

2月金融数据对全年市场有哪些指示？

证券研究报告
2019年03月11日

作者

2月社融信贷增速如期回落，但1-2月增速仍较去年年底企稳回升，为后续经济企稳打下了基础。结构上，信贷质量环比有所改善，但同比过去两年还有一定差距。

2月增速的脉冲式回落本身并不超出预期，但市场的躁动行情推升了对于金融数据的非理性预期，显得过于乐观。进入3月中下旬，基本面数据的真空期逐渐结束，指数层面的快速单边上涨可能也将进入宽幅震荡，后续指数将和基本面数据相互交叉验证。

预计社融增速全年大部分时间在10-11%之间窄幅震荡运行，后续对市场走势的扰动也将逐渐减弱，可以更多关注结构。下一阶段，影响市场估值的核心金融数据转向M1，预计M1同比增速底部已现，全年将震荡回升至7%-9%，对应全年来看股市表现大致为高波动和中枢回升。

我们维持年度报告中的判断：实体经济有望在下半年阶段性企稳，股债走势N字型。

风险提示：全球经济超预期下滑拖累国内；美股波动性加大开启避险模式。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



一、社融增速如期回落，信贷结构环比改善

2月社融信贷增速如期回落，其中社融口径信贷增速由1月的13.6%回落至13.28%，社融增速由1月的10.42%回落至10.09%。我们在1月金融数据报告《天量社融的钱去哪了？》中指出：“对于增速反弹的可持续性，考虑到前述讨论的1月信贷特殊性，预计此次增速反弹属于脉冲式变化，2月增速可能再次回落，因此后续将1月、2月合并来看应该更有意义。”

总量上：1-2月社融增速从去年年底的9.8%企稳回升至10.1%，社融口径信贷增速从13.15%回升至13.28%，总量数据相比去年底企稳回升，为后续经济企稳打下了基础。

分项看：第一，票据融资明显收紧。2月表内票据融资增长1695亿，但表外未贴现票据减少3103亿，票据合计减少1408亿，表明监管收紧下银行大幅减少了票据开具，票据融资净增主要来自对2月之前开具的票据进行贴现。但短期贷款占比仍高，2月社融口径信贷中（不考虑非银贷款）企业短期贷款（短期贷款+票据融资）比例为38%，较1月的39%微幅回落。

第二，表外融资仍在缓慢收缩。2月“委托贷款+信托贷款”净减少545亿，较1月净减少354亿收缩幅度略有扩大。从监管环境和宽信用的客观需求来看，今年表外融资收缩速度放缓是大概率事件，但规模重回扩张尚需时日。

第三，中长期贷款占比微幅回升。社融口径信贷中，企业中长期贷款比例从1月的54%上升至61%，“企业+居民”中长期贷款比例从1月的59%上升至96%。将1-2月合并来看，企业中长期贷款占比56%，明显低于2018/2017年1-2月的78%/95%，但高于2018年12月的42%；“企业+居民”中长期贷款占比65%，同样低于2018/2017年1-2月的77%/95%，高于2018年12月的54%。

整体而言，信贷质量环比有所改善，但同比过去两年还有一定差距。

表1：住户/企业各类期限贷款占比

单位：亿元	2017.1-2	2018.1-2	2019.1-2	2018.12
新增人民币贷款（不含非银贷款）	33,446	37,261	43,356	9,321
新增住户+企业中长期贷款	31,919	28,804	28,322	5,036
全部中长期贷款比例	95%	77%	65%	54%
新增企业贷款	22,830	24,998	34,141	4,670
新增企业中长期贷款	21,781	19,515	19,127	1,970
企业中长期贷款比例	95%	78%	56%	42%
新增企业短期贷款+票据融资	112	4,813	13,271	2,624
企业短期贷款比例	0.5%	19%	39%	56%

