳、专项债在1月份大规模发行等积极因素较多。经济当前可能正处于阶段性回暖的阶段。

◆ **经济短期回暖和货币政策继续保持友好的环境下，债券市场收益率下行空间有限，波动加大；股票市场风险偏好抬升，更加占优。**

◆ **风险提示：**地方平台信用风险暴露、房地产投资下行速度超预期、通胀超预期

事件：

2020年1月16日，央行公布2019年12月份金融数据：

央行调整了社融的口径，2019年12月份起，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。新口径下，新增社融规模2.1万亿，同比多增1719亿元。社融存量同比增长10.7%，与上月持平。

新增人民币贷款1.14万亿元，前值1.39万亿元，同比多增600亿元。

M2同比8.7%，预期8.3%，前值8.2%；M1同比4.4%，增速较上月回升0.9个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 企业信贷结构持续改善，地产销售好转拉动居民中长期贷款明显回升

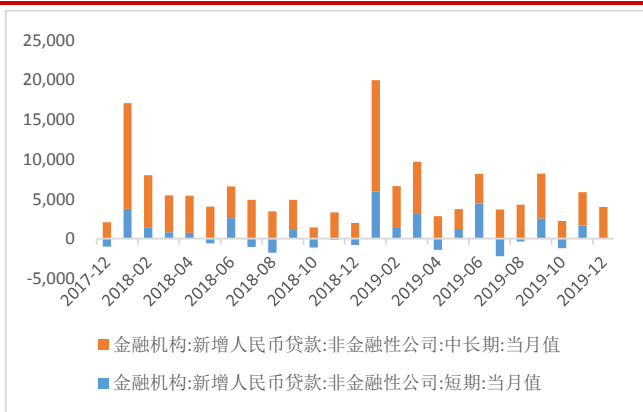
12月份新增人民币贷款1.14万亿，同比多增600亿元，好于市场预期。同比数据主要靠中长期贷款的拉动，同时受票据融资的拖累。具体来看：

12月份，新增非金融性公司短期贷款35亿元，同比多增825亿元，新增中长期贷款3978亿元，同比多增2002亿元，表内票据融资262亿元，受2018年12月份高基数的影响同比回落3133亿元，总体上看企业的信贷数据表现不弱，同时结构有明显改善。

从2019年7月份开始，企业的信贷结构开始出现改善，较大的一部分原因与隐性债务的置换有关，另一方面也与政策在持续引导信贷资金加大对制造业的支持有关。而到最近两个月，信贷结构的改善，尤其新增人民币贷款中企业中长期贷款的回升也与经济的阶段性企稳回暖有关。贸易摩擦的阶段性缓和、“暖冬”效应下地产和基建的开工和施工高于季节性、系列稳增长措施逐步见效等多重积极因素下，经济出现阶段性回暖。PMI数据重回扩张区间、进出口数据出现明显改善、PPI数据边际改善等多个经济数据印证了这一点。企业的盈利预期开始改善，资本支出意愿有所升温，信贷需求也有所好转。

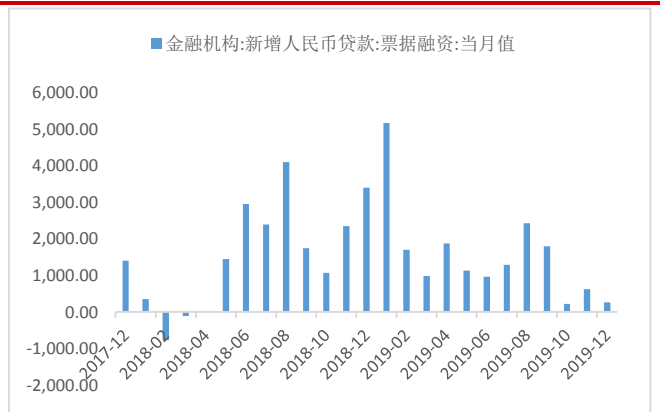
此外，表内票据融资数据同比大幅回落固然和2018年12月份高基数有关，但环比也在回落，12月份新增表内票据融资只有262亿元，环比减少262亿元。事实上，表内票据融资从2019年9月份的高位回落之后，一直处于较低的位置，一方面和监管加强对于票据融资的监管有关，另一方面也可能反映出实体的中长期融资需求明显上升，银行票据冲量诉求明显下降。

