



【华西固收研究】新增信贷结构亮眼，口径调整兼顾财政政策

——12月金融数据点评 20200116

一、事件概述

2020年1月16日央行发布2019年12月金融数据。12月份，M2同比增长8.7%，增速较上月回升0.5pct，较去年同期高0.6pct；社会融资规模增量2.04万亿元，存量251.31万亿元，同比增长10.7%，增速与上月基本持平。

二、分析与判断：

► 社融口径再度调整，回归广义社融，兼顾财政&货币政策配合

根据央行公告，国债、地方政府一般债券被纳入社融口径，这也是央行自2018年7月以来第4次调整社融口径。整体来看，由于国债净融资、新增一般债每年增量相较社会融资规模存量规模并不大，且根据央行新闻发布会，调整后社融增速较调整前降低0.1pct，故整体来看社融口径调整并未对增速构成太大扰动。考虑到国债、地方政府一般债募集资金的最终流向以及两者在货币政策执行和信用派生过程中发挥的重要作用，我们认为，此次口径调整是对社融口径的补充和完善，有助于提升社融数据在政策制定过程中的指导意义，让货币及财政政策更加有机配合。

► 表外三项回落符合预期，信贷、贷款核销共同拉升社融

12月份社融增速较上月基本持平，较去年同期回升0.8pct。分解来看：1) 新增人民币贷款环比同比均小幅上行，结构表现亮眼。市场普遍预期的年底票据冲量体现并不明显，2019年12月新增票据融资仅为282亿元，远低于去年同期3395亿元；中长期贷款新增8802亿元，同比多增74%；2) 表外三项持续缩量，资管新规过渡期逐渐临近叠加地产信托融资收紧两大因素制约下，表外三项规模或持续走低。12月份社融表外三项（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）增量为-1456亿元，较去年同期少减227亿元，环比多减393亿元。地产信托融资持续收紧叠加存量获批项目逐步投放的背景下，信托贷款或持续走低，而资管新规过渡期限将至也将进一步制约表外三项反弹空间；未贴现银行承兑汇票新增951亿元与年底票据冲量有一定关联，但仍比去年年底少增72亿元。考虑到2019年一季度表外三项高增带来的基数效应，2020年一季度表外三项或成为社融同比增速拖累项；3) 贷款核销放量，银行加速出清不良资产。12月份贷款核销新增3018亿元，创历史最高值，对社融增速构成一定拉升作用。年底往往为贷款核销高峰，近期政策吹风鼓励对于小微企业、贫困地区不良容忍度，后续贷款核销规模或仍有放量空间。

12月份M0存量7.72万亿元，同比上升5.4%，增速较上月回升0.6pct；M1存量57.6万亿元，同比增长4.4%，增速较上月回升0.9pct；M2存量198.65万亿元，同比增长8.7%，增速与上月回升0.5pct。从各机构人民币存款来看，居民存款、企业存款、非银存款分别增加1.52/1.60/-0.56万亿元，较去年分别多增（少减）3705/1793/2249亿元，整体来看存款数据变化基本符合年底流动性向居民、企业转移的规律，并未出现反季节因素。

► 金融机构新增人民币贷款结构表现“无可挑剔”，关注经济数据回暖背景下实体经济融资需求回升

12月份金融机构新增人民币贷款1.14万亿元，环比少增2500亿元，同比多增6000亿元。从结构来看，居民贷款合计增加6459亿元，其中短期贷款增加1635亿元，同比多增111亿元；中长期贷款新增4824亿元，同比多增1745亿元。12月份居民长贷放量或与12月银行放松居民地产信贷有关，一方面部分房企推出打折促销吸引购房者置业，另一方面部分三四线城市“无门槛落户”逐步落地背景下刚需有所放量；非金融企业及其他部门人民币贷款增加4244亿元，同比少增489亿元，其中短期贷增加35亿元，同比少增825亿元；中长期贷款新增3978亿元，同比多增2202亿元；票据融资单月新增262亿元，同比少增3133亿元。尽管非金融企业贷款总量同比少增近500亿元，但结构表现“无可挑剔”，2019年12月非金融企业新增贷款中中长期贷款占比93.7%，而去年同期仅为41.7%。非金融企业中长期信贷放量，一方面或与隐性债务置换持续推进有关，另一方面亦不容忽视实体经济融资需求回暖。

► 企业债券融资同比小幅回落，年底信用利差“被动走阔”

12月份社融口径企业债券融资3239亿元，环比多增505亿元，同比少增477亿元。从信用债净融资来看，12月份申万产业债口径剔除银行、非银金融产业债净融资2668亿元，同比减少199亿元，环比增长149亿元；分评级来

看，AAA/AA+/AA 评级企业净融资分别为 564/624/930 亿元，中低评级占比近 80%，中低评级信用债发行走高与年底城投债发行放量有关，2019 年 12 月 AA+、AA 城投债（Wind 口径）净融资达到 1099 亿元，为 2017 年 8 月份以来新高。从信用利差角度看，AAA/AA+/AA 评级产业债 12 月末利差较 12 月份分别走阔+15.28/+28.67/+24.07bp，12 月份信用利差更多体现为“被动走阔”，年底资金面较为宽松带动短端无风险收益率下行，而信用债收益率调整具有一定时滞，从而带动信用利差被动走阔。

投资策略：关注利率债供给对无风险利率的扰动作用，通胀或低于预期

12 月份央行为对冲年底资金面压力频繁开展公开市场操作，体现出货币政策“灵活适度”的特点。12 月下半旬，为应对年底流动性压力，央行在 18 日至 23 日合计进行 6800 亿元逆回购投放；同时，央行在 12 月 15 日投放 3000 亿元 MLF，对之前到期的 2860 亿元 MLF 进行了小幅超额续作，资金面持续宽松也带动资金价格中枢持续下行，隔夜资金价格一度跌破 1%。

CPI 冲高对于债市扰动有限，关注一季度利率债供给冲击对于无风险利率的扰动作用。2020 年 1 月份 CPI 同比增长 4.5%，依然处于历史高位，但对于当日无风险利率并未构成太大扰动作用，猪价对于无风险利率的影响已经基本被 Price in；同时 1 月 6 日降准释放 8000 亿增量资金基本符合市场预期，债市亦未出现明显调整。考虑到 1 月份逆回购到期+TMLF+利率债供给带来的资金缺口在 2.2 万亿元左右，叠加春节前取现对于流动性扰动，1 月份资金缺口或超 3 万亿元，本次降准释放的 8000 亿元资金并不足以完全弥补 1 月份资金缺口，因此建议关注后续“灵活适度”定调的货币政策下逆回购、MLF、TMLF 等货币工具配合（截至 1 月 16 日央行已投放 MLF3000 亿元+14 天期逆回购 4000 亿元）。我们认为，当前流动性宽松驱动无风险收益率下行及利率债抢跑行情告一段落，利率债供给冲击或对债市产生一定扰动作用（截至 2020 年 1 月 15 日已披露 1 月份新增地方债发行计划超过 7700 亿元，2019 年 1 月份新增地方债仅发行 3688 亿元）。无风险收益率仍将回归经济基本面逻辑，关注一季度地方债放量下基建投资回升。

风险提示

流动性收紧。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-68566656

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_7745

