

2021年1月12日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



社融拐点进一步确认

——12月金融数据点评

内容提要

中国12月新增人民币贷款12600亿元，市场预期12075亿元，前值14300亿元；社会融资规模17200亿元，市场预期21780亿元，前值21343亿元；M2同比10.1%，市场预期10.7%，前值10.7%；M1同比8.6%，前值10.0%。

社融拐点进一步确认，融资信托整改以及永煤信用事件冲击拖累12月社融不及预期，信贷增长整体不弱，企业中长期贷款同比多增幅度继续回落；M1增速初现回落，但实体经济流动性走弱仍需观察，存款继续向居民部门倾斜，消费意愿偏弱下储蓄率走高。

11月中月以来，为缓解永煤事件冲击下信用债一级市场融资冻结的问题，央行进入政策收敛通道下的宽松小周期，政策定调“不急转弯”，银行间流动性持续宽松。但从政策的长期取向来看，“不急”是节奏，“转弯”仍然是方向，政策收敛依然是中长期的政策方向，2020年将转向货币中性，信用偏紧的政策组合。考虑到今年政府信用扩张放缓、政策收敛下金融条件弱化、商业银行资本金约束等影响，2021年社融增速或收敛至11%-12%区间，短期信用收缩节奏可控，尤其需要关注二季度信用可能出现的快速下行的风险。

1、信贷增长整体不弱，企业中长期贷款同比多增幅度继续回落，年底信贷总量管控下企业短贷收缩明显。2020年全年新增信贷19.64万亿，略低于此前易纲行长提及的20万亿元的新增信贷目标，受到下半年信贷政策逐步收敛、融资条件收敛的影响。

2、12月社融不及预期，主因受到融资信托整改下非标收缩加快、以及永煤信用事件冲击下信用债一级市场融资冻结的拖累。

3、M1增速初现回落，或领先于PPI见顶两到三个季度，实体经济流动性走弱仍需观察。存款继续向居民部门倾斜，消费意愿偏弱下储蓄率走高。

风险提示

货币政策收紧超预期，信用风险发酵超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

央行公布 2020 年 12 月金融数据：

- (1) 新增贷款 12600 亿元，市场预期 12075 亿元，前值 14300 亿元。
- (2) 社会融资 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%。

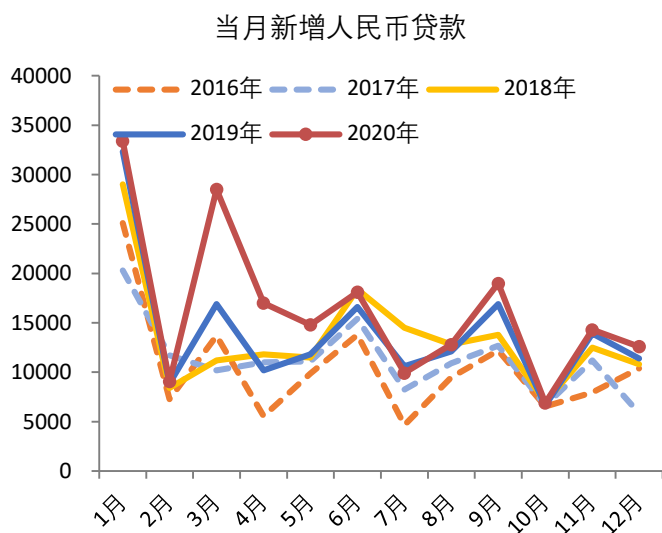
一、信贷增长整体不弱，结构有所变化

信贷增长整体不弱，企业中长期贷款同比多增幅度继续回落，年底信贷总量管控下企业短贷收缩明显。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，全年新增信贷 19.64 万亿，略低于此前易纲行长提及的 20 万亿元的新增信贷目标，或受到下半年政策收敛的影响。

企业中长贷仍然是信贷的主要部分，12 月新增企业中长期贷款 5500 亿，同比多增 1522 亿，但多增幅度继续回落，或一定程度上受到为年初储备新项目的影响，同时年底信贷总量管控下信贷仍在向中长期倾斜，对应企业短贷大幅收缩。而在 12 月货币政策宽松超预期下，本月企业票据融资明显多增，与此前受监管收紧下票据融资收缩的结构有所不同。