图1：12月份企业信贷数据继续改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图2：表内票据融资在2019年9月份以后回落到低位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

居民部门来看，新增居民部门中长期贷款 4824 亿元，同比多增 1745 亿元，主要受 2019 年底房地产销售回暖的影响。一方面，到年底房企有冲销售业绩的诉求，营销力度加大，尤其在融资渠道收紧之后，房企对于回笼现金的需求更加迫切；另一方面，全面贯彻“因城施策”的背景下，部分城市的调控边际上有所放松，市场预期有所改善，地产销售面积增速在 10 月份已经转正。新增居民短期贷款 1635 亿元，同比多增 135 亿元。

2. 剔除口径调整的影响后，社融仍是小幅改善

2019 年 12 月份，央行调整了社融的口径，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。新口径下，新增社融规模 2.1 万亿，同比多增 1719 亿元。社融存量同比增长 10.7%，与上月持平。剔除口径调整影响后，12 月社融同比仍多增近 700 亿，显示社融仍是小幅改善。央行当天的新闻发布会上，调查统计司司长阮健弘介绍，2019 年 12 月起将国债和地方政府一般债券纳入社融统计，使数据更加完整，将更好地支持货币政策与财政政策的协调。与中央经济工作会议中强制政策之间的系统性和协调性的精神一致。

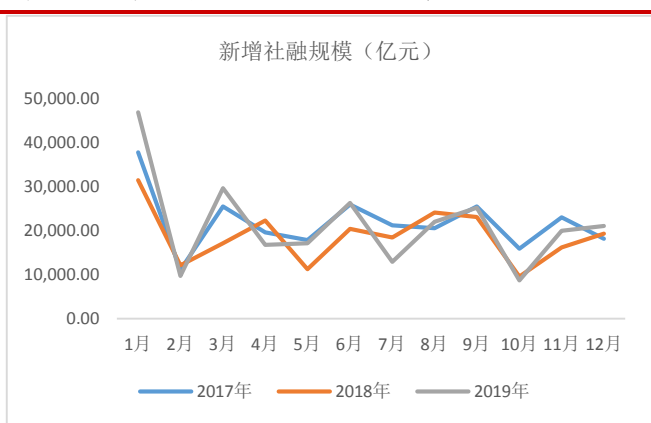
具体来看：

新增人民币贷款 10770 亿元，同比多增 1488 亿元是拉动社融同比的主要力量。同时，委托贷款同比多增 895 亿元，外币贷款同比多增 497 亿元，贷款核销同比多增 496 亿元，也是拉动社融同比的重要力量。而同比数据的主要拖累项是企业债券融资（同比少增 1270 亿元）、信托贷款（同比少增 604 亿元）和存款类金融机构资产支持证券（同比少增 638 亿元）。

值得关注的是，非标融资继续萎缩，社会融资由“表外转表内”和“由非标到标”的趋势非常明显。12 月份，新增信托贷款减少 1316 亿元，环比多减 356 亿元；新增委托贷款 1092 亿元，环比多减 418 亿元，非标融资收缩的速度在加快。当前对于非标融资的监管依然较为严格，随着非标大规模到期的来临，非标融资将会继续呈现收缩的态势。

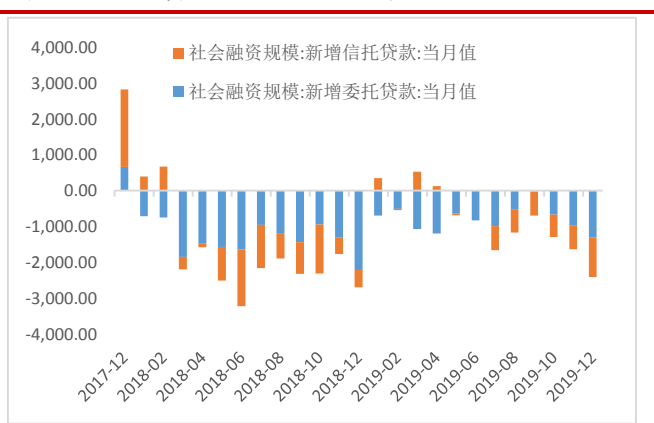
总体上看，社融数据表现好于预期，继续呈现表外融资向表内融资转移、非标准化融资向标准化融资转移的趋势。