资料来源：WIND，天风证券研究所

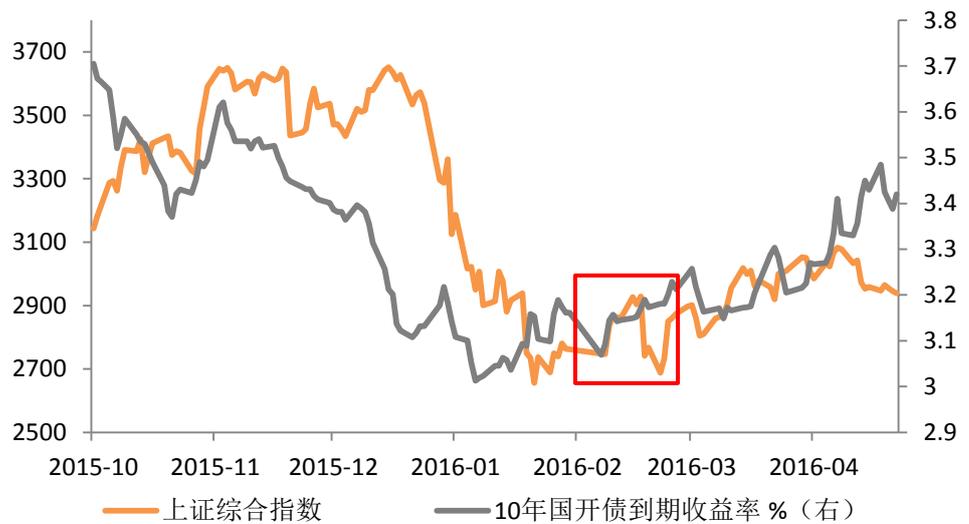
二、社融低于市场预期，后续基本面交叉验证

整体来看，考虑到1月社融信贷增量过高和对票据的监管收紧，2月增速的脉冲式回落本身并不超出预期，也不代表近期货币政策取向发生变化，只是市场的躁动行情推升了对于金融数据的非理性预期，显得过于乐观。我们在报告《1月社融增速或有反弹，信贷或创历史新高》中梳理过最近3年1月金融数据公布后资本市场的表现：“2016年1月经济下行期社融增速出现阶段性回升，数据公布后10年国开债收益率在下行趋势中出现了阶段性回升，但在2季度之后又重回牛市；上证综指情绪有所好转，顺势阶段性上涨，但2月底又接近跌回到熔断底2638点”；1月金融数据公布后，在报告《天量社融的钱去哪了？》中指出：“目前的情况可能与2016年1月类似”。

