

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/3/10

首席研究员：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：石玲玲

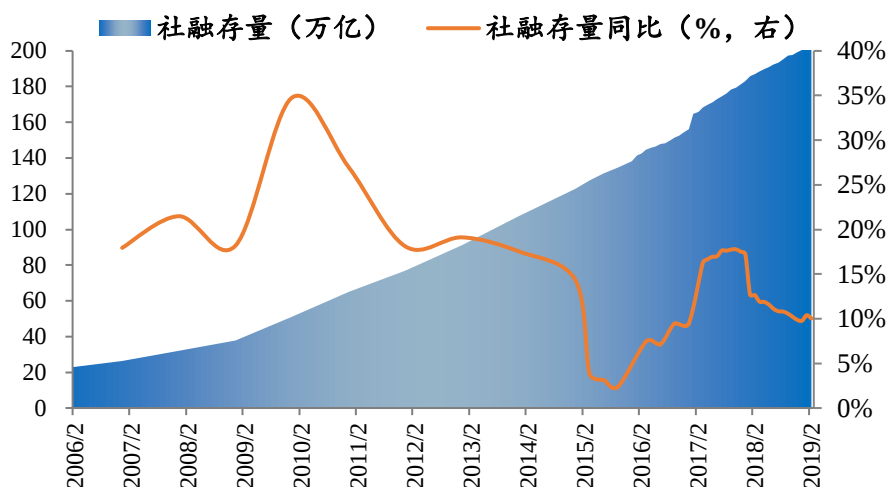
✉ shilingling@evergrande.com

事件：2 月末社会融资规模存量为 205.68 万亿元，同比增长 10.1%。2 月当月，社会融资规模增量为 7030 亿元，比上年同期少 4847 亿元。前两个月社会融资规模增量累计为 5.31 万亿元，比上年同期多 1.05 万亿元。2 月末，广义货币（M2）余额 186.74 万亿元，同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 0.8 个百分点；狭义货币（M1）余额 52.72 万亿元，同比增长 2%，增速比上月末高 1.6 个百分点，比上年同期低 6.5 个百分点；流通中货币（M0）余额 7.95 万亿元，同比下降 2.4%。

1、核心观点：1) 综合 1-2 月社融信贷数据来看，仍呈反弹态势，票据回落和季节因素拖累 2 月回落，3 月仍将继续反弹。央行的货币政策取向是继续放松，但不会大水漫灌。我们延续此前 1 季度社融触底回升、但幅度不大的判断；2) 信贷结构持续改善，企业活力有所增强，但仍待政策持续发力；3) 2019 年 1 季度 M2 和社融增速触底回升，政策底（2018 年 3 季度）、市场底（2019 年 1 季度）、经济底（2019 年中）将先后出现。4) 中国经济年中触底，资本市场否极泰来。

2、2 月社融存量增速 10.1%，主因是票据回落和季节性因素。1-2 月合计新增 5.31 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，整体仍呈现反弹态势。人民币贷款、企业债券融资和地方专项债稳定增长，成为支撑社融增长的主动力。

