2021 年 01 月 12 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

牛市+严监管，社融结构多有变

摘要

- **信用扩张周期拐点已过，社融存量增速平稳下降。**2020 年社会融资存量同比增加 13.3%，2020 年全年社会融资规模增量累计为 34.86 万亿元，新增贷款 19.63 万亿元，结果与易纲行长预测的全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元相符；分月来看，12 月新增社融 17200 亿元，低于市场预期和前值，主要受到非标融资和信用债减少较多拖累。

- **社融结构变化明显，政府债券融资贡献显性化。**2020 年资本市场欣欣向荣，股权和债券融资规模更多，企业债券融资和非金融企业境内股票融资同比多增，新增股权融资规模约为 2019 年的 2.66 倍。但受信托行业新规影响，表外融资中的信托贷款减少 1.1 万亿元。分月来看，12 月社融结构变化的趋势更加显著，新增政府债券仍是直接融资最大贡献项，其次是非金融企业境内股票融资；继永煤事件后，11、12 月的企业发债规模明显减少。12 月表外融资降幅继续扩大，其中委托贷款、信托贷款等延续下降势头，受严监管影响，信托贷款融资同比多减 3509 亿元，预计未来监管趋严的大方向不变，信托贷款仍将承压。

- **企业中长期贷款同比多增，票据融资代替部分短贷需求，复苏态势较稳定。**12 月，企（事）业单位新增人民币贷款同比多增 1709 亿元，金融继续加大对实体经济的支持力度。其中，中长期贷款延续多增趋势但短期贷款收缩明显，票据融资利率下降带动票据融资表现强劲，企业短期贷款呈现出疲软态势，主要原因包括年底严格控制信贷总量和部分项目储备留到第二年初集中投放，票据融资也替代了部分短期贷款的融资需求。预计未来信贷投向将进一步精准聚焦，加大对精准扶贫、制造业、绿色产业等信贷支持力度。

- **M1 和 M2 增速回落，主要受财政支出低于预期影响。**12 月末，M2 同比增长 10.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点，目前实体企业融资需求旺盛，增速回落的因素一方面是企业存款同比少增与 12 月表外融资大幅收缩导致企业流动性较为紧张直接相关，另一方面受财政支出进度低于预期影响。预计今年 M2 增速将在 10%左右。M1 同比增长 8.6%，比上月末低 1.4 个百分点，一方面是受落实房地产长效机制，调控预期收紧影响，另一方面永煤事件影响，导致金融机构风险偏好受制。

- **居民储蓄意愿走高，资金向企业回流不畅。**存款继续向居民部门倾斜，一方面就业修复，居民收入持续改善，另一方面近期国内出现散点疫情，居民避险情绪上升，资金从居民部门向企业回流不畅，消费依然偏弱。

- **风险提示：**国内需求不及预期，金融监管趋严，疫情反复。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 核心 CPI 创新低，PPI 回升加速能持续多久？ (2021-01-11)
2. 起飞的下沉消费，与疯狂的比特币 (2021-01-08)
3. 期待：中欧投资的潜力，疫苗上市后的暖阳 (2021-01-02)
4. 从 12 月 PMI 看企业面临的两大风险 (2020-12-31)
5. 同一个世界，不同的“宽松” ——中美欧货币政策对比及展望 (2020-12-29)
6. 脱欧破局，迎接英国的却不是坦途 (2020-12-25)
7. 如何在绿水青山中寻找金山银山？——低碳经济的发展路径与投资机会 (2020-12-22)
8. 复苏仍需防风险，前方没有急转弯——中央经济工作会议解读 (2020-12-20)
9. 国内央妈送上“麻辣粉”，海外数字监管再加码 (2020-12-18)
10. 工业生产加速，这个冬季不太冷 (2020-12-16)

