

固定收益研究/动态点评

2021年01月12日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

张亮 SAC No. S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：CPI与核心CPI分化》2021.01
- 2《固定收益研究：信用债周度跟踪》2021.01
- 3《固定收益研究：“蓝潮”下市场中期预期的变化》2021.01

社融低于预期的两大因素

2020年12月金融数据点评

核心观点

12月金融数据有如下关键信息：第一，社融拐点继续确认；第二，融资信托整改和信用债风波拖累社融增速，而信贷总量还不弱；第三，信贷结构上，企业中长期贷款增幅继续收窄，居民贷款同比转为少增；第四，M1增速初步放缓，但拐点仍待确认，1月份存在低基数效应。市场角度看，经济复苏、温和再通胀+政策不急转弯=债市震荡，利率曲线陡峭，股市还有机会。信用收缩还不明显，股市流动性仍惯性，二季度关注政策基调微调和限售股解禁压力。货币政策稳字当头，再通胀与社融增速下行对冲，意味着债市保持区间震荡，趋势不强，交易机会比去年下半年增多。

信贷增长不弱，但结构变化明显

12月新增人民币贷款12600亿元，同比多增1170亿元，全年新增信贷19.64万亿，符合央行此前提及目标。12月信贷总量不弱但结构一般。企业端，新增中长期贷款5500亿，同比多增1522亿，延续多增趋势，但增幅继续回落。表内票据融资较为强劲，但短期贷款非常疲软。年底信贷总量管控、部分项目储备留到来年释放、去年12月货币政策呵护态度超预期等导致当月信贷特征与此前几个月趋势不一。居民端，新增贷款5635亿，同比少增824亿，其中短期、中长期贷款同比分别少增432亿和493亿。

非标、信用债拉低社融，社融拐点进一步确认

12月社会融资规模17200亿，同比少增4821亿。社融存量同比13.3%，较前值下滑0.3个百分点，社融拐点进一步确认。其中，政府债券新增7156亿，同比多增3418亿，发行量相比往年偏多；非标融资下降7376亿，同比多减5920亿，其中信托贷款融资减少4601亿，为历史单月最大降幅，主因融资类信托新规，年底整改压力明显加大，同时12月信托贷款到期量较大，表外票据融资减少2216亿，同比多减3167亿，源于去年底货币政策宽松超预期，导致票据表内贴现增多；企业债券融资442亿，同比少增2183亿，主要源于永煤（债券代码：01200356.IB）等信用风险事件对信用债市场造成冲击。

M1增速初步放缓

12月M2同比10.1%，较前值回落0.6个百分点，存在政府债融资放量的吸存效应、压降结构性存款要求与高基数扰动。M1同比8.6%，回落1.4个百分点，或因三四线地产销售走弱与房企、城投融资收缩，系房地产金融审慎管理收紧，以及永煤事件压制金融机构风险偏好。M1增速回落经验上前瞻三个季度后地产投资放缓与PPI回落压力，但拐点确认仍待观察。存款结构上，企业存款继续向居民部门转移，或说明消费意愿仍待激发，财政存款同比少减，主要受政府债融资支撑，且支出节奏并未明显加快。

市场启示

社融增速低于市场预期主要源于融资信托整改和信用债风波。大行今年初项目储备充足，且1月存在春节错位，天量信贷仍可预期，而社融受制于地方债发行节奏。目前信用收缩还不明显，经济复苏、温和再通胀+政策不急转弯=债市震荡，利率曲线陡峭，股市还有机会。二季度需要关注政策基调微调和限售股解禁压力。货币政策稳字当头，再通胀与社融增速下行对冲，意味着债市保持区间震荡，趋势性不明显，交易机会增多。短期资金和供求两大错位、疫情局部反复对债市有支撑，随时间推移需要提防不利变化，比如3-5月利率债供给、4月政治局会议、通胀上行、疫苗效果。