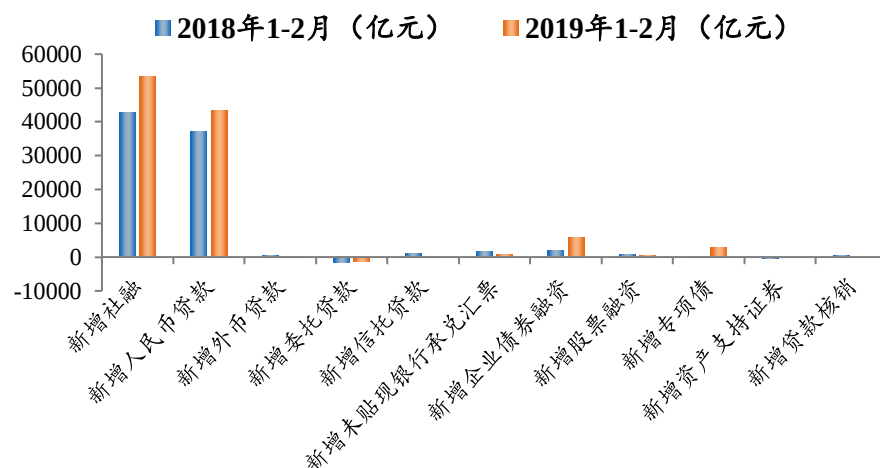
图表1：2019 年 2 月社融存量增速季节性回落



资料来源：Wind，恒大研究院

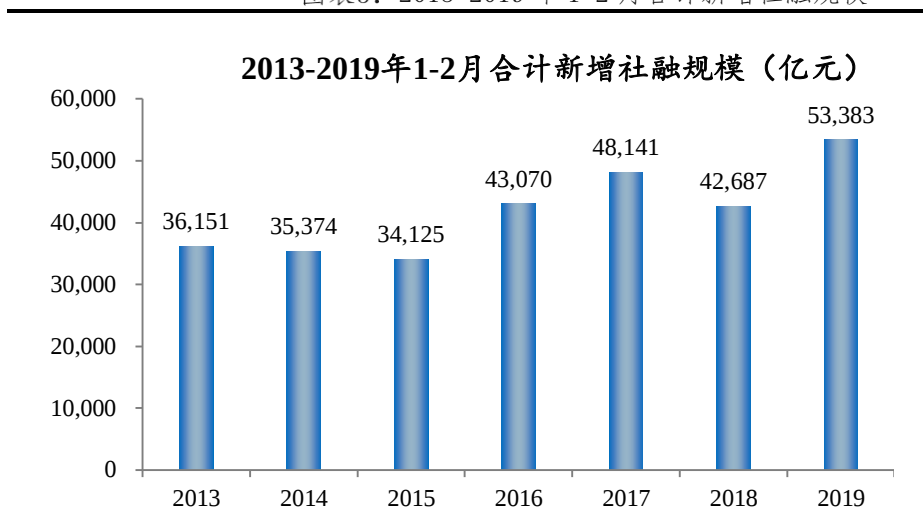
2 月新增社融季节性回落，1-2 月综合来看社融仍显著回升，实体经济融资环境改善趋势不变。2 月新增社会融资规模 7030 万亿元，同比少增 4847 亿元，存量社融同比增速 10.1%，环比下降 0.3 个百分点，出现季节性回落。但综合 1-2 月数据来看，新增社融 5.31 万亿元，比去年同期多增 1.05 万亿元，整体仍然延续反弹态势，实体经济融资环境改善趋势不变。

图表2：2019 年 1-2 月合计新增社融及分项



资料来源：Wind，恒大研究院

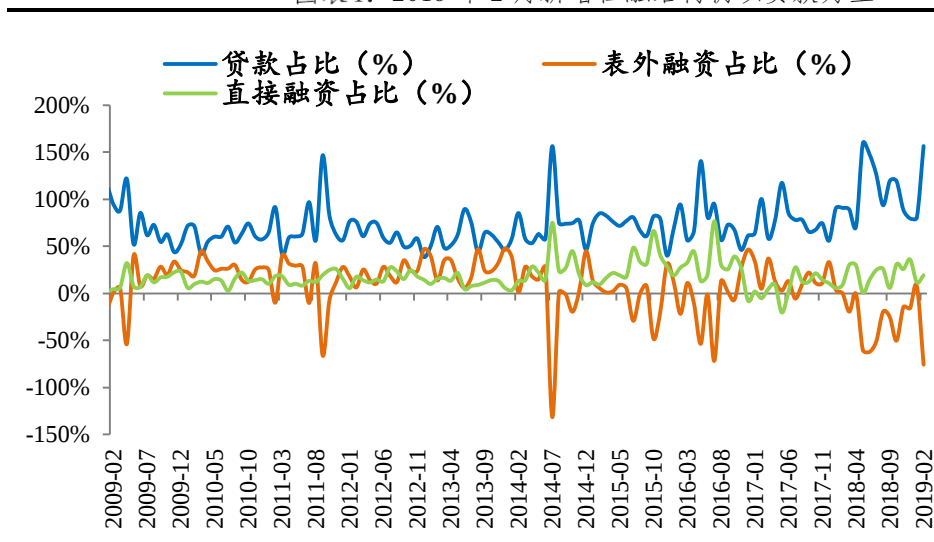
图表3：2013-2019年1-2月合计新增社融规模



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，人民币贷款仍是主力，票据融资大幅降温带动表外融资再次大幅转负。表内融资方面，新增人民币贷款 7641 亿元，同比少增 2558 亿元，但仍是社融主力，由于 2 月工作日少且包含春节假期，信贷规模本就相对较小；表外融资方面，央行严查无贸易背景的票据，未贴现票据同比多减 3209 亿元，拖累社融，信托贷款同比多减 711 亿元，委托贷款同比多减 242 亿元，带动表外融资占比再次大幅转负；直接融资方面，企业债权融资 805 亿元，同比多增 191 亿元，股票融资 119 亿元，同比减少 260 亿元，二者均保持相对稳定；其他融资方面，财政政策持续发力，地方专项债新增 1771 亿元，同比多增 1663 亿元，支撑社融增长。