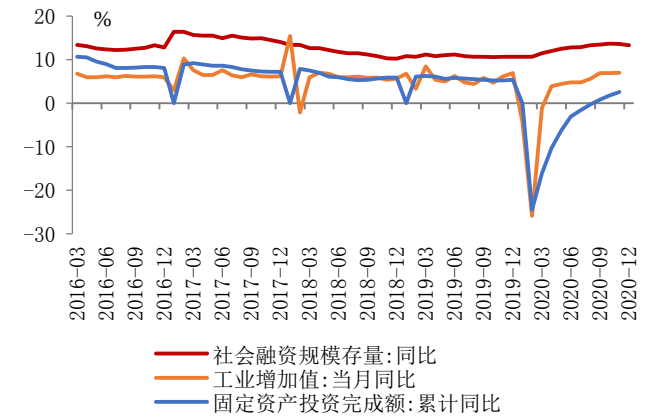
社融增速拐点已过，预计明年上半年社融增速将下行，同时货币政策暂无明显收紧可能，实体经济持续修复，预计下行幅度将较为缓和。

1 信用扩张周期拐点已过，社融存量增速平稳下降

社融存量增速已连续两月下降，表明信用扩张周期拐点已过。2020 年，社会融资存量规模 284.83 万亿元，同比增加 13.3%，较前值继续下滑 0.3 个百分点；2020 年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 20.03 万亿元，同比多增 3.15 万亿元。从社融增量来看，2020 年全年社会融资规模增量累计为 34.86 万亿元，比上年多 9.19 万亿元，全年新增贷款 19.63 万亿元。中国人民银行行长易纲 6 月 18 日在第 12 届陆家嘴论坛上表示，“展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元”，全年数据与此一致。

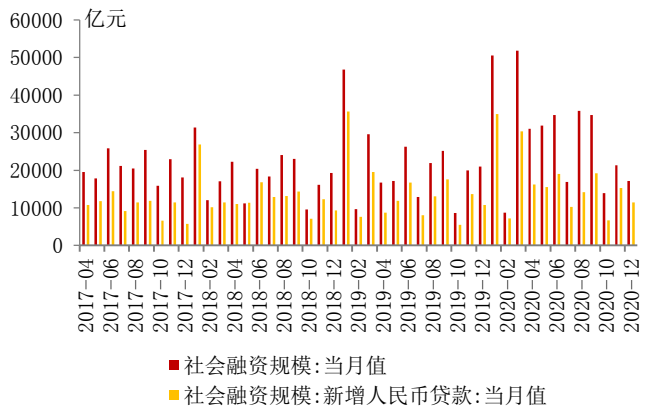
分月来看，12 月新增社融 17200 亿元，同比少增 4821 亿元，低于市场预期的 21780 亿元和前值 21343 亿元，其中，新增信贷 10469 亿元，同比少增 96 亿元。时值年末，银行可能会面临信贷额度不够、为明年开门红储备项目、年度监管考核等综合压力，再加上受永煤事件影响非标融资和信用债减少较多拖累，2020 年 12 月同比少增。