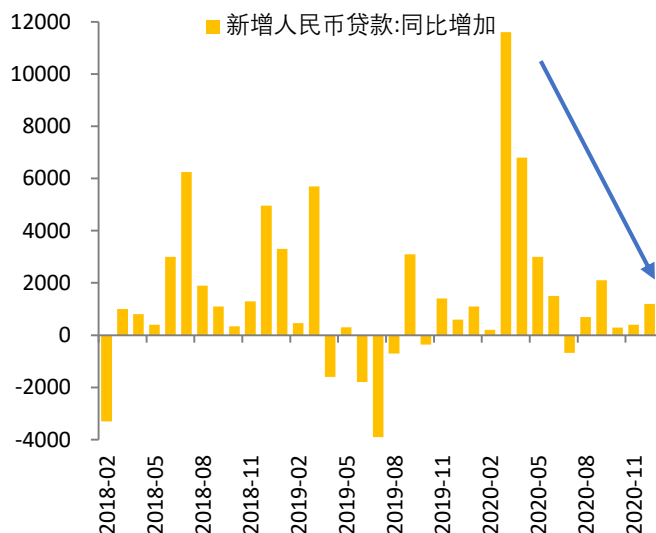
居民端来看，12 月份住户部门贷款新增 5635 亿，同比少增 824 亿，短期和中长期贷款同比均小幅少增，与房地产销售增速放缓相匹配。

图 1：信贷增长符合季节性表现（亿元）



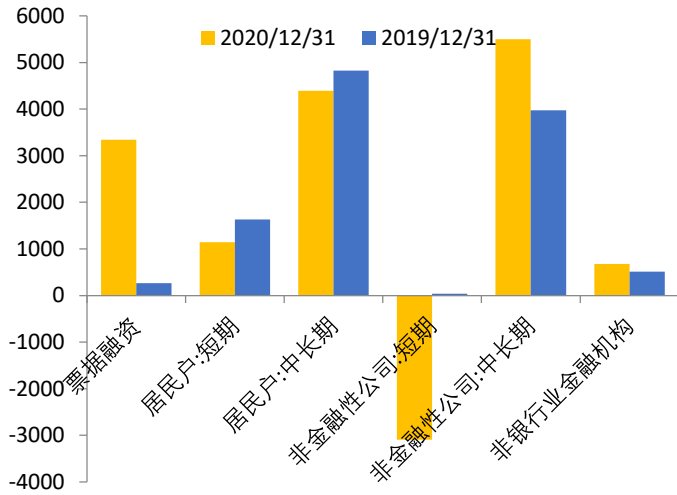
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2：信贷政策逐步收敛（亿元）



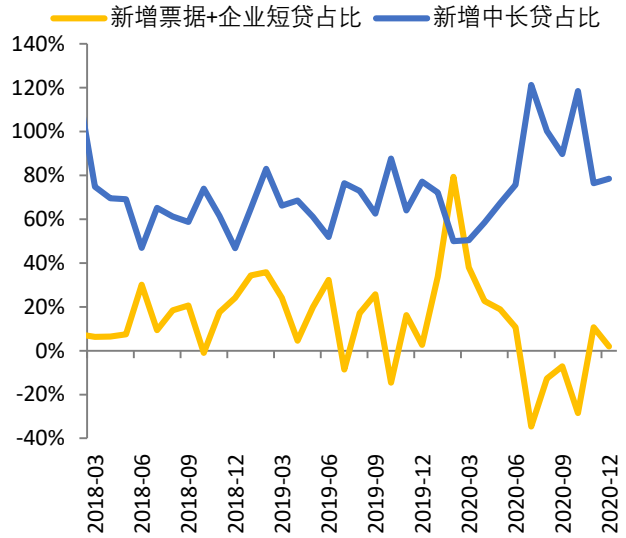
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3: 中长期信贷增长好于季节性表现 (亿元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 银行信贷向中长期倾斜 (%)



