非标萎缩会成为降准的催化剂吗？—12月金融数据点评

2021年1月12日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

相关研究

事件

- 央行公布12月金融数据，新增信贷1.26万亿，前值1.43万亿；社融增量1.72万亿，前值2.13万亿；社融存量同比13.3%，前值13.6%。M2同比10.1%，前值10.7%；M1同比8.6%，前值10.0%。

观点

- **11月信贷季节性回升，结构依然良好。**12月新增贷款在结构上有了一些新的变化：虽然企业中长期贷款同比继续多增了1522亿，但居民中长期贷款同比少增了432亿，这是半年来首次出现（图1）。因此，12月新增贷款的同比多增，在基本完全由企业中长期贷款贡献。从全年来看，2020年新增贷款19.6万亿，比2019年多增2.8万亿，其中企业中长期贷款和居民中长期贷款分别贡献了18%和53%（图2）。展望2021年，在经济复苏稳定宏观杠杆率的背景下，我们预计全年的新增贷款将于2020年基本持平，但鉴于房地产集中度管理的实施，贷款结构上企业中长期贷款的贡献将继续提升，从而增强信贷对发展制造业和绿色经济的支持力度。

- **为何信托贷款大幅萎缩？**12月新增社融数据大幅不及市场预期，最主要的拖累因素是非标融资的大幅压降，其中信托贷款12月萎缩4601亿元，同比多降3509亿元，这在近5年较为罕见（图4）。按照2020年年初银保监会的计划全年压降1万亿融资类信托业务，但根据《2020年3季度末信托公司主要业务数据》第三季度融资类信托规模约为5.95万亿，较2019年末的5.83万亿不降反升。2020年11月底，据证券时报报道，多家信托公司收到监管部门窗口指导，要求落实压降任务。根据用益信托网和中国信托业协会的数据，12月集合信托发行规模环比下降叠加集中到期压力，净融资规模出现较为显著的萎缩（图5），部分反映了信托贷款面临的监管压力。回顾12月，这或是央行显著增加流动性投放以及国常会决定延长两项直达实体经济货币政策工具的重要原因。

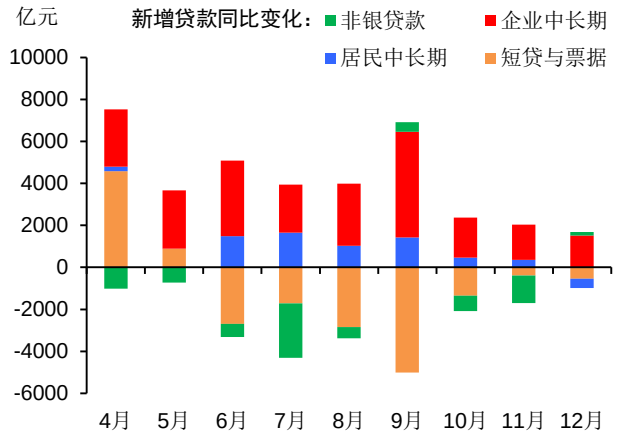
- **非标大幅压降导致“M2-M1”剪刀差走阔。**12月M1和M2同比增长8.6%和10.1%，较11月增速分别下降1.4%和0.6%，M2与M1增速剪刀差走阔，以委托贷款为代表的非标融资压降是重要原因（图6），考虑到融资类信托规模去化任务依旧艰巨，叠加房地产贷款和地方政府债务的监管趋严以及资管新规的到期压力，2021年M2与M1剪刀差或将进一步走阔，而表外融资将继续成为社融的重要拖累因素。

- **全面降准概率依旧不大，央行或采取普惠定向降准或其他临时性工具缓解市场压力。**除了非标融资和企业债遇冷外，信贷增长的结构和趋势依旧稳定，1月有可能迎来“开门红”。央行进行全面降准的概率不大，但是为了缓解短期市场压力和春节带来的流动性紧缺，央行可能会使用例行的普惠定向降准工具或其他临时性的流动性工具，例如2017年1月使用的TLF（临时流动性便利），2018年1月创设的CRA（“临时准备金动用安排”）以及增量续作MLF。

