



金融数据点评

1-2 月季节性因素影响较大，宽信用仍存波折

上周债券市场利率债主要品种收益率出现大幅下行，主要是政府工作报告带动市场降息预期升温，以及风险资产有所波动债券市场情绪回暖。近期市场较为关注的问题是权益类资产的上涨，是否会出现“股债跷跷板”的现象，以致利率有所调整。我们认为如果回顾 15 年二季度典型的“股债跷跷板”可以看出，当时利率上行的深层次逻辑是基于风险资产上涨的预期，出现大量的融资需求如两融收益权和其他与股市相关的非标资产，此类类固收产品的出现对标准化债权资产形成了较大的压制，根本原因可以总结为“风险资产上涨预期带动融资需求在短时间内出现爆发式增长”。从目前的监管政策考虑，当前监管部门对于这一部分的关注与 15 年相比明显提升，再次出现同样情况的可能性并不大。因此从目前的融资需求与货币供给来考虑，一是当前社融企稳，但暂时难见到爆发式的增长；二是社融的改善尚且不足以驱动货币政策在边际上收紧。整体来说货币环境与基本面目前均还未见到能够动摇债券市场当前趋势的信号。

- 本月公布的金融数据大幅低于市场预期，而我们认为这是由于在看到一月份社融数据后，市场对于今年融资改善的预期反应已经略显过度。两个月综合来看，一月的“过强”和二月的“偏弱”都受到了很强的季节性影响，其实我们认为一月的数据并没有那么强，二月的数据也算不上很差，从存量同比增速上看 1 月份的 10.42% 和 2 月份的 10.10% 均还在我们此前预期的 10.0%-11.0% 范围之内。
- 二月的数据恐怕会令市场对于融资环境的预期再次出现分歧，我们认为全年“企稳”几乎较为确定，但进一步改善的空间不大，同时目前融资环境对于货币宽松的依赖较强，不管是实体经济融资需求还是金融机构的风险偏好都还未进入到能够内生改善的阶段，一旦货币政策边际有所收紧，恐怕融资还将会出现大幅波动。
- 金融数据结构当中，表外开票当前已有所收敛，对于社融形成一定的压制；委托贷款和信托贷款虽然未能延续改善，但是压缩幅度较为温和；企业中长期贷款增长 5127 亿，1-2 月累计增加 19127 亿，仍略低于去年同期的 19885 亿。未来还需要重点关注在春节过后，企业经营活动恢复以后 3 月份的金融数据。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件:

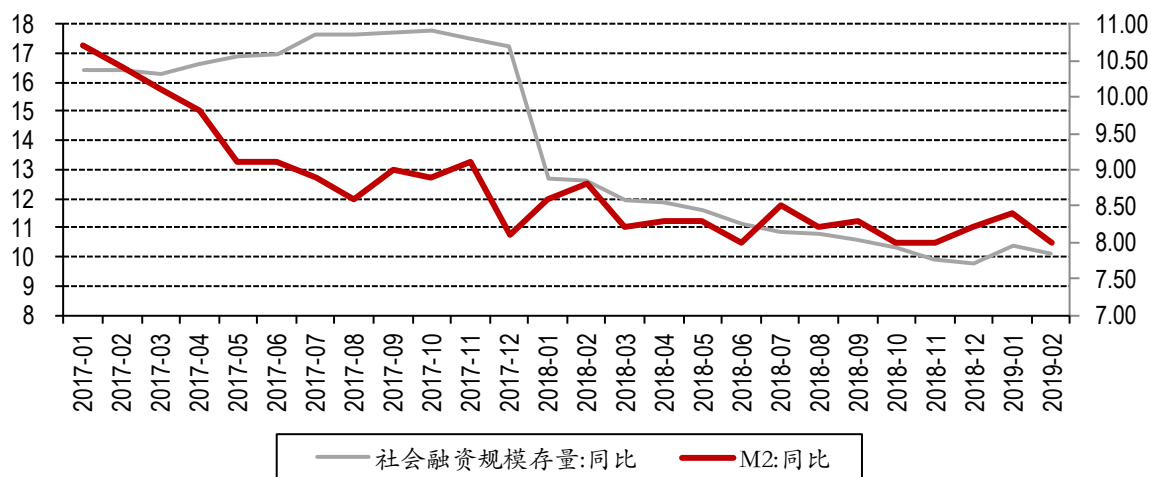
央行网站3月10日发布数据显示,2月当月人民币贷款增加8858亿元,同比多增465亿元。2月当月,社会融资规模增量为7030亿元,比上年同期少4847亿元。中国2月M2同比增长8%,预期8.4%,前值8.4%。