图表4：2019年2月新增社融结构仍以贷款为主



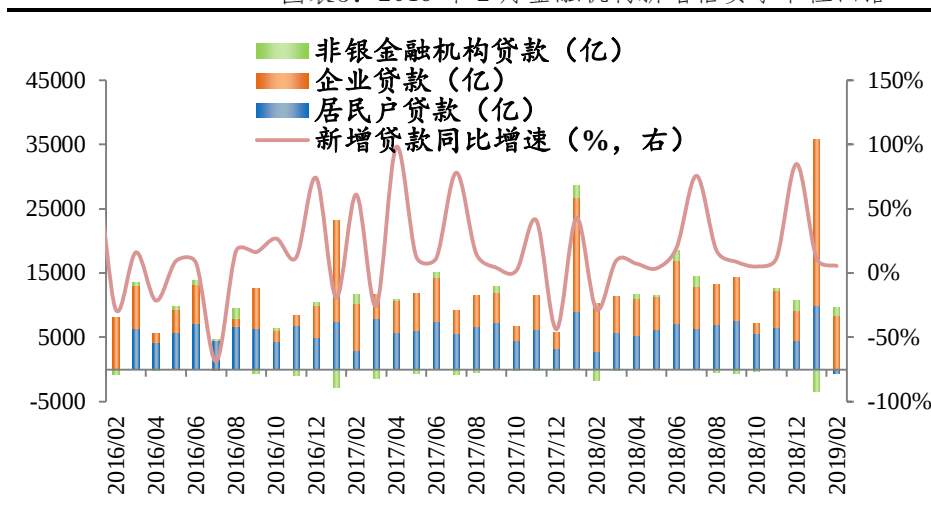
资料来源：Wind，恒大研究院

3、季节性因素叠加信贷储备节奏影响，新增贷款力度不足，但综合来看，信贷结构仍在持续改善。

季节性因素叠加储备项目投放节奏影响，贷款延续历史规律增量相对较少。2019年2月金融机构新增人民币贷款 8858 万亿元，同比多增 465 亿元，1-2月合计新增 4.11 万亿元，同比多增 3748 亿元。一方面，

储备项目大多在1月进行投放，留存到2月的项目相对较少；另一方面，2月只有28天且包含春节假期，新增信贷规模本就相对较少。但将1-2月数据合计来看，较2018年仍多增3748亿元，实体经济融资环境仍在改善。

