

## 固定收益研究/动态点评

2019年03月10日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005  
研究员 zhangliang014597@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究：通胀低点已过，猪价风险仍存》2019.03

2《固定收益研究：浙商转债：久违了！又见券商转债》2019.03

3《固定收益研究：视源转债：万屏时代，瞩目新王》2019.03

# 看单月利好债市，看合计震荡难改

## ——2019年2月金融数据点评

### 单月数据低于预期对债市是利好，而1-2月合计观察更合理

2月金融数据单月看低于市场预期，合计看相对去年底仍有改善。信贷结构从去年底以来有所改善；票据监管拖累2月非标融资，但不改非标融资回暖；M1回升主因春节因素。我们的判断是，社融等增速低点大概率在去年底，但融资主体抑制未明显解除的情况下，大幅扩张难度仍大。数据短期有利于债市，但利率债整体震荡格局可能未变。转债短期或面临调整压力，后续新券是焦点。

### 央行公布2019年2月份金融数据

2月新增人民币贷款8858亿元，市场预期9600亿元，前值32300亿元。社会融资规模增量7030亿元，市场预期13000亿元，前值46353亿元。M2同比8.0%，市场预期8.4%，前值8.4%；M1同比2.0%，市场预期2.0%，前值0.4%；M0同比-2.4%，前值17.2%。

### 信贷：2月低于预期，1-2月合计不弱，结构从去年底以来有所改善

2月新增人民币贷款环比少增2.34万亿，同比多增465亿元。季节性看，2月是融资的传统淡季。但1-2月贷款合计同比多增3748亿元，总体不弱。结构上看，主要受企业短期贷款和票据融资带动，企业中长期贷款占比从去年底以来有所改善。综合1-2月看企业中长期贷款仍偏弱，企业融资需求、资本开支意愿仍不强。居民端，1-2月贷款同比少增2575亿元，其中居民中长期贷款多增65亿元，受春节期间地产销售拖累明显。短期贷款少增2639亿元，或显示并没有太多居民信贷资金投入。

### 社融：票据监管可能拖累了2月非标融资，关注非标政策

2月社会融资规模同比少增4847亿元。但1-2月整体仍较强。社融存量同比增速10.1%，较上月回落0.3个百分点，但较去年12月回升0.3个百分点，迎来拐点的概率仍较高。非标融资拖累当月社融，其中表外票据融资同比少增3208亿元，票据套利监管加强或导致银行压缩票据规模。但综合1-2月，非标融资相比去年下半年仍有明显改善，后续非标政策会否有调整仍是关键。企业债券融资环比大幅减少，企业部分债券融资需求提前，2月股市反弹对债市的表现有一定的压制，3月份预计有所好转。

### 货币：M1回升因春节因素，社融回落拖累M2

2月M2同比回落0.4个百分点；M1同比回升1.6个百分点。财政、非银存款同比多增。因今年地方债较往年提前发行而年初支出节奏较慢带来财政存款上升。1月起股市有所回温，部分居民、企业存款向非银转移，非银存款环比同比均明显增多。M1增速反弹主因春节因素。节前企业活期转短期理财等使资金跨年，节后到期促使M1回升M2回落，此外春节错期带来低基数。但春节返乡置业情况不佳，房地产销售疲弱，M1反弹乏力。随着财政落实减税降费、逆周期加码基建，货币政策运用结构化工具引导企业融资条件改善，基数逐渐走低，二季度M1增速有望进一步企稳。

### 策略：2月金融数据短期是利好，但利率债整体震荡格局未改

近期基本面及金融数据疲软，股市出现调整，市场对中美贸易谈判预期高，加上交易性机构之前缩短久期，短期有利债市，长端利率或短期向下挑战前低；但社融底或已过（去年底），CPI同比3月反弹悬念不大，债市供求关系最好的时点是春节前。这些决定了长端利率债区间震荡的格局可能还没有打破，除非房地产超预期下行或中美贸易摩擦再生变数，否则操作空间有限。2月社融增速低于预期叠加其他因素可能挑战短期股市表现。转债短期或面临一定的调整压力，我们上周已给出通过调仓控制风险和回撤的应对思路，后续新券将是焦点。