图 1：社融存量同比拐点已过



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增社会融资单月继续减少



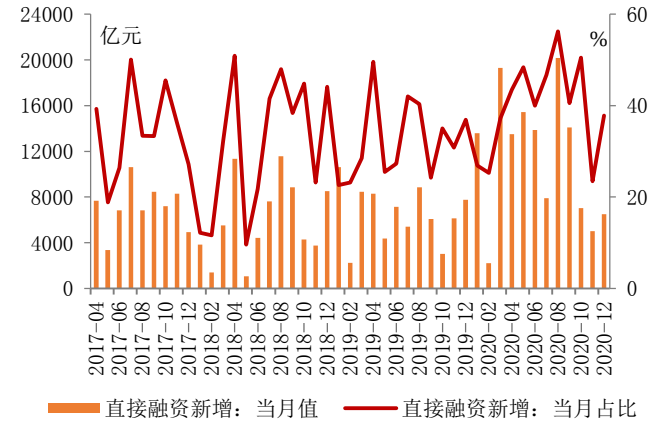
数据来源：wind、西南证券整理

2 社融结构变化明显，政府债券融资贡献显性化

从社融结构来看，表外融资中信托贷款减少较多，与严监管有关。2020 年新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 57.45%，同比低 8.56 个百分点；直接融资在社会融资规模增量中的比重 39.75%，政府债券融资贡献明显为 8.34 万亿元，比 2019 年多增和 3.62 万亿元；2020 年资本市场欣欣向荣，股权和债券融资规模更多，企业债券融资和非金融企业境内股票融资分别为 4.45 万亿和 8923 亿元，同比多增 1.21 万亿和 5444 亿元，值得注意的是 2020 年新增股权融资规模约为 2019 年的 2.66 倍。对比明显的是，表外融资中的信托贷款减少 1.1 万亿元，同比多减 7533 亿元，2020 年 5 月，银保监会将信托纳入全口径监管范围，特别是对投资非标债权资产进行了比例限制。此外，受银保监对各家信托机构窗口指导要求压降融资类业务规模等新规的影响，信托行业变革。

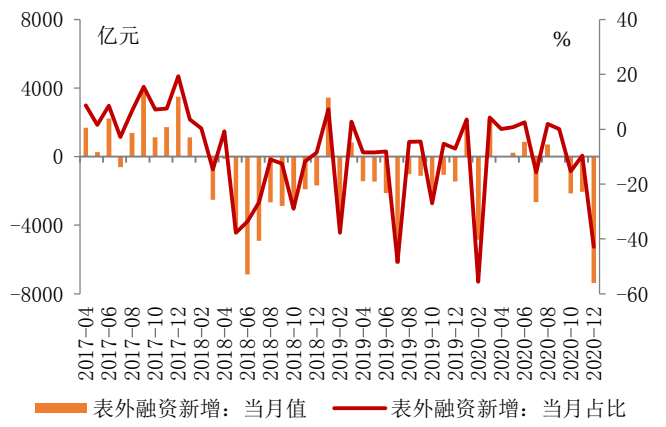
分月来看，社融结构变化的趋势更加显著。12 月新增直接融资 6507 亿元，其中政府债券发行偏多，仍是最大贡献项，同比多增 3418 亿元；非金融企业境内股票融资 1125 亿元，同比多增 692.8 亿元；继永煤事件后，11 月和 12 月的企业发债规模明显减少，12 月企业债券融资 442 亿元，同比减少 2183 亿元。12 月表外融资降幅继续扩大，减少 7376 亿元，其中委托贷款、信托贷款等延续下降势头，受严监管影响，信托贷款融资减少 4601 亿元，同比多减 3509 亿元，为历史单月最大降幅，预计未来监管趋严的大方向不变，信托贷款仍会存在压力 。

图 3：12 月直接融资走高



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：表外融资继续下降趋势



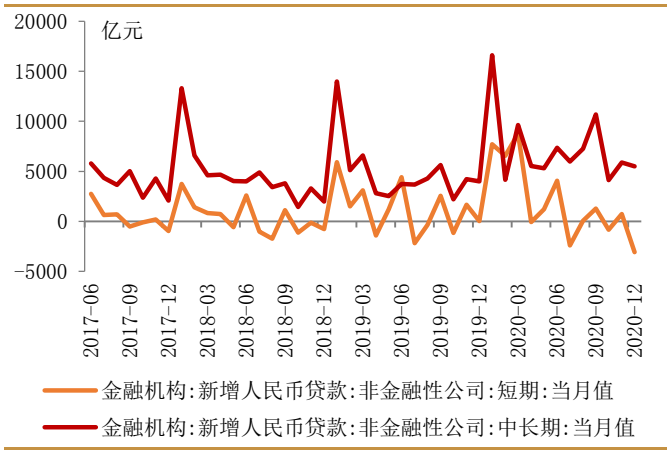
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业中长期贷款同比多增，票据融资替代部分短贷需求