进入3月中下旬，基本面数据的真空期逐渐结束，在社融数据低于市场预期后，指数层面的快速单边上涨可能也将进入宽幅震荡，后续指数将和基本面数据（经济、流动性、政策）

相互交叉验证。

图 1: 2016 年 1-2 月社融数据公布前后股债走势



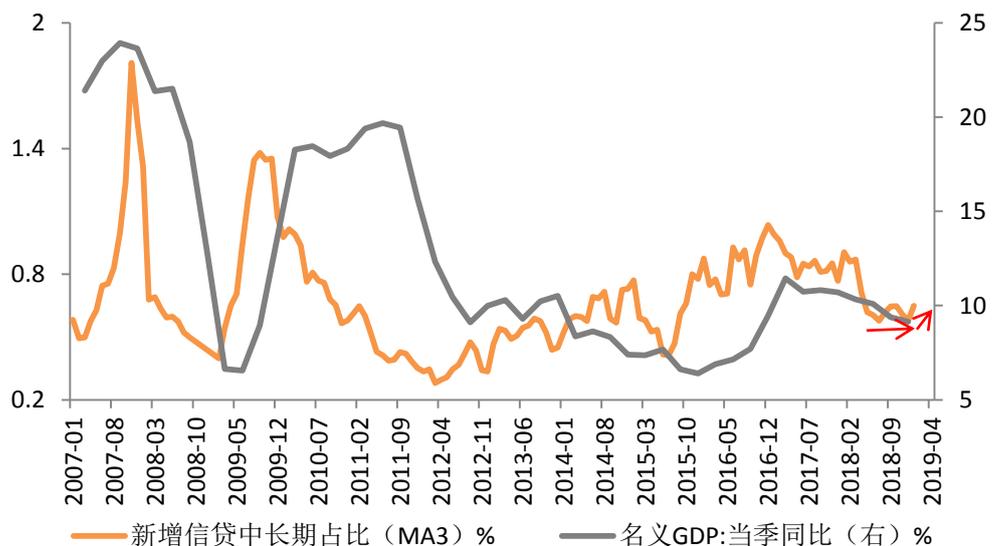
资料来源: WIND, 天风证券研究所

三、预计全年社融增速窄幅震荡，不再是市场的核心扰动

全年来看，在房地产因城施策不施强刺激、地方隐性债务遏制不放松、影子银行规范化的大背景下，社融增速出现如 2015-2016 年接近 3% 幅度反弹的概率较低。但是在现行政策下，社融重新回落的空间同样不大，**预计社融增速全年大部分时间在 10-11% 之间窄幅震荡运行，后续对市场走势的扰动也将逐渐减弱。**

如果总量数据钝化且反复震荡，单靠社融增速前瞻经济难度加大，可以更多关注社融和信贷的结构。如果后续信贷结构继续改善、表外融资收缩继续放缓，即便总量增速没有明显的趋势性反弹，也不影响我们对实体经济在 3 季度阶段性企稳的判断。

图 2: 中长期贷款比例对经济增速有前瞻意义



资料来源: WIND, 天风证券研究所

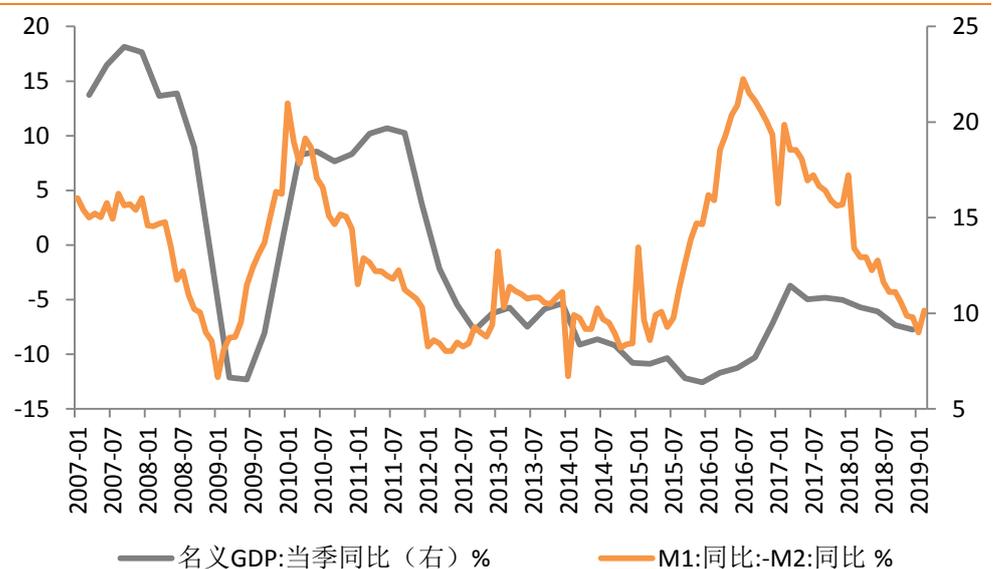
四、下一阶段的核心金融数据是 M1

随着社融总量和信贷结构的企稳预期逐步确认，下一阶段，影响市场估值的核心金融数据转向前瞻指标 M1 同比增速的变化情况。

M1 由“流通中现金 (M0) + 单位活期存款”组成，其中单位活期存款占比超过 80%，对 M1 有决定性影响。今年 1 月 M1 同比增速 0.4% 有一定春节因素 (环比增速 -1.1%)，结合 M1 环比的变化规律和翘尾效应，2 月出现反弹也在预期之内，M1-M2 剪刀差有所收窄。