风险提示：非标政策调整；地方债发行节奏；信贷需求疲软。

## 事件

央行公布 2019 年 2 月份金融数据：

- (1) 2 月新增人民币贷款 8858 亿元，市场预期 9600 亿元，前值 32300 亿元。
- (2) 2 月社会融资规模增量 7030 亿元，市场预期 13000 亿元，前值 46353 亿元。
- (3) 2 月份 M2 同比 8.0%，市场预期 8.4%，前值 8.4%；M1 同比 2.0%，市场预期 2.0%，前值 0.4%；M0 同比-2.4%，前值 17.2%。

## 点评

### 信贷：2 月低于预期，1-2 月合计不弱，结构从去年底以来有所改善

2 月新增人民币贷款 8858 亿元，环比大幅少增 23442 亿，同比多增 465 亿元。季节性看，2 月是融资的传统淡季，2 月信贷数据低于市场预期。但前两个月人民币贷款增加 4.11 万亿元，同比多增 3748 亿元，1-2 月信贷总体不弱。结构上看，主要受企业短期贷款（1-2 月同比多增 2241 亿元）和票据融资（1-2 月同比多增 7283 亿元）带动，1-2 月企业中长期贷款占比 57.3%，从去年底以来有所改善。

其中企业中长期贷款（1-2 月同比少增 758 亿元）仍偏弱，1 月企业中长期贷款较为强劲的临时性因素在 2 月都有所减弱，因此 2 月企业中长期贷款环比回落幅度较大，综合 1-2 月来看企业中长期贷款仍是偏弱的，反映企业融资需求、资本开支意愿仍不强。

居民端，1-2 月贷款新增 9192 亿元，同比少增 2575 亿元，其中短期贷款、中长期贷款分别少增 2639 和多增 65 亿元，居民中长期贷款受春节期间地产销售拖累明显，但 1-2 月整体相比去年 12 月仍略有改善。短期贷款少增，可能显示并没有太多居民信贷资金入市。

### 社融：票据监管拖累 2 月非标融资，关注非标政策

2 月社会融资规模 7030 亿元，同比少增 4847 亿元。但 1-2 月社融规模整体仍较为强劲，达到 5.31 万亿元，同比多增 10696 亿元。2 月社融存量规模 205.7 万亿，同比增速 10.1%，较上月下滑 0.3 个百分点，但相比去年 12 月回升了 0.3 个百分点，社融增速迎来拐点的概率仍较高。易纲行长在记者会上对此的表述是“社融增速连续两个月高于 2018 年底增速，社融持续下滑态势得到初步遏制，为 2019 年经济金融开局提供保障”。

2 月非标融资-3648 亿元，同比少增 3664 亿元，是拖累 2 月社融的主要因素，其中表外票据融资同比少增 3208 亿元，1 月票据套利引发监管层注意和市场讨论，监管加强可能导致商业银行压缩了表外票据规模。但综合 1-2 月来看，非标融资同比少增 1410 亿元，相比去年下半年仍有明显改善，显示非标融资降幅持续收窄，或与非标监管有所松动有关，微观也反映非标资产有所增加。后续非标政策会否有调整仍是关键。

2 月企业债券融资 805 亿元，环比大幅减少，一方面企业部分债券融资需求提前至 1 月，另外 2 月股市反弹对债市的表现有一定的压制。此外，2 月份社融中地方专项债融资 1771 亿元，相比 1 月有所增加，但仍受制于春节假期等因素，3 月份预计有所改善。

### 货币：M1 回升因春节因素，社融回落拖累 M2

2 月 M2 同比增长 8.0%，较上月下降 0.4 个百分点；M1 同比增长 2.0%，较上月回升 1.6 个百分点；M0 同比增长-2.4%。M2 与 M1 剪刀差较上月收窄。