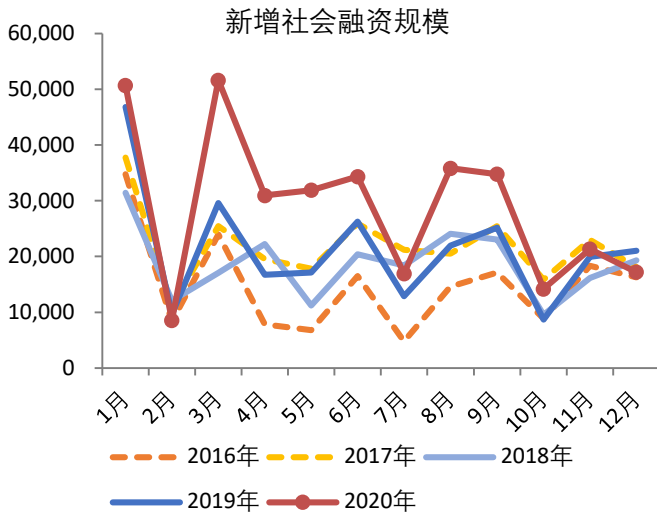
资料来源: Wind, 金信期货研究院

二、社融拐点进一步确认

12月社融不及预期,主因受到融资信托整改下非标收缩加快、以及永煤信用事件冲击下信用债一级市场融资冻结的拖累。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。一方面,永煤事件冲击下的信用债融资低迷,信用债一级市场处于半冻结状态,12月企业债券融资442亿,同比大幅少增2183亿;另一方面,非标收缩加快也拖累本月社融增速,信托贷款和表外为贴现银行承兑汇票收缩明显,主要受到融资类信托新规以及到期量较大的影响。明年资管新规过渡期最后一年,非标融资压降压力下仍将对社融形成一定拖累。

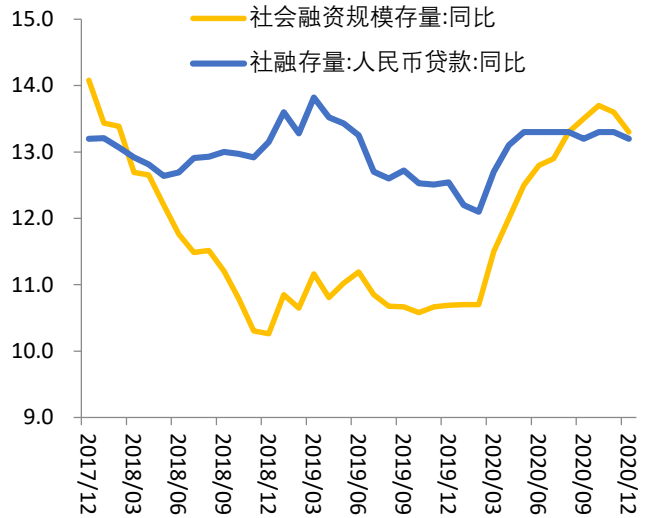
社融拐点进一步确认,2020年将转向货币中性,信用偏紧的政策组合。11月中以来,为缓解永煤事件冲击下信用债一级市场融资冻结的问题,央行进入政策收敛通道下的宽松小周期,政策定调“不急转弯”,银行间流动性持续宽松。但从政策的长期取向来看,“不急”是节奏,“转弯”仍然是方向,政策收敛依然是中长期的政策方向,2020年将转向货币中性,信用偏紧的政策组合。考虑到今年政府信用扩张放缓、政策收敛下金融条件弱化、商业银行资本金约束等影响,2021年社融增速或收敛至11%-12%区间,短期信用收缩节奏可控,尤其需要关注二季度信用收缩的节奏。

图 5：当月新增社融规模（亿元）



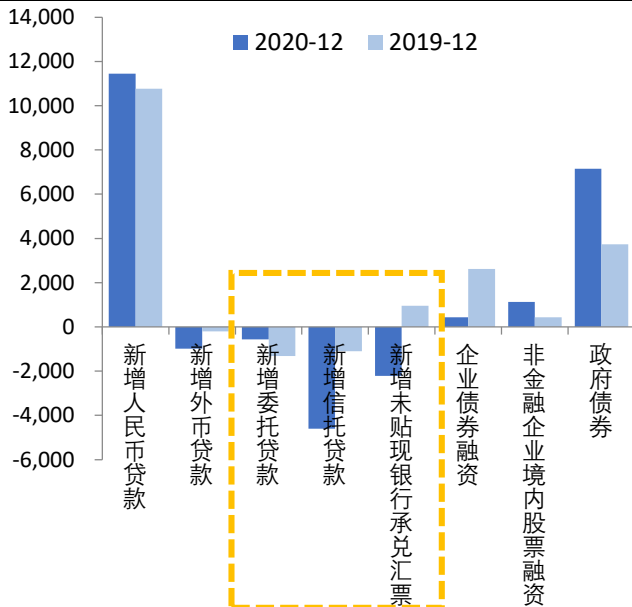
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6：社融存量&人民币贷款存量增速（%）