风险提示：政策基调调整、信用风险继续发酵。

事件

央行公布 2020 年 12 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 12600 亿元，市场预期 12075 亿元，前值 14300 亿元。
 - (2) 社会融资规模 17200 亿元，市场预期 21780 亿元，前值 21343 亿元。
 - (3) M2 同比 10.1%，市场预期 10.7%，前值 10.7%；M1 同比 8.6%，前值 10.0%。
- (市场预期为 Wind 一致预期)

点评

信贷增长不弱，但结构变化明显

12 月新增人民币贷款 12600 亿元，同比多增 1170 亿元，略高于市场预期的 12075 亿元。2020 年全年新增信贷 19.64 万亿，符合此前央行提及的“新增信贷近 20 万亿”目标。整体上，12 月份信贷总量不弱，但结构一般，具体来看：

从企业端来看，12 月新增中长期贷款 5500 亿，同比多增 1522 亿，延续多增趋势，但增幅继续回落。而 12 月企业表内票据融资较为强劲，但短期贷款非常疲软。整体来看，12 月信贷特征与前几个月的趋势明显不一，我们认为受到几大扰动因素的影响：年底信贷总量管控；部分项目储备留到第二年初释放；去年 12 月货币政策呵护态度超预期等。

居民端，12 月份住户部门贷款新增 5635 亿，同比少增 824 亿。其中居民中长期贷款 4392 亿，同比少增 432 亿，房地产销售增速或放缓；短期贷款 1142 亿，同比也少增 493 亿。

非标、信用债拉低社融，社融拐点进一步确认

新口径下 12 月社会融资规模 17200 亿，同比少增 4821 亿。12 月底社融存量规模 284.83 万亿，同比增速 13.3%，较上月继续下滑 0.3 个百分点，社融拐点进一步得到确认。扣除政府债券之后，旧口径社融增速 11.79%，环比下滑 0.47 个百分点。具体来看：

政府债券方面，12 月份达到 7156 亿，同比多增 3418 亿，10 月份之后政府债券发行高峰过去，对社融的拉动有所减弱，但去年 12 月份国债、地方债少量增发，政府债券发行相比往年仍偏多。

非标融资方面，12 月份非标融资-7376 亿，同比多减 5920 亿，是本月社融的最大拖累项。其中，信托贷款融资-4601 亿，为历史单月最大降幅，同比多减 3509 亿，主因融资类信托新规，年底整改压力明显加大，同时 12 月信托贷款到期量较大。值得关注的是，今年是资管新规过渡期的最后一年，信托等非标融资压降压力依然存在，预计对社融仍会形成一定拖累。其次，表外票据融资-2216 亿，同比大幅多减 3167 亿，源于去年底货币政策宽松超预期，导致票据表内贴现增多。

直接融资方面，12 月企业债券融资 442 亿，同比大幅少增 2183 亿，对社融增长继续形成明显拖累，主要源于 11 月初，永煤（债券代码：01200356.IB）等一系列信用风险事件无序爆发，对信用债一二级市场造成强力冲击，12 月份信用债一级市场仍处于冻结状态。12 月股票融资 1125 亿，同比多增 693 亿。

M1 增速初步放缓

12 月 M2 同比 10.1%，回落 0.6 个百分点，存款减少 2093 亿元，同比多减 8088 亿元，存在政府债融资放量的吸存效应、压降结构性存款要求，也有高基数扰动。2020 年 1 月起执行流动性匹配率要求，导致 2019 年 12 月银行集中揽储，抬高存款基数。12 月 M1 同比 8.6%，回落 1.4 个百分点，或因三四线地产销售走弱与房企、城投融资收缩，一方面系房地产金融审慎管理收紧，另一方面是永煤事件压制金融机构风险偏好，非标与债券融资数据均有佐证。M1 增速回落经验上前三个季度后地产投资放缓与 PPI 回落压力，但拐点确认仍待观察，2021 年 1 月有低基数效应。