2 月财政、非银存款同比多增。因今年地方债较往年提前发行而年初支出节奏较慢带来财政存款上升。1 月起股市有所回温，部分居民、企业存款逐渐向非银转移，非银存款环比同比均明显增多。1、2 月企业存款均明显下降，主因节前结清工资、发放奖金、春节期间地产销售低迷。

M1 增速小幅反弹主因春节因素。如我们 1 月点评《社融底隐现，利率债波动加大继续》所述，节前企业活期转短期理财、结存使资金跨年，节后到期促使 M1 回升 M2 回落；春节错期带来 2 月 M1 低基数也是回升因素。但今年春节返乡置业情况不佳，房地产销售疲弱，M1 反弹乏力。当前宏观政策重心在于“激发市场主体活力”，M1 或是企业活力的较好监测指标。随着财政落实减税降费、逆周期加码基建，货币政策运用结构化工具引导企业融资条件改善，基数逐渐走低，二季度 M1 增速有望进一步企稳。

**启示：2 月金融数据短期是利好，但利率债整体震荡格局未改**

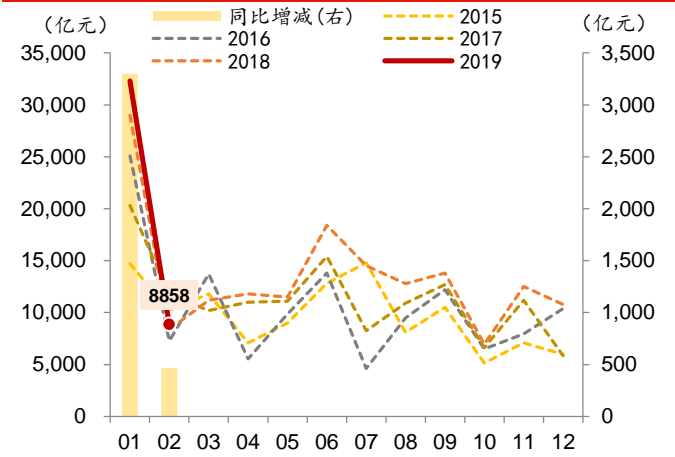
**短期无疑对债市是利好。**2 月份金融数据单月看低于预期，叠加近期基本面及金融数据疲软，股市出现调整，市场对中美贸易谈判预期高，加上交易性机构之前缩短久期，这些因素对短期债市表现有利，长端利率可能会短期向下再次挑战前低。

**但震荡市的整体格局可能未改。**我们的判断是，社融等增速大概率在去年底看到了低点，1-2 月合计看社融增速相对去年底仍有改善。但在融资主体抑制没有明显解除的情况下，大幅扩张的难度仍大。今年的政府工作报告也提出，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。CPI 同比在 3 月份反弹悬念不大，债市供求关系最好的时点是在春节前，银行自营、理财等负债成本仍高，对当前利率水平的接受度并不高。这些判断指向债市转入震荡市格局，目前区间震荡的格局可能还没有打破，除非房地产超预期下行、中美贸易摩擦再生变数、流动性新规调整，否则操作空间有限。