12 月，企（事）业单位新增人民币贷款增加 5953 亿元，同比多增 1709 亿元，金融继续加大对实体经济的支持力度。其中，中长期贷款继续放量但短期贷款收缩明显，企事业单位中长期贷款增加 5500 亿元，同比多增 1522 亿元，延续多增趋势，体现出随着疫情影响减弱和盈利改善，企业对未来经济前景保持乐观，进而增大资本开支。票据融资利率下降带动票据融资表现强劲，同比多增 3079 亿元，但企业短期贷款减少 3097 亿元，呈现出疲软态势，主要原因包括年底严格控制信贷总量和部分项目储备留到第二年初集中投放，票据融资也替代了部分短期贷款的融资需求。

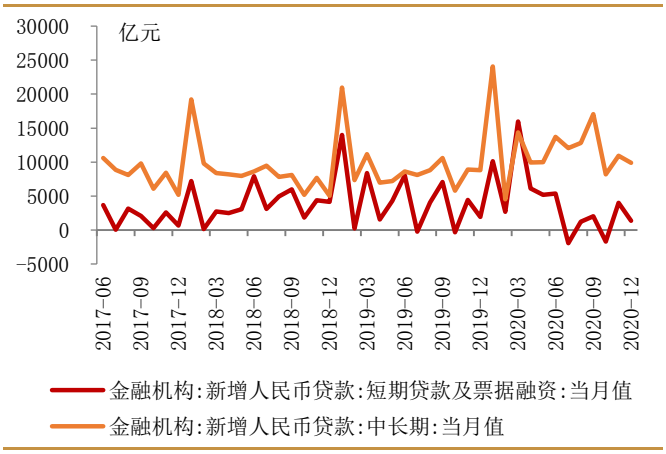
在引导金融机构增加制造业中长期贷款的政策基调下，预计 2021 年信贷投向将进一步精准聚焦，加大对精准扶贫、制造业、绿色产业等信贷支持力度。中央经济工作会议后，央行多次强调避免出现政策断崖背景下，上半年贷款增速将保持平稳，不会大幅回落。12 月，企（事）业单位新增存款规模少于居民部门，企（事）业单位新增人民币存款 10959 亿元，同比少增 5078 亿元，一方面因为企业投资有序进行，另一方面与表外融资大幅收缩有关。

图 5：12 月企业贷款



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：12 月企业短期贷款收缩明显



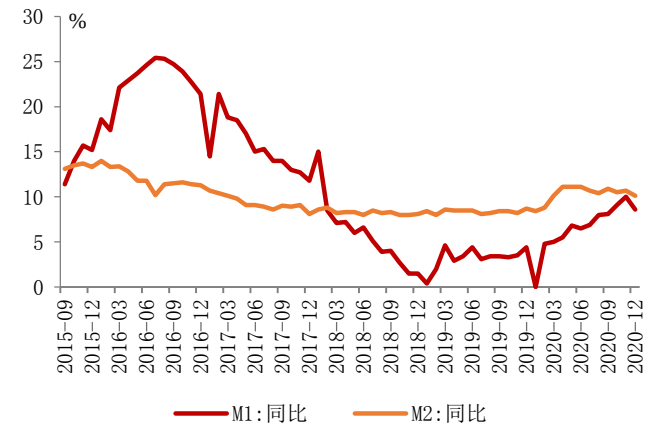
数据来源：wind、西南证券整理

4 M1 和 M2 增速回落，财政支出低于预期

12 月末，广义货币（M2）余额 218.68 万亿元，同比增长 10.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点，目前实体企业融资需求旺盛，国内经济保持复苏态势，增速回落的因素一方面由于 12 月表外融资大幅收缩导致企业流动性较为紧张，企业存款同比少增 5078 亿元，另一方面受财政支出进度低于预期影响，12 月财政存款投放较 2019 年同期少投放 1246 亿元。狭义货币（M1）余额 62.56 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末低 1.4 个百分点，结束连续 5 个月回升态势，主要原因包括：部分城市房地产销售降温、房企和城投公司融资收缩以及企业活期存款明显少增，具体来看，一方面受落实房地产长效机制，实施房地产金融审慎管理制度的影响，另一方面永煤事件爆发，导致金融机构风险偏好受制。