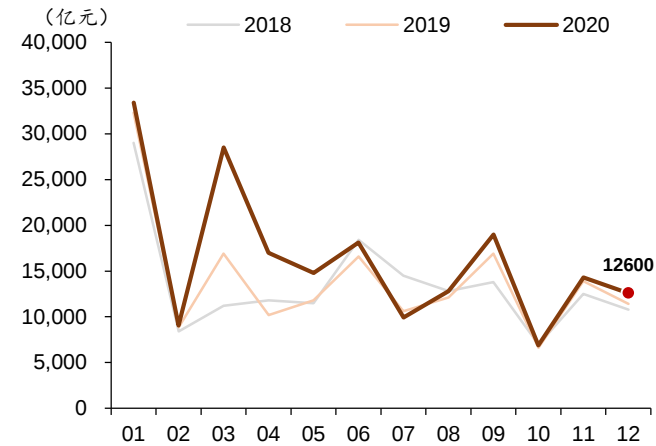
存款结构上,住户存款新增 16735 亿元,同比多增 1489 亿元,非金融企业存款新增 10959 亿元,同比少增 5078 亿元。存款继续向居民部门倾斜,一面是就业修复,居民收入持续改善,另一面是居民储蓄率偏高,消费意愿仍待激发,资金从居民部门向企业回流不畅。财政存款减少 9540 亿元,同比少减 1246 亿元,主要受政府债融资支撑,且财政支出节奏并未明显加快。

市场启示

去年全年信贷增量与易纲行长此前的判断一致。社融增速低于预期主要源于融资信托整改和信用债风波。我们认为,大行在今年年初项目储备充足,与经济复苏、去年底信贷额度积压、信用债一级冻结都有关系。此外,今年一月份存在春节错位等因素,预计监管会适度管控增幅,但天量信贷可以预期,社融继续受制于地方债发行节奏。今天国债期货尾盘上涨,可能在反应社融低预期。至于市场传闻的降准等均难以经得起逻辑推敲。市场担心的信用收缩还不明显,经济复苏、温和再通胀+政策不急转弯=债市震荡,利率曲线陡峭,股市还有机会。爆款基金叠加北上资金仍不少,股市流动性状况有惯性,二季度需要关注政策基调微调和限售股解禁压力。货币政策稳字当头,再通胀与社融增速下行相互对冲,意味着债市保持区间震荡,趋势性不明显,交易机会比去年下半年增多。短期资金和供求两大错位、疫情局部反复对债市有支撑,随着时间推移需要提防不利变化,比如 3-5 月份利率债供给、4 月政治局会议精神、通胀上行、疫苗效果。