**2 月社融增速低于预期叠加其他因素可能对短期股市表现带来压力。**转债短期或面临一定的调整压力，我们上周已经给出通过调仓控制风险和回撤的应对思路，后续新券将是焦点。

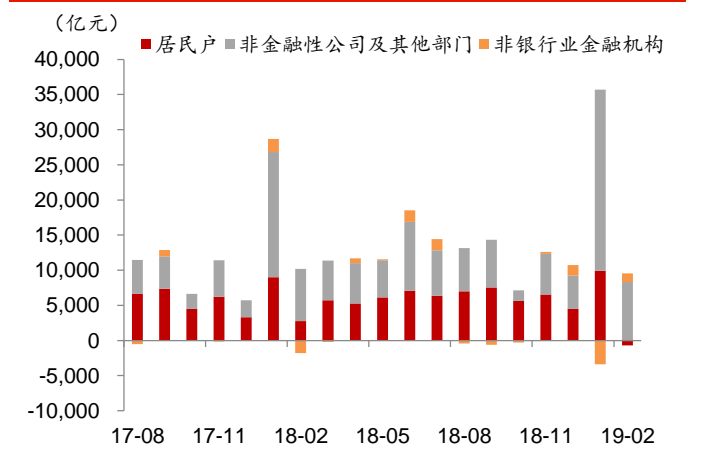
**信贷**

图表1：新增人民币贷款



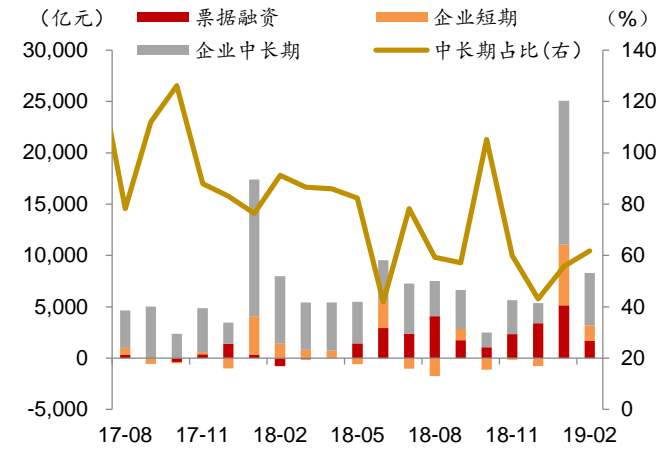
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



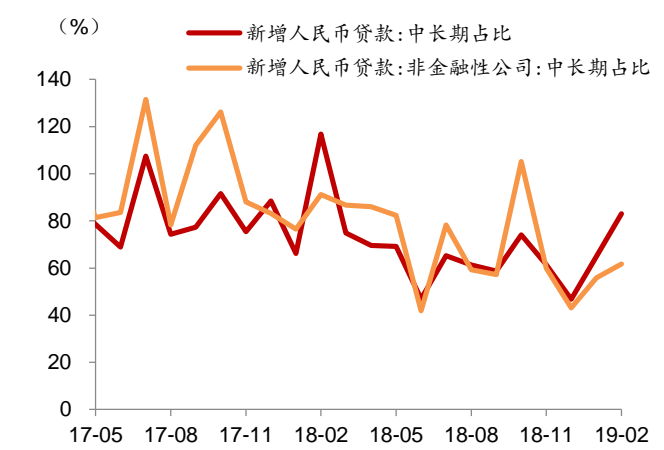
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3: 企业新增信贷结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

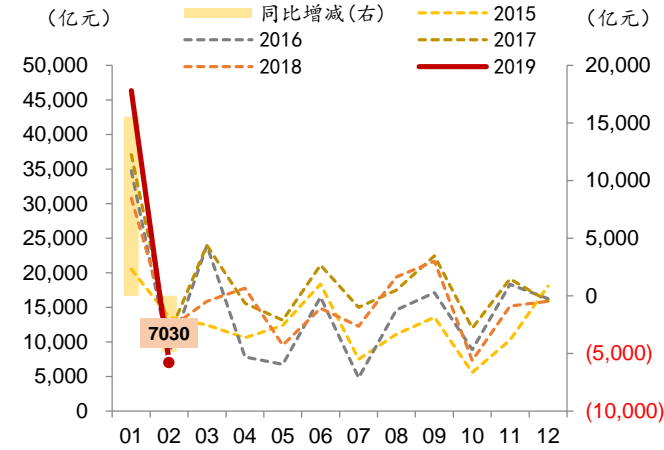
图表4: 新增信贷中长期占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