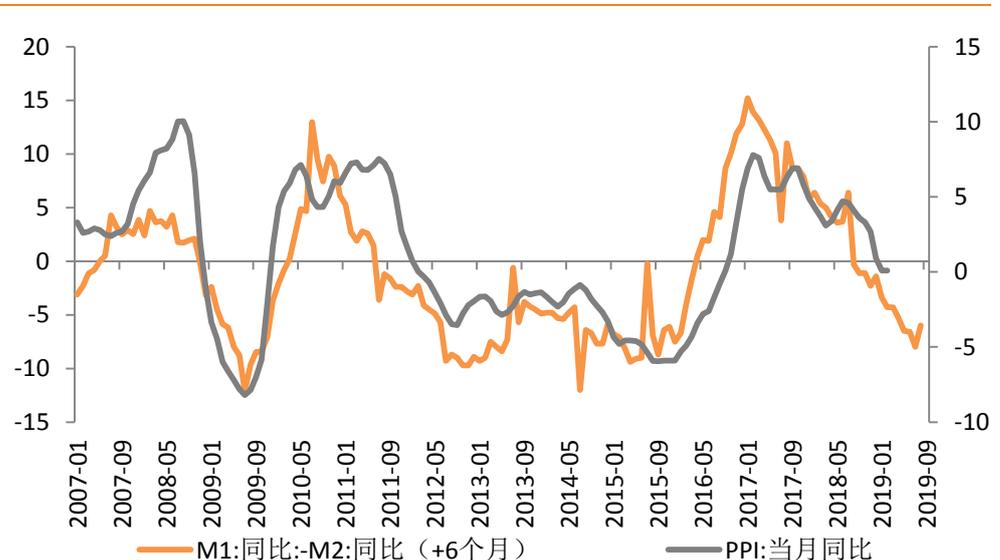
之所以要关注 M1，主要有两个原因：一是总量数据钝化的背景下，M1 增速弹性高易于观察，而代表广义货币的 M2 也已经随总量数据一同钝化，2 月 M2 增速回落至 8.0%，与社融信贷增速回落一致，也是过去一年中第 4 次触及 8.0% 的历史最低增速；二是 M1 增速 (或 M1-M2 剪刀差) 代表存款的活期化程度，反映了企业持有活期存款的意愿，根本上可以衡量微观实体交易的活跃度。因此，M1-M2 剪刀差对工业品价格 (PPI) 和实体经济 (名义 GDP 增速) 都有很好的前瞻效果。

图 3: M1-M2 同比增速之差领先名义 GDP 增速 2-3 个季度



资料来源: WIND, 天风证券研究所

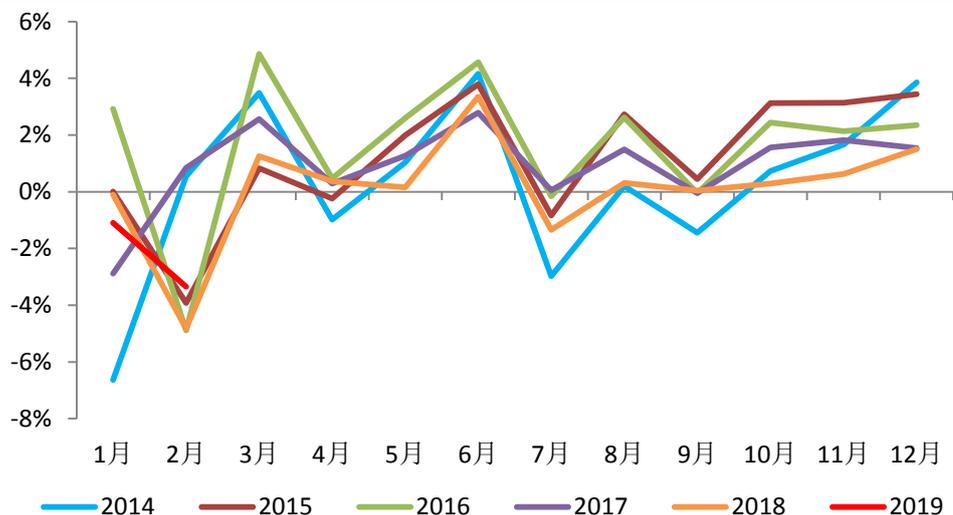
图 4: M1-M2 同比增速之差领先 PPI 2 个季度左右 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

M1 的环比增速有很强的季节性。参考最近 5 年的情况，1、2 月春节效应较强，由于春节前企业持有活期存款的意愿降低且需要集中发放工资奖金，因此当春节在 1 月时（2014/2017），1 月 M1 环比大概率负增长，2 月恢复正增长；当春节在 2 月时，2 月 M1 环比大概率负增长（2015/2016/2018），整体上 1-2 月累计环比都会负增长。春节之外，可以看到 M1 环比增速有明显的变化规律，其中 3 月、6 月、8 月、10 月较前一月会出现明显反弹。如果后续仅以 M1 环比的历史规律外推（例如取 2014-2018 年 3-12 月 M1 环比增速的平均值），那么 M1 同比增速已经开始底部反弹，至年底可能反弹到 10% 左右。

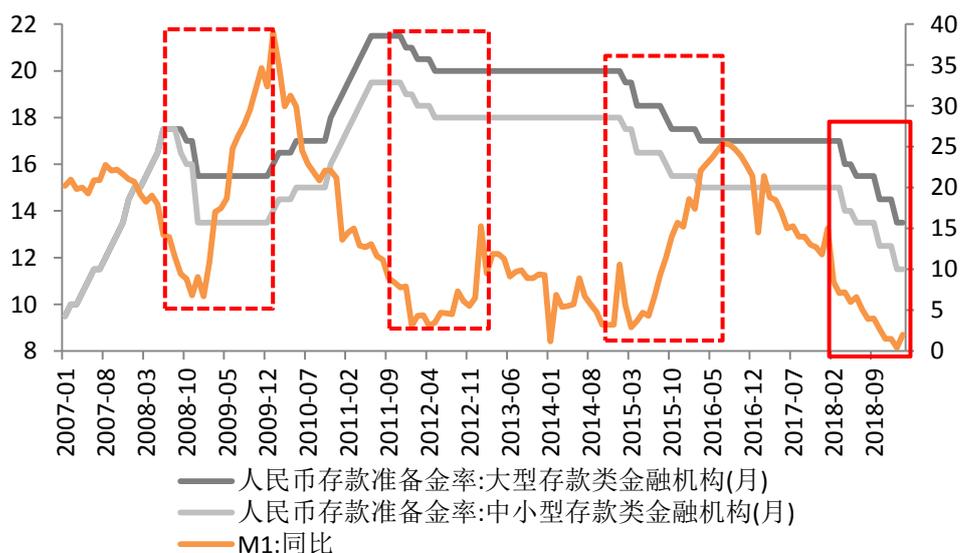
图 5: M1 环比增速规律性较强



资料来源: WIND, 天风证券研究所

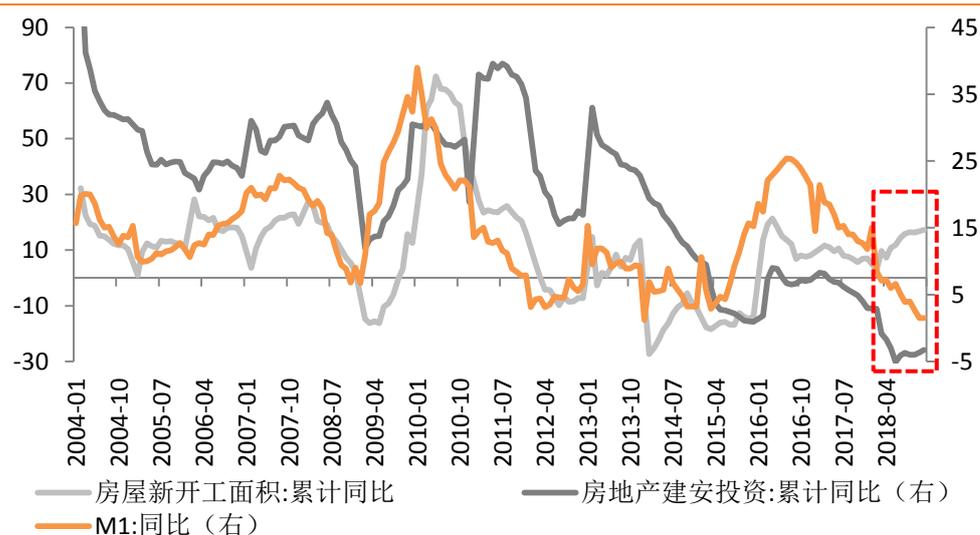
如果结合基本面考虑，参考过去几轮经济短周期，M1 增速的反弹一般来自两方面变化，一是货币政策调整（降准降息），二是经济政策调整（基建托底，刺激房地产），因此历史上 M1 增速和房地产新开工面积增速/房地产建安投资增速有较强的相关性。但是 2018 年以来，这一规律明显弱化，反映出货币政策向实体经济传导不畅以及房地产数据的异常（详见报告《如何理解最近一年房地产数据“异常”》）。