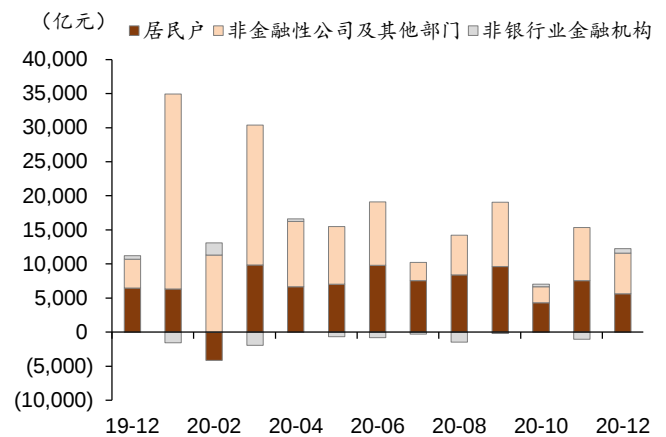
信贷

图表1：新增人民币贷款



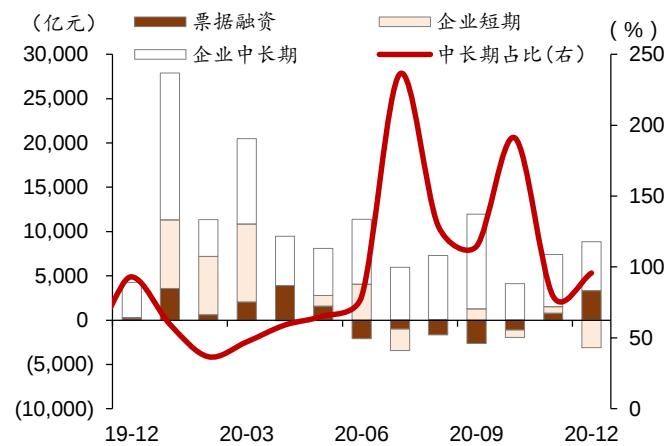
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



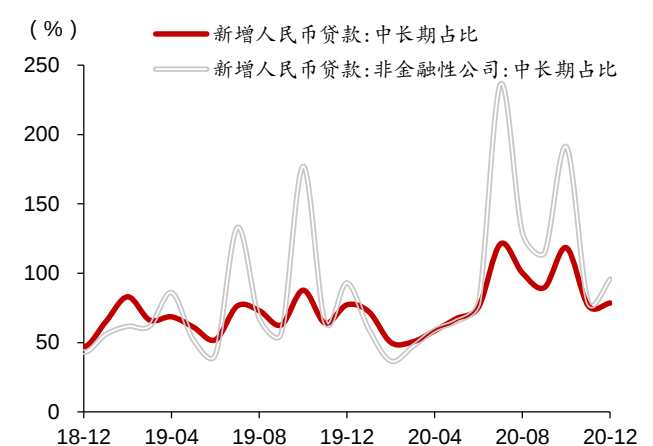
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

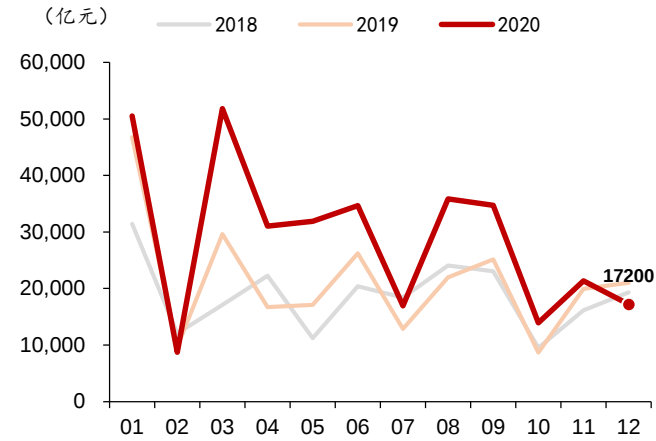
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