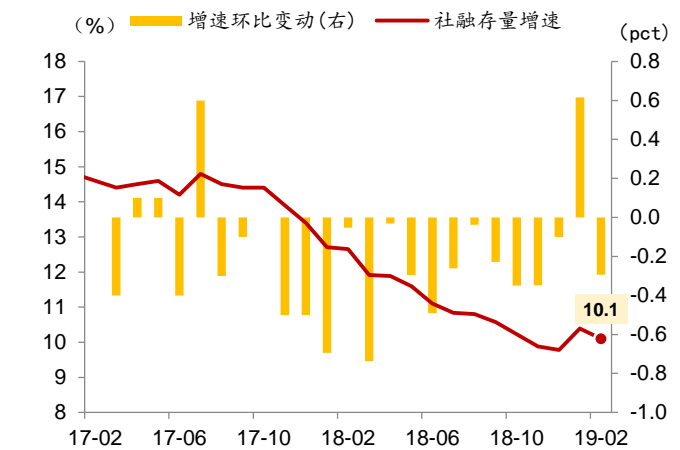
社融

图表5: 新增社会融资规模 (2017年起为新口径)



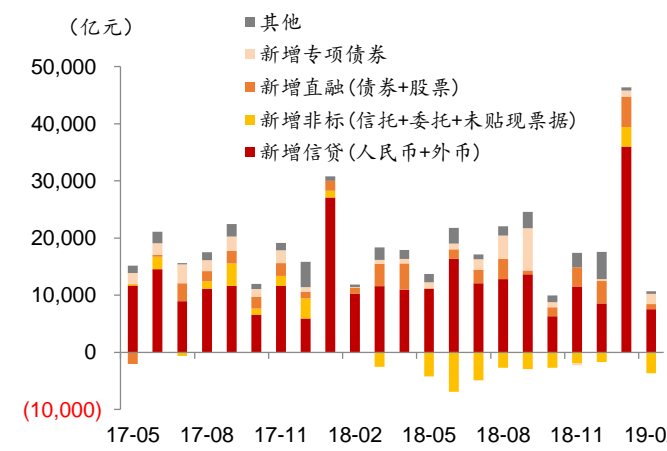
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 社融存量增速



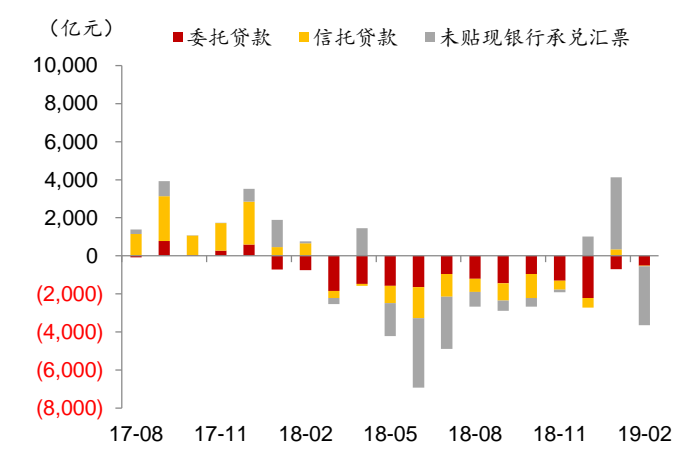
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增社融各分项



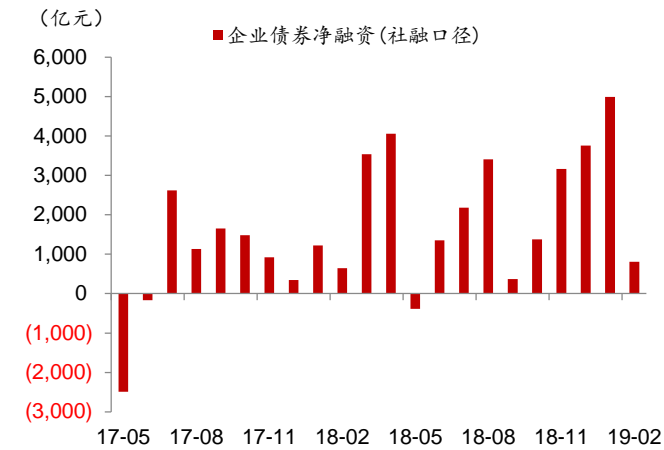
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 新增非标各分项同比增减