- **风险提示：**监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

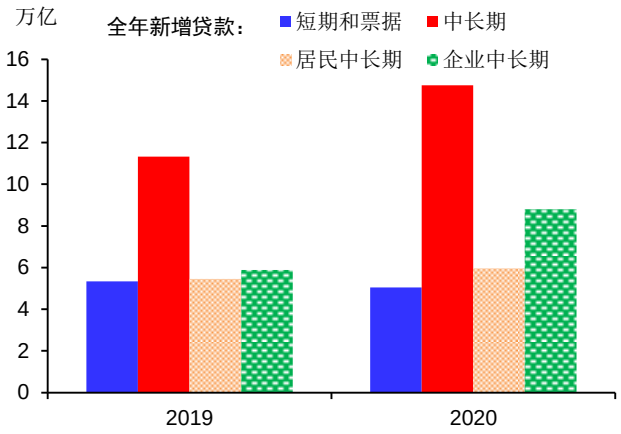
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：5 月以来企业中长期贷款首次出现同比少增



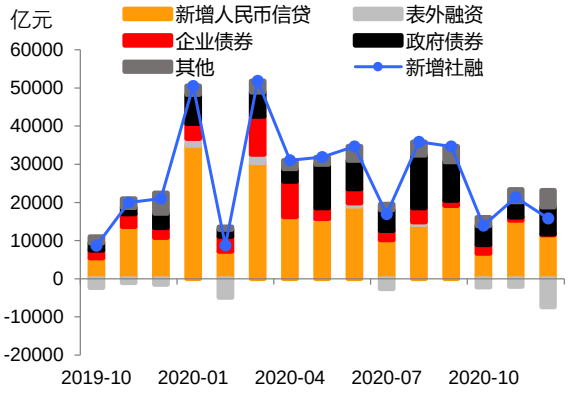
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2020 年居民中长期和企业中长期贷款明显多增



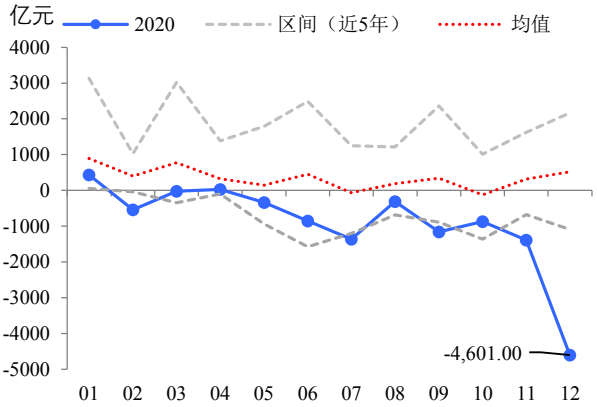
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：表外融资萎缩是社融的主要拖累因素



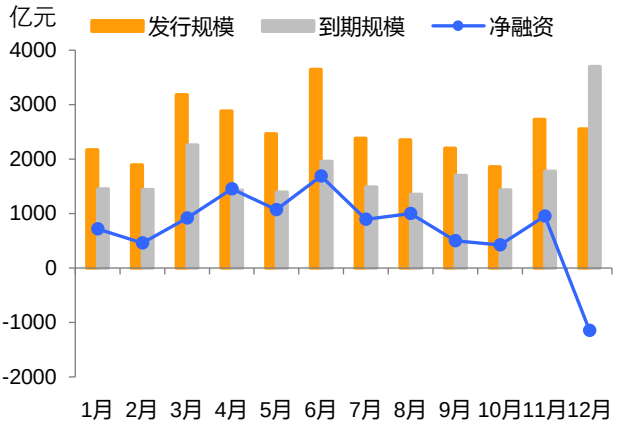
数据来源：Wind，东吴研究所

图 4：信托贷款 12 月大幅压降



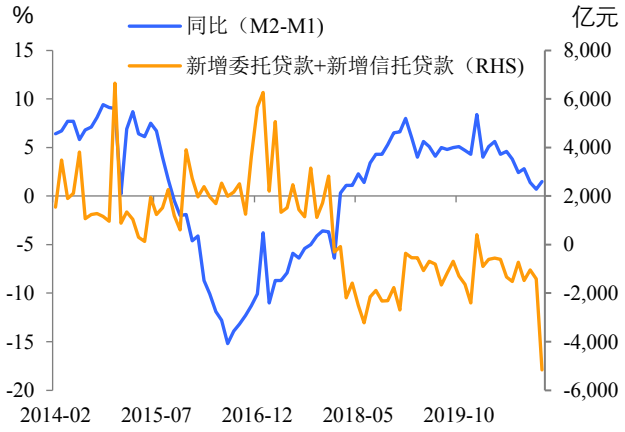
数据来源：Wind，东吴研究所

图 5：集合信托净融资规模 12 月出现大幅下降



数据来源：用益信托网，中国信托业协会，东吴证券研究所

图 6：非标压降是 M2-M1 剪刀差走廊的重要原因



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