贷款方面,1月新增人民币贷款为8858亿,由于今年春节和去年均在2月份,因此同比季节性差异不大,去年同期为增长8393亿。从贷款结构看,居民贷款下降706亿,当中居民短期贷款下降2932亿,居民按揭贷款增长2226亿,居民贷款在本月增长稍低有一定的季节性因素。企业贷款增长8341亿,企业短期贷款1480亿,企业中长期贷款增长5127亿,18年同期企业中长期贷款单月增长为6585亿。除此之外,票据融资在本月增长1695亿,非银贷款增长为1221亿。

社融方面,2月份社融新增仅7030亿,低于去年同期的1.19万亿,存量社融的同比增速下行至10.10%,前值为10.42%。社融结构当中,委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票这表外三大项分别下降了508亿、37亿和3103亿,表外融资没能延续前两月边际改善的趋势。直接融资方面,企业债融资较前值回落明显,增加805亿,主要由于春节月份通常企业债发行偏低,股票融资增长119亿。在前期票据融资套利受到关注后,本月表外开票下行明显。除此之外,地方政府专项债增长1771亿。

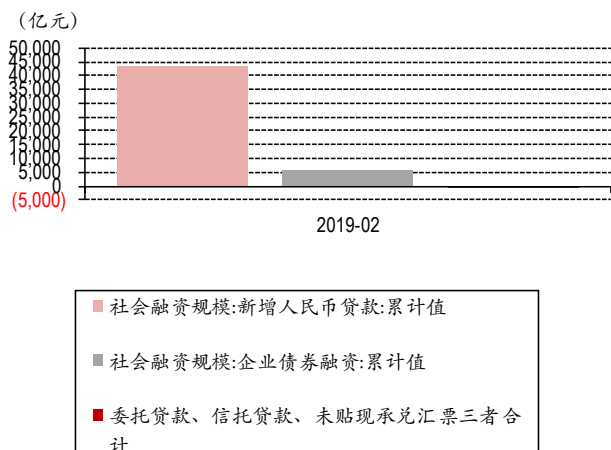
货币方面,2月份M2增速回落至8.0%,环比绝对值增加1464.67亿,M2保持在8.0%的增速的确偏低,处于底线范围附近,但春节因素存在一定的干扰,未来仍需要进一步关注3月份的数据;M1同比增速小幅回升至2.0%;M0环比下降7970.62亿,现金回流对于流动性形成正面影响。存款方面,2月份新增人民币存款为13100亿,其中居民存款增加13300亿,企业存款下降12000亿;财政存款增长3242亿,由于2月份财政收支时点较为滞后,因此财政支出规模略低于预期;非银存款增长6757亿,由于货币环境较为宽松,非银存款改善比较明显。

图表1. 存量社融同比增速企稳



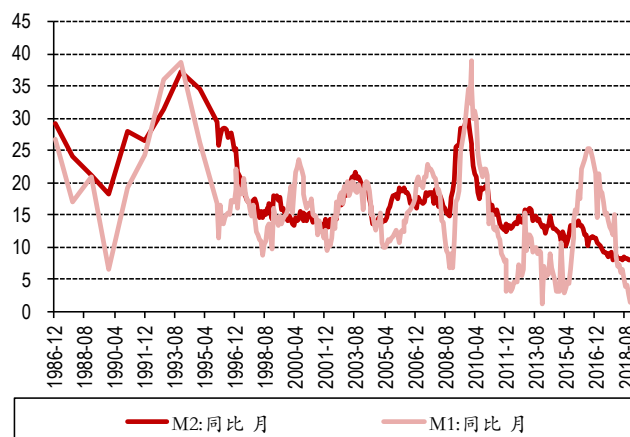
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 非标收缩压力减退