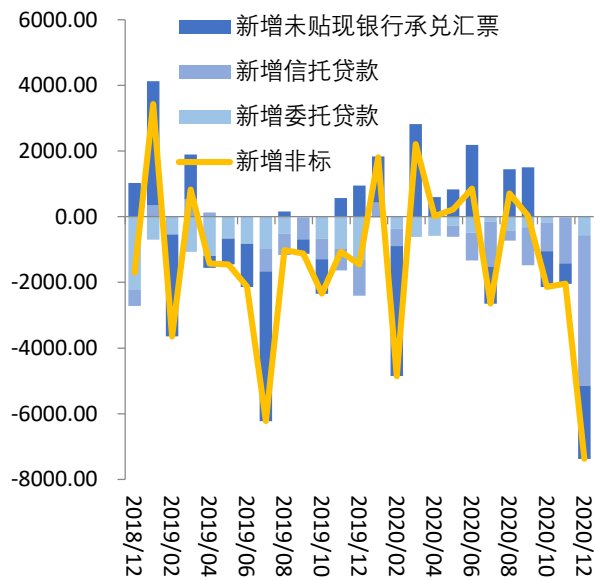
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 7：当月新增社融分项（亿元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：表外非标融资（亿元）



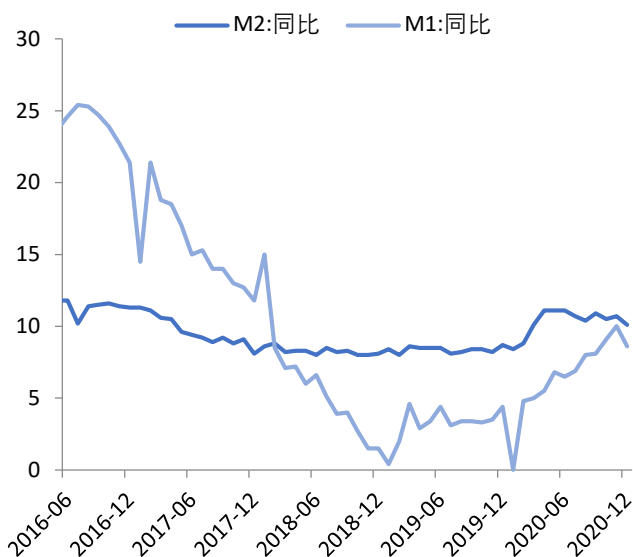
资料来源：Wind，金信期货研究院

三、M1 增速初现回落，存款向居民部门倾斜

M1 增速初现回落，实体流动性仍需观察。12 月 M2 同比 10.1%，回落 0.6 个百分点，或受财政支出进度低于预期以及政府债融资放量影响；12 月 M1 同比 8.6%，回落 1.4 个百分点，结束连续 5 个月回升的趋势，实体流动性初现回落，或受房地产审慎管理与信用事件后金融机构风险偏好变化的影响。

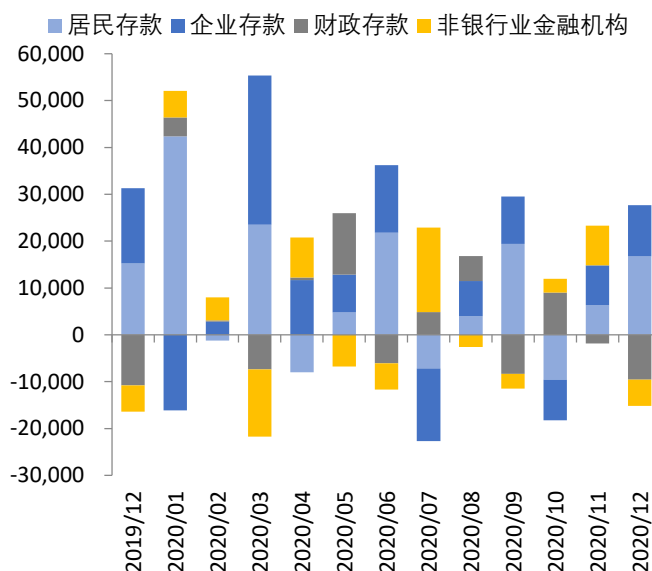
存款向居民部门倾斜，消费意愿偏弱下储蓄率走高。12 月住户存款新增 16735 亿元，同比多增 1489 亿元，受到就业形势好转、居民收入改善的提振，但同时消费意愿偏弱下储蓄率走高也使得存款继续向居民部门倾斜，相对应的，12 月非金融企业存款新增 10959 亿元，同比少增 5078 亿元。

图 9：M1、M2 货币增速 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10：当月新增存款 (亿元)



资料来源：Wind，金信期货研究院

四、风险提示

货币政策收紧超预期，信用风险发酵超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。