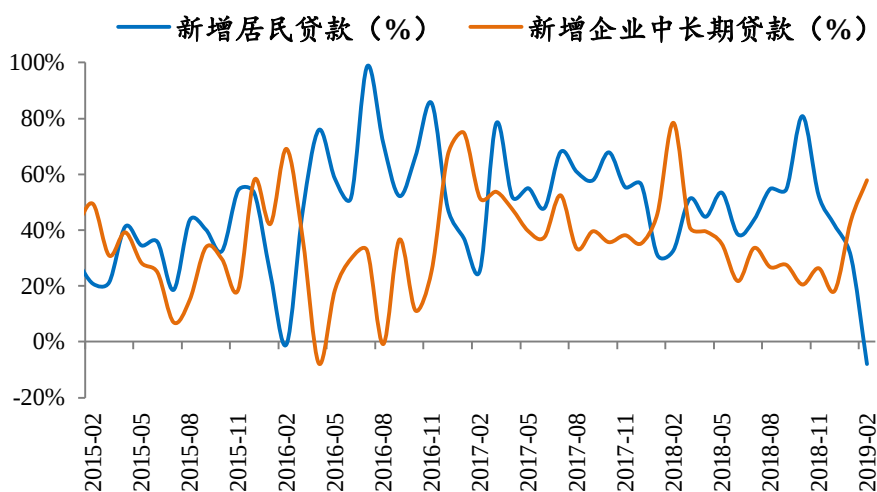
图表5：2019年2月金融机构新增信贷季节性回落



资料来源：Wind，恒大研究院

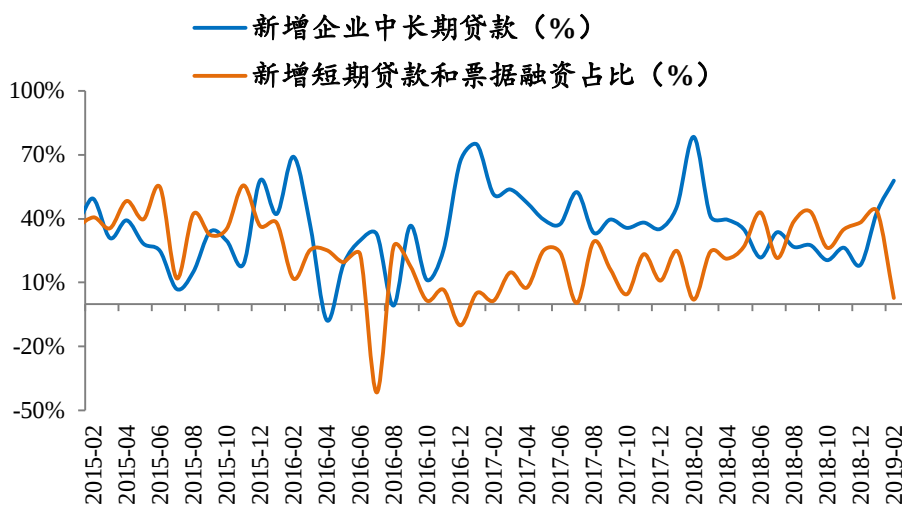
从结构来看，信贷结构有所改善，企业中长期贷款占比上升，居民贷款受房地产销售影响大幅下滑。一方面，2月新增企业中长期贷款5127万亿元，占比57.9%，环比提高14.5个百分点；2月新增短期贷款和票据融资243亿元，占比由1月的43.4%大幅下滑至2月的2.7%，反映企业活力继续增强，贷款结构延续1月趋势继续改善。从2019年前两个月数据综合来看，企业中长期贷款增加1.92万亿元，占比46.5%，短期贷款和票据融资增加1.43万亿元，占比34.6%，企业中长期贷款占比实现2018年8月以来的首次反超，贷款结构持续改善。另一方面，2月新增居民户贷款占比由正转负，其中居民贷款大幅下降2932亿元，除季节性因素外，2019年1-2月房地产销售大幅下滑也是影响居民贷款下降的重要原因。但是，结合2019年1-2月综合数据来看，2019年居民贷款仍高出2018年同期708亿元。

图表6：2月新增居民户贷款大幅下降，企业贷款大幅上



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：2019年2月金融机构新增信贷结构持续改善

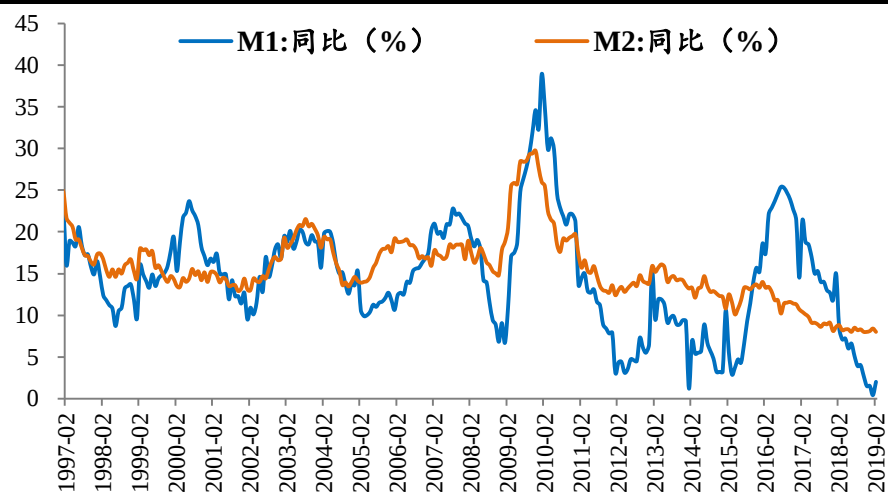


资料来源：Wind，恒大研究院

4、央行缩表带动 M0 增速下滑；M1 增速结束下滑趋势，显著提升至 2%；M2 增速降至 8%，2 月财政存款大幅增加叠加央行补充流动性较少、央行严查票据导致结构性存款下降，共同拖累 M2 增速下滑。未来，财政发力减税也将支撑 M2 增速回升。