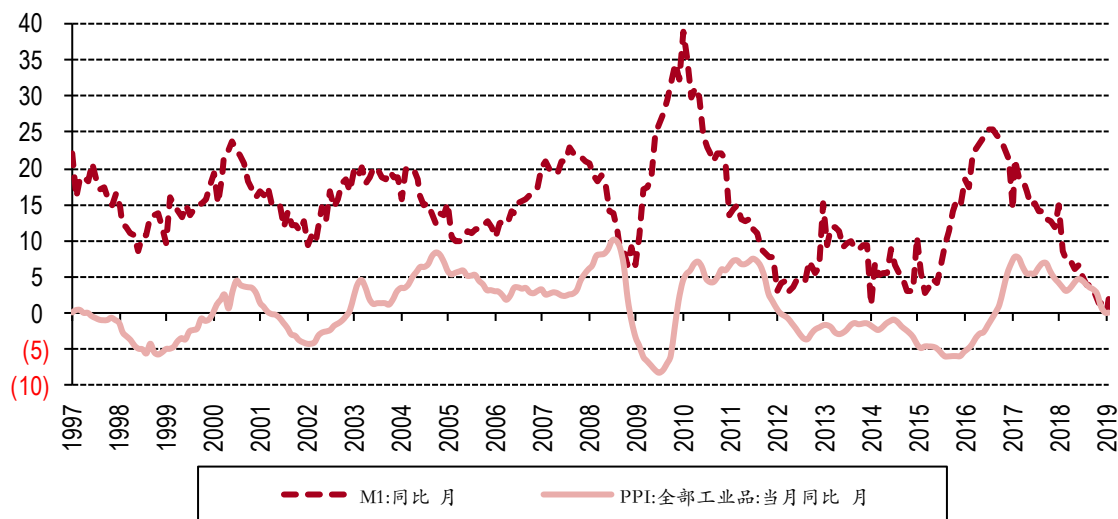
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. M1、M2 走势分化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 流动性对通胀保持负面影响



资料来源: 万得, 中银国际证券

点评:

本月公布的金融数据大幅低于市场预期, 而我们认为这是由于在看到一月份社融数据后, 市场对于今年融资改善的预期反应已经略显过度。两个月综合来看, 一月的“过强”和二月的“偏弱”都受到了很强的季节性影响, 其实我们认为一月的数据并没有那么强, 二月的数据也算不上很差, 从存量同比增速上看 1 月份的 10.42% 和 2 月份的 10.10% 均还在我们此前预期的 10.0%-11.0% 范围之内。

二月的数据恐怕会令市场对于融资环境的预期再次出现分歧, 我们认为全年“企稳”几乎较为确定, 但进一步改善的空间不大, 同时目前融资环境对于货币宽松的依赖较强, 不管是实体经济融资需求还是金融机构的风险偏好都还未进入到能够内生改善的阶段, 一旦货币政策边际有所收紧, 恐怕融资还将会出现大幅波动。

金融数据结构当中，表外开票当前已有所收敛，对于社融形成一定的压制；委托贷款和信托贷款虽然未能延续改善，但是压缩幅度较为温和；企业中长期贷款增长 5127 亿，1-2 月累计增加 19127 亿，仍略低于去年同期的 19885 亿。未来还需要重点关注在春节过后，企业经营活动恢复以后 3 月份的金融数据。

上周债券市场利率债主要品种收益率出现大幅下行，主要是政府工作报告带动市场降息预期升温，以及风险资产有所波动债券市场情绪回暖。近期市场较为关注的问题是权益类资产的上涨，是否会出现“股债跷跷板”的现象，以致利率有所调整。我们认为如果回顾 15 年二季度典型的“股债跷跷板”可以看出，当时利率上行的深层次逻辑是基于风险资产上涨的预期，出现大量的融资需求如两融收益权和其他与股市相关的非标资产，此类类固收产品的出现对标准化债权资产形成了较大的压制，根本原因可以总结为“风险资产上涨预期带动融资需求在短时间内出现爆发式增长”。从目前的监管政策考虑，当前监管部门对于这一部分的关注与 15 年相比明显提升，再次出现同样情况的可能性并不大。因此从目前的融资需求与货币供给来考虑，一是当前社融企稳，但暂时难见到爆发式的增长；二是社融的改善尚且不足以驱动货币政策在边际上收紧。整体来说货币环境与基本面目前均还未见到能够动摇债券市场当前趋势的信号。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_13805