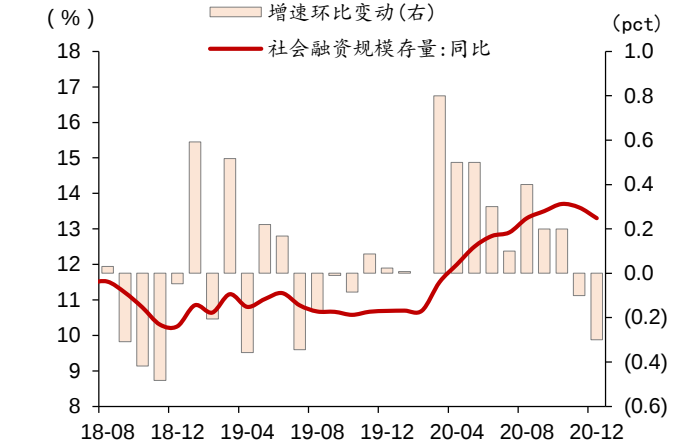
社融

图表5： 新增社会融资规模



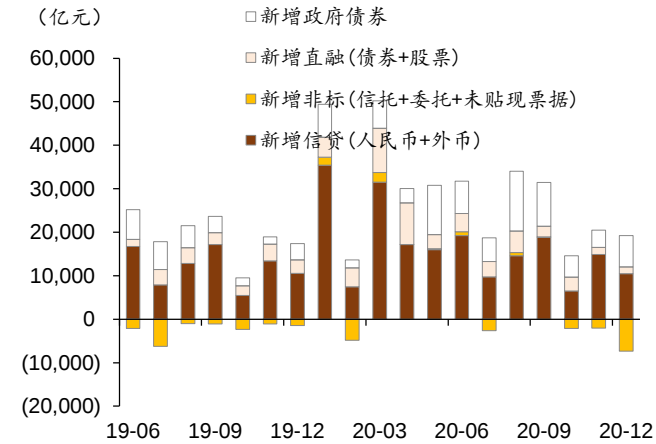
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 社融存量增速



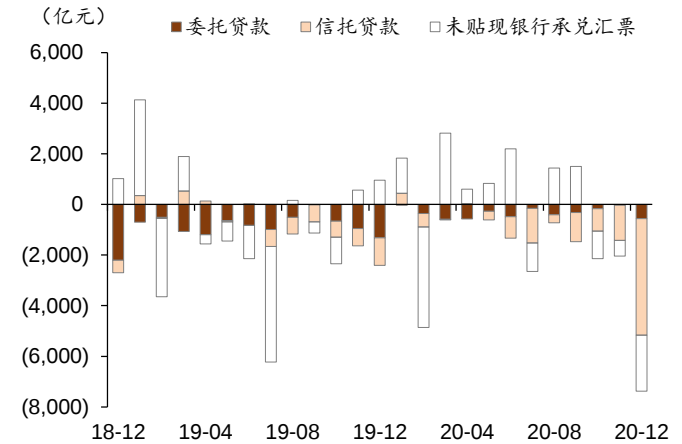
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 新增社融各分项



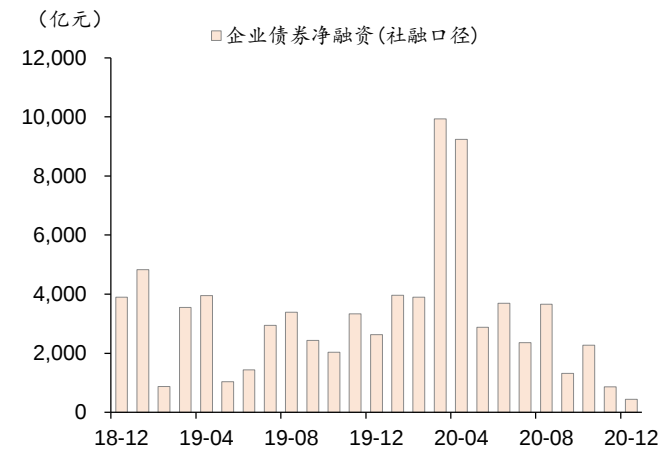
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 新增非标各分项同比增减



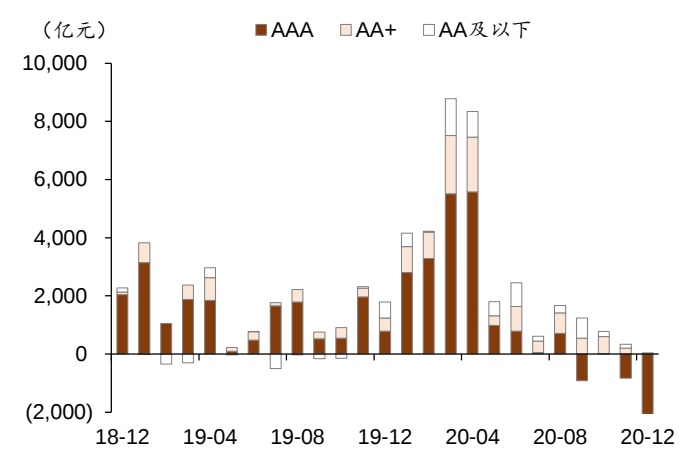
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 企业债净融资额（社融口径）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

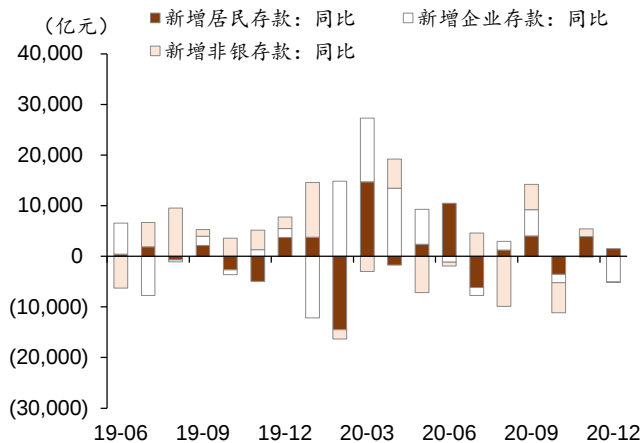
图表10： 信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

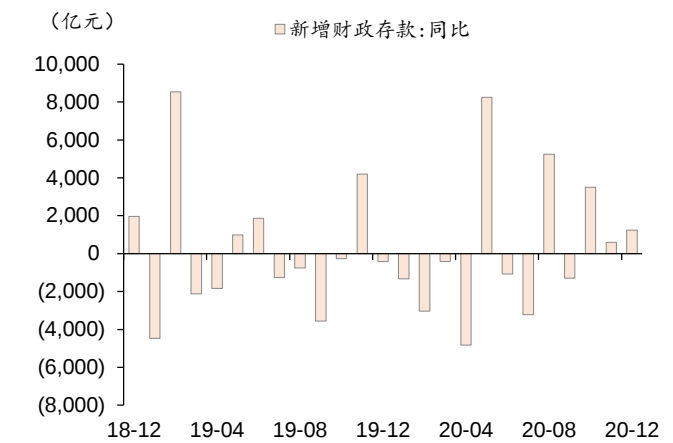
货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）



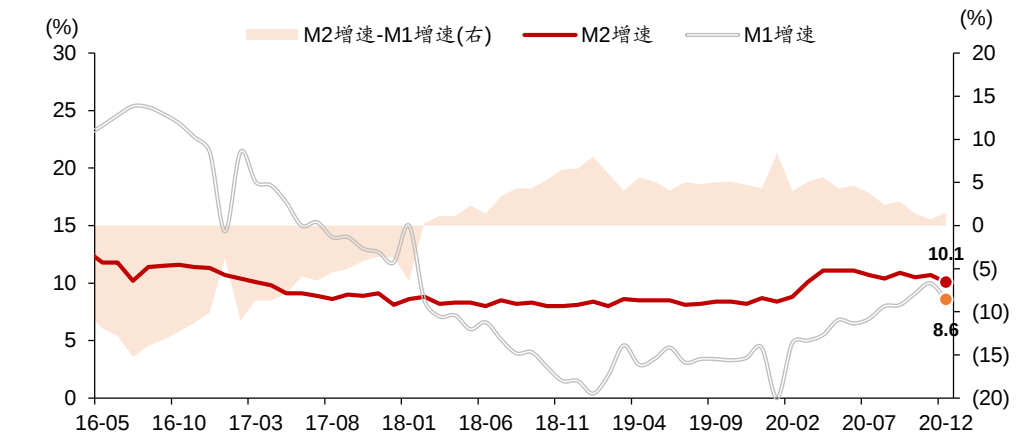
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 新增财政存款当月同比值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： M2 与 M1 剪刀差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、政策基调调整：疫苗可能加速全球复苏节奏，若经济强于预期或引发政策基调调整。
- 2、信用风险继续发酵：目前信用债一级市场处在半冻结状态，后续债务到期压力较大。

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_242