图 3：12 月份新增社融规模温和回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：非标融资继续呈压缩的态势



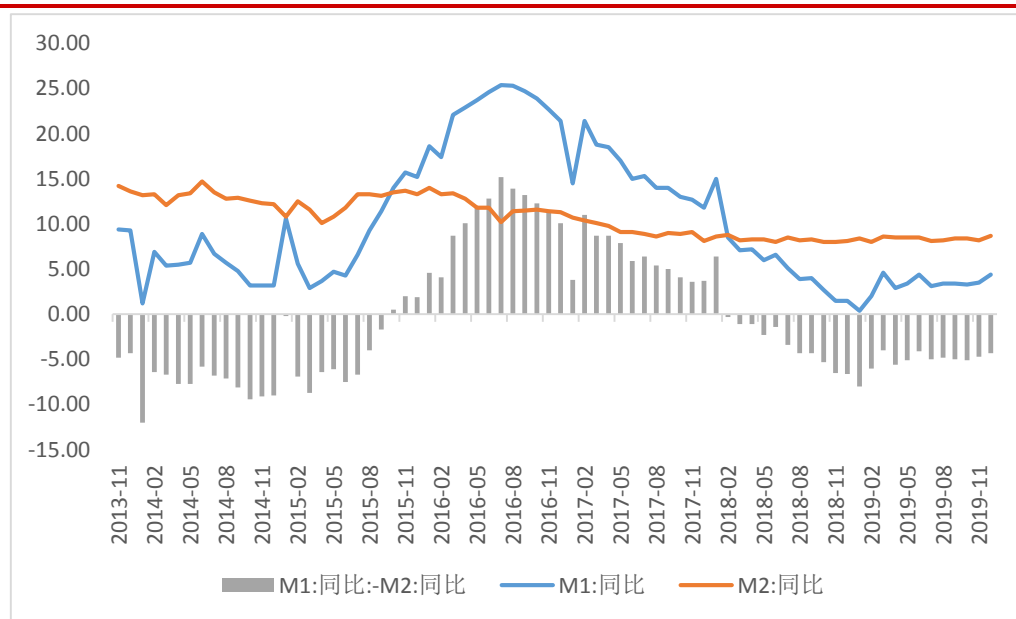
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. M1 增速回升明显

2019 年 12 月末，M2 同比 8.2%，增速较上个月回落 0.2 个百分点；M1 同比 4.4%，较上月回升 0.9 个百分点，回升较为明显，同时也是连续两个月回升。

M1 的回升一方面和地产销售的回暖有关，另一方面也反映了企业的预期在好转，尤其贸易谈判阶段性协议达成、逆周期调节政策的持续发力等积极因素下，企业的资本支出意愿出现阶段性好转。M2 比上月末高 0.5 个百分点，货币乘数仍处于高位，12 月央行基础货币投放也较为积极，推动 M2 增速上行。

图 5：M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”有所回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 总结：金融数据继续改善，实体融资需求逐步企稳

总体上看，2019 年 12 月份数据相对于上个月继续改善，不考虑口径的调整，社融同比仍有小幅增长，信贷数据结构改善明显，企业中长期贷款总量和占比都保持在较高位置，同时 M1 也明显回升，实体企业的融资需求在逐步企稳。考虑到当前的环境处于友好状态：中美贸易阶段性协议签署、居民中长期贷款需求仍比较旺盛支撑地产销售、贸易形势的缓和带来全球工业活动的触底回升有望推动出口相关的需求止跌企稳、专项债在 1 月份大规模发行等积极因素较多。总体上看，经济当前可能正处于阶段性回暖的阶段。

经济短期回暖和货币政策继续保持友好的环境下，债券市场收益率下行空间有限，波动加大；股票市场风险偏好抬升，更加占优。

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_7718