图 6: M1 增速对本轮降准反应不敏感 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

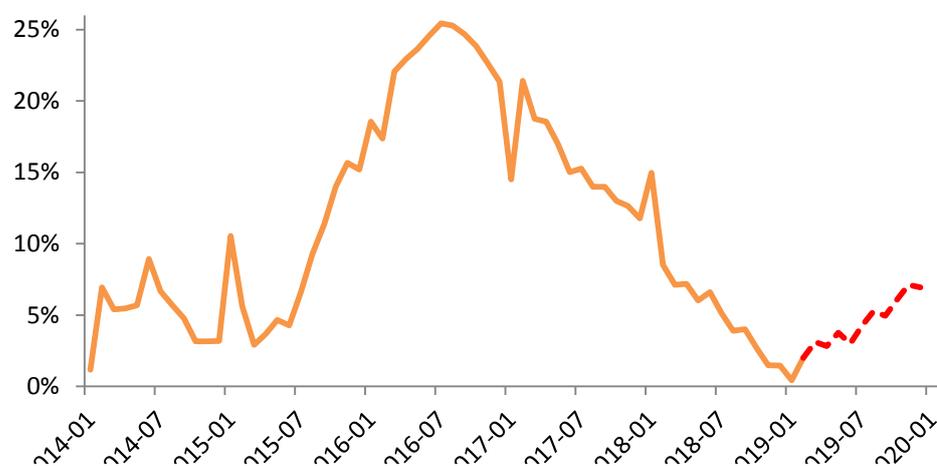
图 7: M1 增速与房地产新开工数据的相关性减弱 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

展望后续,参考近期社融信贷数据总量和结构的小幅改善,结合货币政策疏导机制的不断强化,预计 M1 环比表现将好于 2014 和 2018 年,但弱于 2015 和 2016 年,整体略弱于 2017 年; M1 同比增速底部已现,全年将震荡回升至 7%-9%,反弹幅度将明显低于 2015-2016 年的 3%→25%。映射到实体经济,预计后续将看到基建投资增速的反弹以及房地产建安投资增速的小幅回升,房地产新开工增速数据在去年异常的情况下,今年的参考价值有所降低。

图 8: 中性情形下年内 M1 增速预测



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_13741