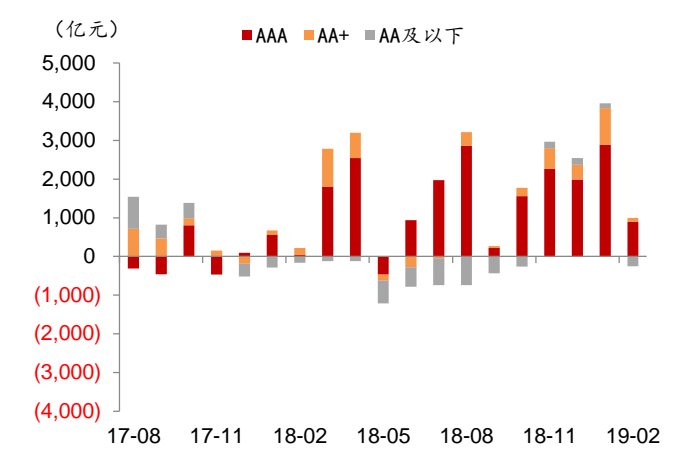
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9：企业债净融资额（社融口径）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

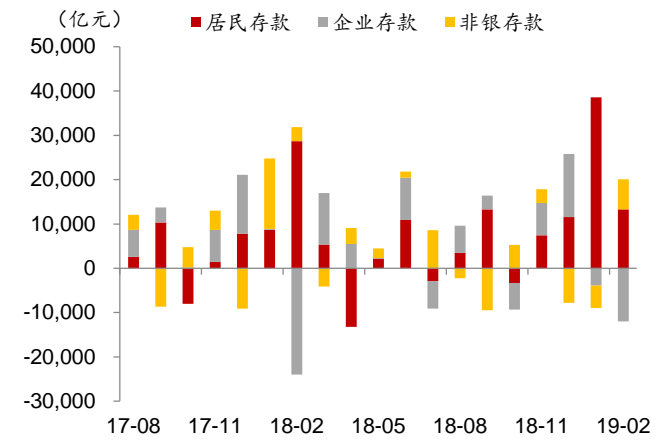
图表10：信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

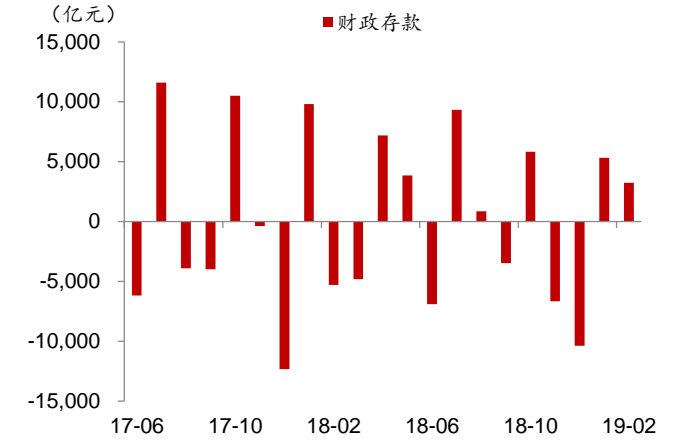
### 货币与存款：

图表11：新增存款（居民、非金融企业与非银金融）



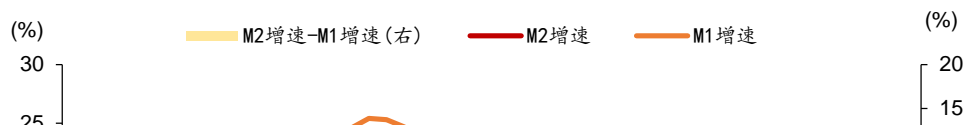
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：新增财政存款



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：M2与M1剪刀差



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\\_13799](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13799)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn