

宏观点评

信贷社融的 2019 年 5 大特点与 2020 年 5 大线索

事件: 12月新增人民币贷款 11400 亿元,市场预期 11375 亿元,前值 13900 亿元;新增社会融资规模 21000 亿元,预期 16114 亿元,前值 17500 亿元; M2 同比 8.7%,市场预期 8.4%,前值 8.2%; M1 同比 4.4%,前值 3.5%。

1、12月金融数据继续指向信用周期企稳,信贷、社融新增量均高于 2018 年同期,新口径社融存量同比增速持平前值的 10.7%,经验规律指向经济有望阶段性企稳,提示关注三大亮点: 1) 企业中长贷继续高增。12月企业中长贷同比多增 2002 亿元,连续 5 个月超越季节性,部分与隐性债务置换有关,但应也与基建需求回升和逆周期调节有关。同时,12月 M1 和 M2 增速均走高,除财政支出发力外,也指向实际的企业贷款需求可能改善。2) 居民中长贷高增指向房地产仍有韧性。12月居民中长贷同比多增 1745 亿元,叠加 M1-M2 剪刀差负缺口缩窄,意味着房地产投资有望延续韧性。高频数据显示 12 月 30 城商品房成交面积环比增加 17%,一二线销售改善明显。事实上,11 月以来各地陆续颁布了人才购房、放松落户限制、放宽限售等政策,房地产调控体现严中有松,继续提示后续差异化、结构化松动可期。3) 表外融资连续 5 个月好于 2018 年同期。12 月以委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票衡量的表外融资合计减少 1456 亿元,同比少减 219 亿元。

2、口径再调整,有何深意? 2019 年 12 月起,央行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社融统计,与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”。其实,这是将狭义社融扩充为广义社融,在衡量直接支持企业和居民部门的融资基础上,新增了对政府部门的融资,实则呼应了近年来财政对实体的支撑,以及财政政策要继续宽松并加力提效的政策基调。鉴于降成本和稳增长仍是硬要求,货币政策将延续宽松,再降准“降息”可期,此时将政府债券纳入,意味着政府债券收益率中枢也有望降低,以降低政府发债成本。

3、2019 年信贷社融的五大特点: 1) 总量升。2019 年全年实现新增社融 25.58 万亿,同比多增 3.08 万亿;新增信贷 16.82 万亿,同比多增 6508 亿元。2) 结构改善: 企业贷款企稳遵循“票据-企业短贷-企业中长贷”轮动改善,表明银行风险偏好的逐步提升和企业贷款需求逐渐改善。2019 年 1-4 月企业表内票据融资累计同比多增 10231 亿元,与年初票据与结构性存款的套利有关,也反映银行风险偏好仍较低;随后,5-12 月票据同比少增,此时 5-6 月企业短贷累计同比多增 3610 亿元,8-12 月企业中长贷累计同比多增 6397 亿元,呈现明显的从短期融资工具向长期融资工具转换的“轮动改善”特点。3) 按揭贷款持续高增。2019 年居民中长贷累计同比多增 5000 亿元,占全部信贷多增量的 77%。全年 12 个月中有 9 个月超季节性,指向 2019 年房地产销售和贷款韧性确强。居民短贷从年中开始表现乏力,应是监管加强了严禁消费贷变相投入股市和房地产。4) 非标转标仍是大趋势。2019 年表外融资的同比多增主因低基数,月度新增量基本仍为负,同时表内贷款和政府债券持续担当社融主支撑,意味着非标转标仍是 2019 年的趋势,并可能延续至 2020 年。5) 节奏上,信贷和社融存量增速均表现为前高后低。

4、2020 年信贷社融的五大线索: 1) 随着基建资金需求的提升、逆周期发力和年内大概率还会再降准“降息”,预示企业中长贷有望继续修复,社融和 M2 缺口有望缩小, M1-M2 剪刀差负缺口也有望趋势性缩窄。2) 尽管央行和银保监会年终会议均要求控制资金违规流入房地产,但鉴于各地“一城一策”、差异化松动可期,预计地产韧性仍强,按揭贷款有望继续走高。3) 2019 年底中央经济工作会议弱化去杠杆,后续表外融资有望继续修复,同时带动地方政府积极性提升。不过从信托到期规模来看,3 月和 6 月是非标集中到期月份,非标净融资量可能受扰动。4) 结构性调节仍是重点,预计后续贷款可能会加大对高端制造业、新消费、基建、小微企业等的支持力度;5) 鉴于财政支出的前移、贷款季节性规律以及开年保增长压力大,一季度信贷、社融增量有望继续走高,全年社融存量增速有望升至 11% 以上。

风险提示: 政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱: hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

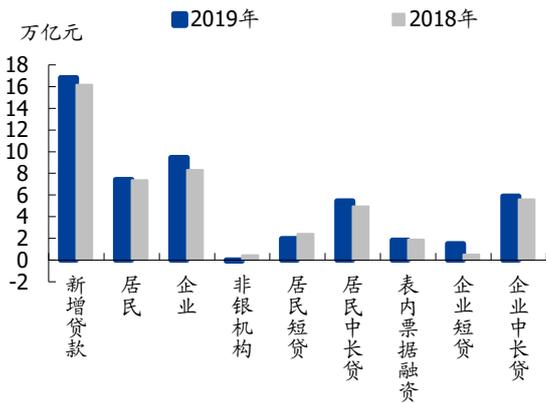
邮箱: liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《如期降准了,“降息”呢? 大类资产怎么走?》2020-01-01
- 2、《11 月金融数据的六大信号》2019-12-11
- 3、《2020 年政策的变与不变—逐句解读 12.6 政治局会议》2019-12-07
- 4、《月内三度“降息”,后续还会怎么降?》2019-11-20
- 5、《央行三季度货币政策报告的 7 大信号》2019-11-16
- 6、《10 月社融为何缩水 1.65 万亿?》2019-11-12

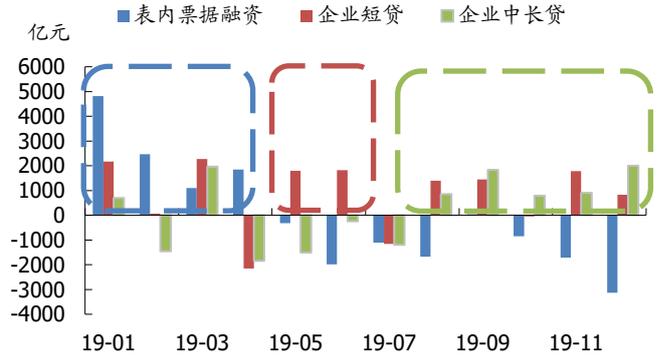


图表1: 2019年新增贷款同比走高



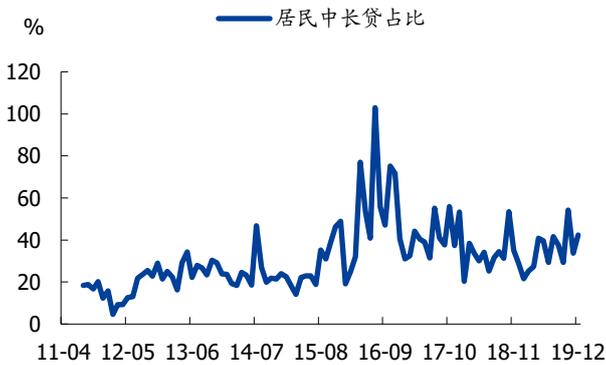
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 多增量显示出“票据-企业短贷-企业中长贷”轮动改善特征



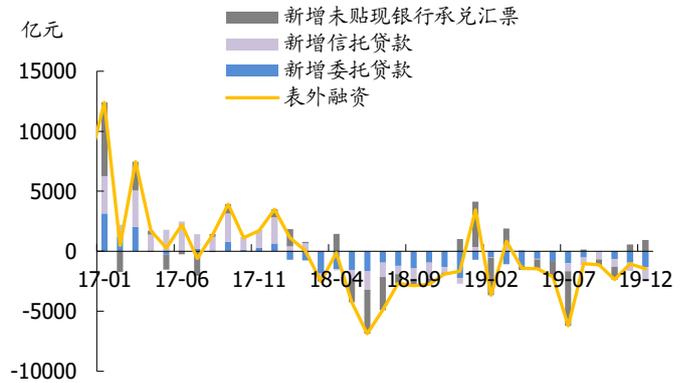
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 2019年居民中长贷持续高增



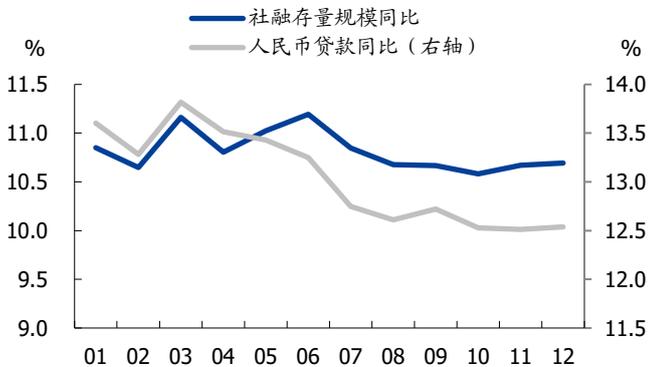
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 2019年非标净融资仍为负，非标转标是趋势



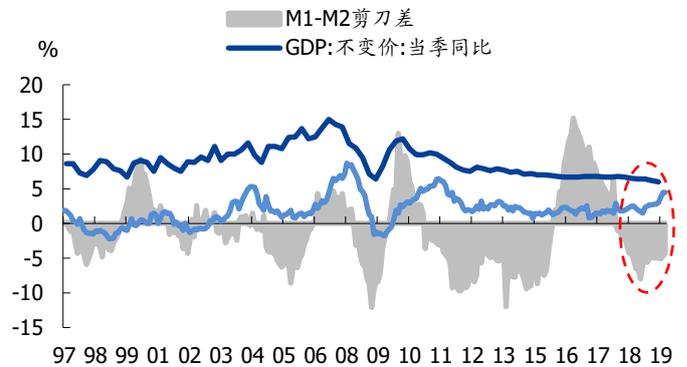
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2019年信贷和社融存量增速前高后低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: M1-M2负缺口有望缩窄



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_7728