财政存款大幅增加、季节性因素叠加政策因素，拖累 M2 增速微降至 8%，未来财政减税将支撑 M2 反弹。2 月 M2 同比增速 8%，比 1 月环比下降 0.4 个百分点，同比下降 0.8 个百分点。其一，2 月 2-19 日央行连续 18 天未开展逆回购操作，市场流动性相对不足；其二，2 月财政存款增加 3242 亿元，同比多增 7868 亿元，1-2 月合计多增 4057 亿元，拖累 M2 增速回落，主要是地方债提前发行并大量扩容导致；其三，央行严查票据套利，导致结构性存款有所下降，同样拖累 M2。未来，财政政策发力、减税等政策将有力支撑 M2 增速反弹。

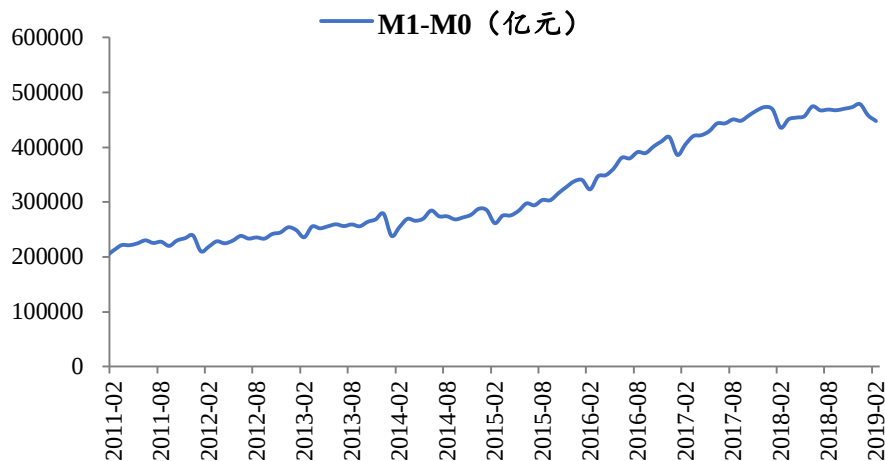
图表8：2019年2月M2增速微降，M1增速大幅反弹



资料来源：Wind，恒大研究院

M1 增速显著回升，止住此前连续 13 个月的下滑态势。2 月 M1 同比增速 2%，环比回升 1.6 个百分点，止住此前连续 13 个月的下滑态势。伴随着宽信用效果显现，融资条件逐步改善，叠加 2018 年低基数效应，M1 增速逐步回升。

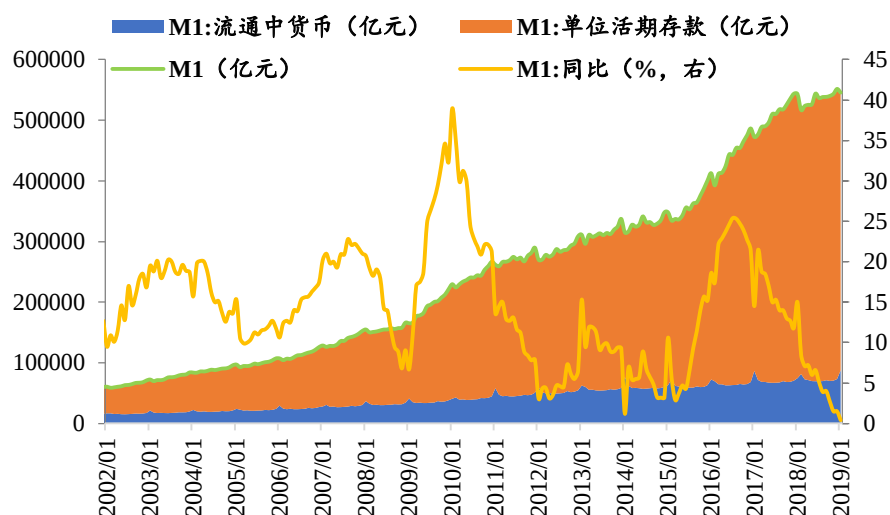
图表9：M1-M0 绝对值下降，削弱 M1 增速反弹影响



资料来源：Wind，恒大研究院

M0 同比下降主要受央行缩表影响，M1 回升显示企业现金流状况有所好转，但 M1-M0 绝对值下降，说明春节发薪错位影响仍然较强。M1=流通中的现金（M0）+企业活期存款，其中，企业活期存款占比 85%左右，是 M1 增长的核心动力。其一，M0 由央行资产负债表负债端的货币发行规模决定，2 月 M0 同比增速降至-2.4%，主要受 2019 年 1 月以来央行资产负债表缩表影响；其二，企业活期存款反映企业的交易需求和投融资意愿，M0 增速下滑但 M1 增速回升，显示企业活期存款规模提高，企业现金流状况开始好转，投融资意愿开始加强，交易性需求增强，经济内生动力不断增强。但是，我们也需要看到，M1-M0 的绝对值仍在下降，说明 M1 增速反弹仍然受到春节错位发薪带来的影响，企业活力增强仍待政策持续发力。

图表10：单位活期存款占比 85%，M1 增速回升反映企业

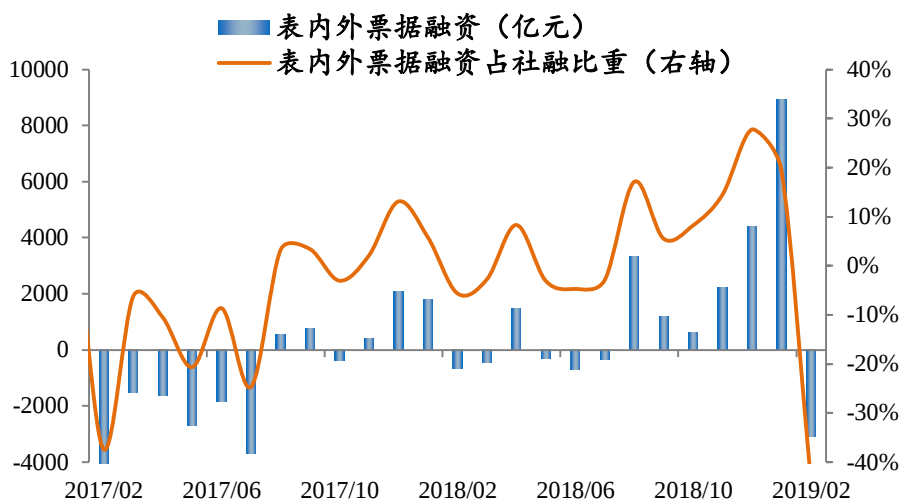


资料来源：Wind，恒大研究院

5、政策监管加强，票据融资大幅降温拖累社融；央行引导票据利率与市场利率联动，票据套利空间缩小，监管政策尚未放松。

票据融资大幅降温，监管逐步关注票据套利，票据融资回归常态。2018年12月和2019年1月表内外票据融资占比分别高达27.8%和19.3%，对实体经济融资支持力度大，但是票据融资期限较短、便利性高、流动性强，一般是中小企业重要的短期融资渠道，因此不具有长期性和持续性。2019年2月新增表内外票据融资占社融比例大幅下滑至-20%，监管逐步开始关注票据套利，严查非真实贸易基础的票据，因此拖累2月社融增速下滑。

图表11：表内外票据融资占比大幅下滑恢复常态



资料来源：Wind，恒大研究院

央行引导票据融资利率与市场利率联动，票据套利空间有望进一步收窄。前期票据利率持续下行，企业通过票据融资意愿增强，也带来了一定的票据套利空间。但是，央行明确指出要加强票据融资利率和市场利率的联动传导，引导金融机构加强内部管理，完善业务考核，防止有关行为的扭曲和风险的累积。因此，票据利率与市场利率有望实现联动，二者差距逐步收缩的概率大，票据套利空间将逐步缩小，票据融资火爆场面难以延续。

图表12：前期票据利率显著低于其他贷款利率

— 金融机构人民币贷款加权平均利率（%）
 — 金融机构人民币贷款加权平均利率：一般贷款（%）

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_13797