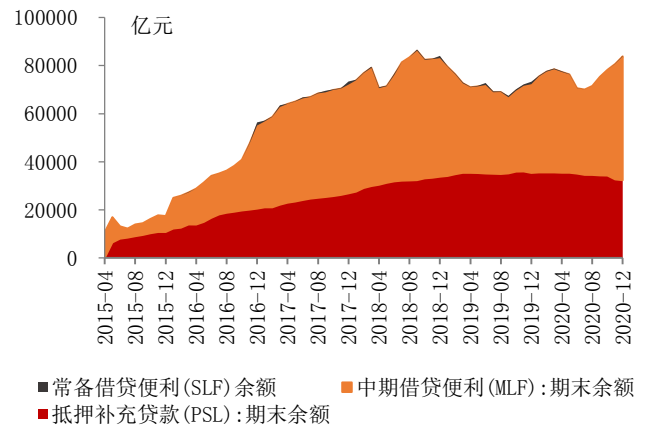
2021 年 1 月 4 日，中国人民银行工作会议以视频形式召开，会议要求，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，完善货币供应调控机制，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。由于 2021 年反映潜在产出的名义 GDP 增速在 8%左右，预计今年 M2 增速在 9 %左右。

图 7：12 月 M2 和 M1 增速差值扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：货币政策流动性较为充裕

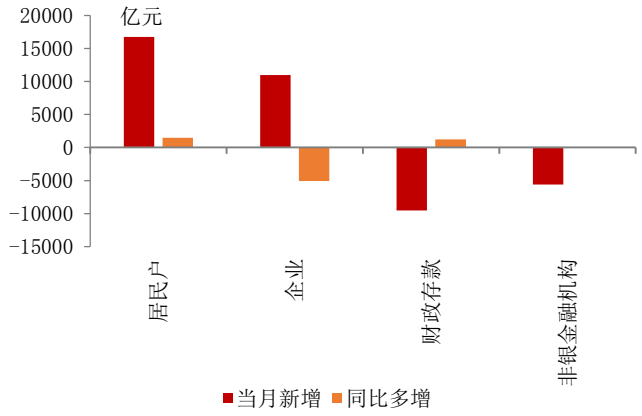


数据来源：wind、西南证券整理

5 居民储蓄意愿走高，资金向企业回流不畅

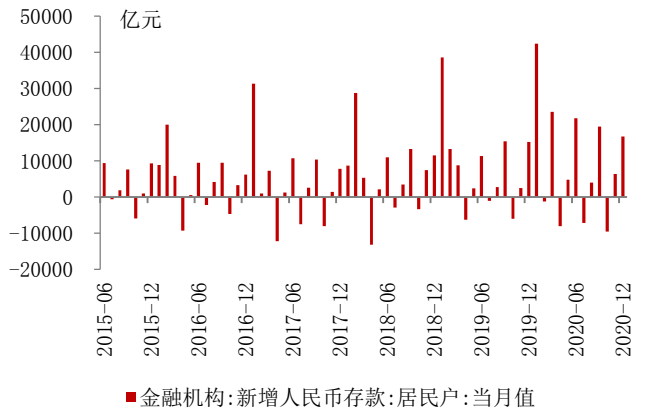
2020 年住户部门存款新增 11.3 万亿元，同比多增 1.6 万亿元，其中 12 月，住户存款增加 16735 亿元，同比多增 1489 亿元，近期国内出现散点疫情，居民避险情绪上升，储蓄持续走高。存款继续向居民部门倾斜，一面是就业修复，居民收入持续改善，另一面是居民储蓄率偏高，消费意愿仍待激发。12 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.4%，为 2013 年有数据以来的历史新低，散点疫情对消费的冲击持续，居民消费恢复较慢，资金从居民部门向企业回流不畅。

图 9：居民储蓄多增规模明显高于其他部门



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：居民存款增多



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn