

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘

——2 月份金融数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 信贷投放稳健，结构改善推动宽信用进程

企业融资需求旺盛，信贷投放规模有助于对冲经济下行中非标融资的萎缩，同时结构上有所改善，中长期贷款比重逐步增加，有助于支持实体经济发展，推动信用风险偏好回升；信贷结构的改善，随着宽信用的持续推进，商业银行风险偏好有所提升，信贷投放将会逐步从依靠票据和短贷向中长期信贷投放转变，从而推动整个社融结构改善，有助于更好的满足实体经济融资需求。整体来看，传统信贷在 2019 年增速将会显著回升，信贷结构改善推动宽信用进程，有效填补非标融资萎缩产生的融资缺口，推动传统信贷支持实体经济发展。

● 非标萎缩拖累 2 月份社融增速回落

社融增速出现结构性变化。2019 年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。其中，一是传统信贷增速回升，对实体经济发放的人民币贷款增加 4.33 万亿元，同比多增 6259 亿元，对社融贡献超过 60%，是拉动社融增速回升的主要动力；二是非标对社融增速的拖累有所减缓，委托贷款同比少减 251 亿元；信托贷款同比少增 763 亿元；未贴现的银行承兑汇票同比少增 860 亿元；三是地方政府专项债和企业债券融资成为社融回升的重要增量。企业债券净融资 5546 亿元，同比多 3740 亿元；地方政府专项债券净融资 2859 亿元，同比多 2751 亿元，成为 2019 年社融结构改善新的亮点。由于 2019 年 2 月份和阴历正月重合比较多，所以社融真实的数据要剔除季节性因素和春节假期效应，真实的数据将会反映在 3 月上，只有全面地把前三个月的数综合起来一起看，才可以准确判断 2019 年宽信用是否企稳。

● 加强票据融资利率和资本市场利率联动，谨防票据贴现套利

未来央行将会一是实现“两轨并一轨”，加强票据融资利率和资本市场利率之间的联动和传导，对于可能存在的套利和资金空转保持警惕，及时采取措施；二是引导金融机构加强内部管理，完善业务考核，发挥票据对实体经济的支持作用，防止有关行为的扭曲和风险的累积；票据市场作为货币市场的重要组成部分，美国票据市场交易额大约是联邦基金和回购协议交易额之和的四倍左右，而我国只有 60% 左右，可见票据市场作为全球各国企业稳定的融资来源，我国票据融资规模依然较小，未来仍有较大增长空间。

● 地方债发行干扰 M2 同比增速

2 月末，M2 余额同比增长 8.0%，增速较上月下降 0.4 个百分点，低于 Wind 统计的市场预测均值 8.4%。在信贷和企业债券融资同比多增情况下，M2 同比增速出现较大幅度下滑，有点超出市场预期。我们先用排除法来找出 M2 同比在增速下滑的原因。从信用创造角度来看，影响 M2 同比增速的有信贷、金融机构口径外汇占款、银行自有资金债券和非标投资，以及财政存款变动等。但是财政存款多增并不完全拉低 M2 增速，后续随着财政存款支出以及宽信用政策持续发力，M2 同比增速可能有所回升。

● 宽信用仍在路上，通胀或难掣肘

在信用收缩背景下，反通缩始终是主要矛盾，但要关注猪瘟等供给冲击对通胀的影响。我们对猪价如何影响通胀进行了情形分析，猪价反转可能引起个别月通胀突破 3%，但不足以引发货币政策的转变。

● **风险提示：**监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升

相关报告

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局
——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 信贷投放稳健，结构改善推动宽信用进程.....	3
2、 非标萎缩拖累社融增速回落.....	5
3、 加强票据融资利率和资本市场利率联动，谨防票据贴现套利.....	6
4、 地方债发行干扰 M2 同比增速	7
5、 宽信用仍在路上，通胀或难掣肘.....	8

图表目录

图 1: 2 月份历来比 1 月份信贷投放增速有所下滑（亿元）	3
图 2: 新增短期贷款与票据融资占比显著降低.....	4
图 3: 新增居民短贷异常缩水（亿元）	4
图 4: 企业融资需求旺盛（亿元）	4
图 5: 社融增量分解（亿元）	5
图 6: 非标融资拆解（亿元）	6
图 7: 社融存量同比增速下降（亿元）	6
图 8: M2 同比增速回落（%）	8

事件：2019年3月10日，央行公布金融数据显示，2月份新增人民币贷款8858亿元，同比多增465亿元；2月份社会融资规模增量为7030亿元，同比增长10.1%，较上个月回落0.3个百分点，同比少增4847亿元；2月末，广义货币(M2)余额186.74万亿元，同比增长8%，增速比上月末和去年同期低0.4个和0.8个百分点；狭义货币(M1)同比增长2%，增速比上月末高1.6个百分点，比去年同期低6.5个百分点；M0同比下降2.4%。当月实现净回笼现金7986亿元。

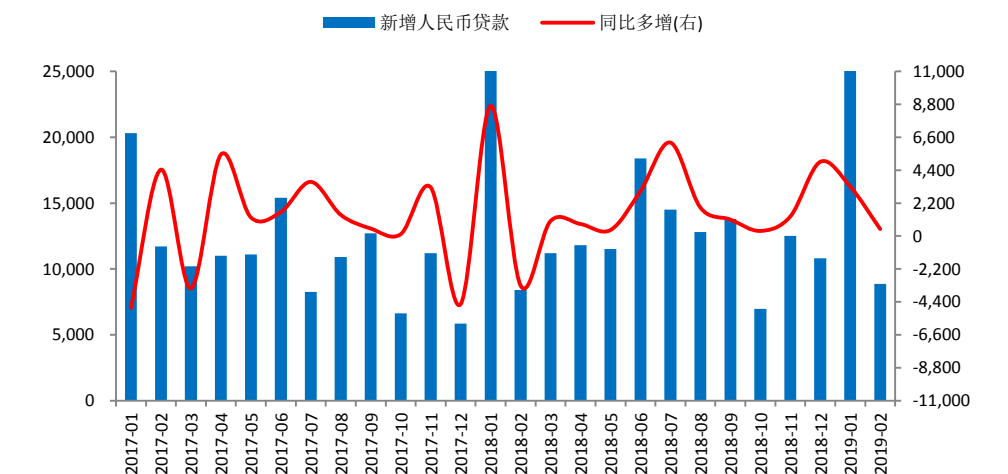
1、信贷投放稳健，结构改善推动宽信用进程

人民币信贷投放稳健。2月份新增人民币贷款8858亿元，同比多增465亿元，基本符合我们2月份传统信贷规模9000亿元的预期。历史数据来看，2月份历来比1月份信贷投放增速有所下滑：一是季节性因素，2月份银行“早放贷早受益”效应减弱；二是春节假期效应，2月份工作日只有15天，信贷投放数量有限。2月份信贷数据分部门看，企业贷款需求旺盛，规模增加，非金融企业贷款增加8341亿元，中长期贷款占全部贷款的比重达到57.9%，创2018年3月以来新高，短期贷款增加1480亿元，票据融资增速大幅放缓，仅增加1695亿元；居民部门消费需求不旺拉动居民部门短期贷款增速下滑，贷款减少706亿元，其中短期贷款减少2932亿元，中长期贷款增加2226亿元。

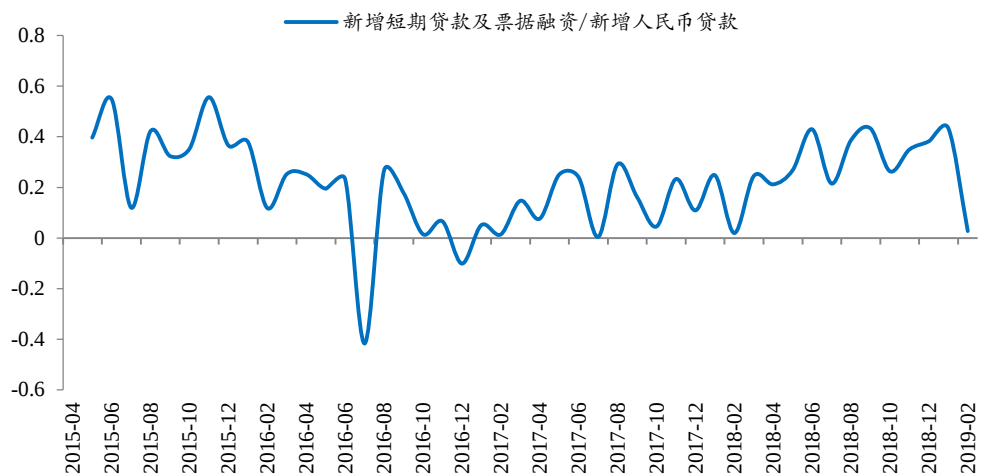
传统信贷投放结构有所改善。单月信贷数据存在季节性和春节效应，需要综合前两个月信贷投放情况看信贷变动更为科学。前两个月人民币贷款增加4.11万亿元，同比多增3748亿元，分部门看，企业贷款增加3.41万亿元，同比多增9100亿元，其中，企业短期贷款增加7399亿元，中长期贷款增加1.92万亿元，票据融资增加6855亿元；居民部门贷款增加9192亿元，其中，短期贷款减少3亿元，中长期贷款增加9195亿元。

总体来看，企业融资需求旺盛，信贷投放规模有助于对冲经济下行中非标融资的萎缩，同时结构上有所改善，中长期贷款比重逐步增加，有助于支持实体经济发展，推动信用风险偏好回升；信贷结构的改善，随着宽信用的持续推进，商业银行风险偏好有所提升，信贷投放将会逐步从依靠票据和短贷向中长期信贷投放转变，从而推动整个社融结构改善，有助于更好地满足实体经济融资需求。整体来看，传统信贷在2019年增速将会显著回升，信贷结构改善推动宽信用进程，有效填补非标融资萎缩产生的融资缺口，推动传统信贷支持实体经济发展。

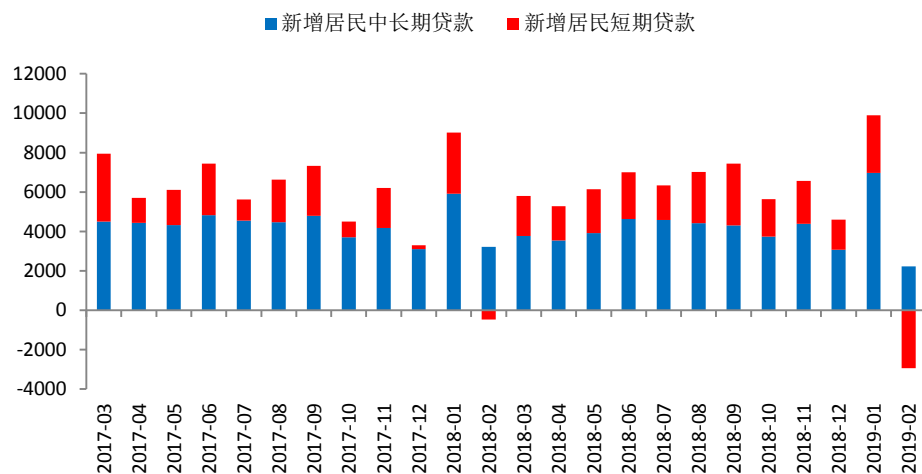
图1：2月份历来比1月份信贷投放增速有所下滑（亿元）



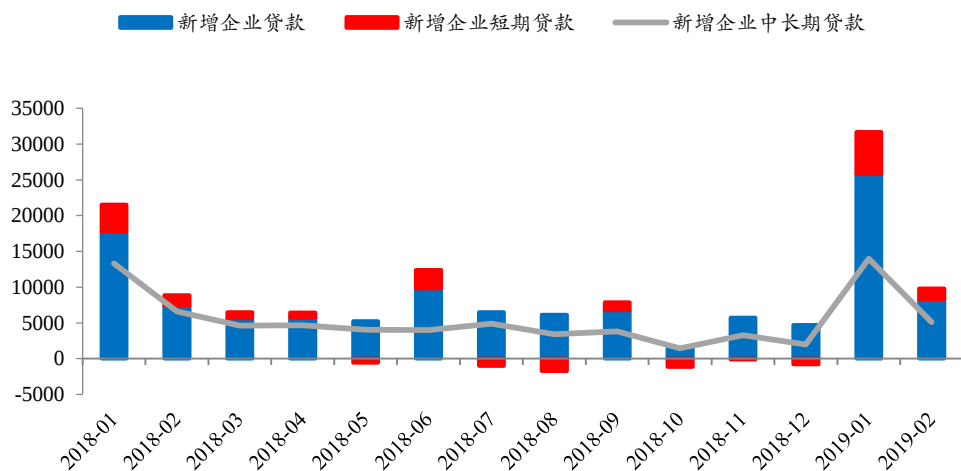
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款与票据融资占比显著降低

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 新增居民短贷异常缩水（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 企业融资需求旺盛（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

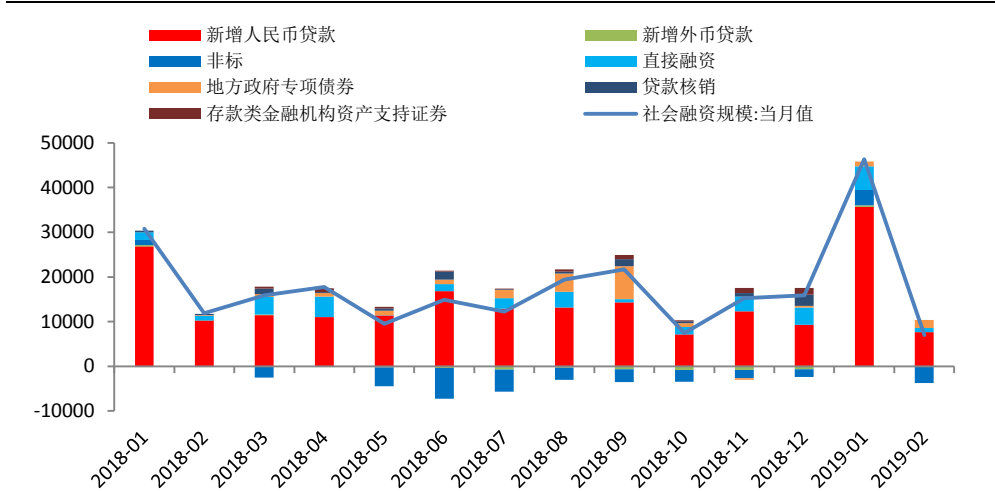
2、非标萎缩拖累社融增速回落

非标萎缩拖累2月份社融增速回落。2月份对实体经济发放的人民币贷款增加7641亿元，但是当月社会融资规模增量仅为7030亿元，比上年同期减少4847亿元，同比增速下滑0.3个百分点，依然高于2018年12月最低水平。其中，金融监管大环境不变，委托贷款减少508亿元，信托贷款减少37亿元，未贴现的银行承兑汇票减少3103亿元，非标融资萎缩是拖累2月社融增速下滑的主要原因；企业债券净融资和地方政府专项债均出现显著增长，其中企业债券净融资805亿元，同比多191亿元；地方政府专项债券净融资1771亿元，同比多1663亿元。

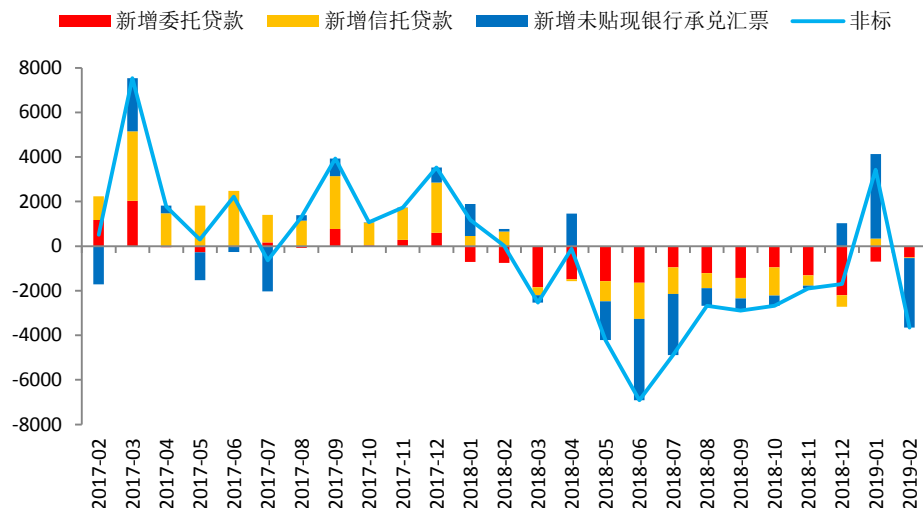
综合前两个月社会融资规模来看，**社融增速出现结构性变化**。2019年前两个月社会融资规模增量累计为5.31万亿元，比上年同期多1.05万亿元。其中，一是传统信贷增速回升，对实体经济发放的人民币贷款增加4.33万亿元，同比多增6259亿元，对社融贡献超过60%，是拉动社融增速回升的主要动力；二是非标对社融增速的拖累有所减缓，委托贷款同比少减251亿元；信托贷款同比少增763亿元；未贴现的银行承兑汇票同比少增860亿元；三是地方政府专项债和企业债券融资成为社融回升的重要增量。企业债券净融资5546亿元，同比多3740亿元；地方政府专项债券净融资2859亿元，同比多2751亿元，成为2019年社融结构改善新的亮点。

由于2019年2月份和阴历正月重合比较多，所以社融真实的数据要剔除季节性因素和春节假期效应，真实的数据将会反映在3月上，只有全面地把1、2、3月的数综合起来一起看，才可以准确判断2019年宽信用是否企稳。

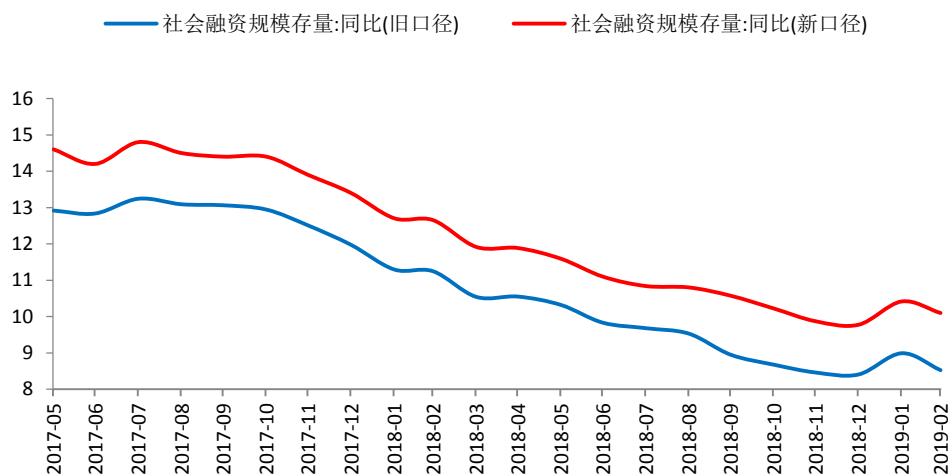
图5：社融增量分解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 非标融资拆解（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 社融存量同比增速下降（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 加强票据融资利率和资本市场利率联动，谨防票据贴现套利

近期票据融资快速增长，引起了市场和监管层高度关注，易纲行长通过研究在回答记者问时认为，结构性存款利率和票据贴现利率，和中央银行对票据的再贴现利率，总的来说没有大规模的空转或者套利，不排除个别现象，但将会加大处罚力度；整个票据贴现还是支持了实体经济，主要支持的还是中小微企业和民营企业。

票据套利并不普遍，不是近期数量和规模增加的主要原因。随着票据贴现利率的持续下行，企业通过票据融资，显著降低了融资成本，票据融资具有期限短，便利性高，流动性强，票据数据的增加主要是支持了实体经济，尤其是中小微企业。因此票据融资是中小微企业的重要融资渠道。关于票据融资和结构性存款之间是否存在套利行为，央行认为空间非常有限，不是普遍现象，也不是票据融资增加的主

要原因。

未来，为了消除监管套利的可能，央行将会一是实现“两轨并一轨”，**加强票据融资利率和资本市场利率之间的联动和传导**，对于可能存在的套利和资金空转保持警惕，及时采取措施；二是引导金融机构加强内部管理，完善业务考核，发挥票据对实体经济的支持作用，**防止有关行为的扭曲和风险的累积**；票据市场作为货币市场的重要组成部分，美国票据市场交易额大约是联邦基金和回购协议交易额之和的四倍左右，而我国只有 60% 左右，可见票据市场作为全球各国企业稳定的融资来源，**我国票据融资规模依然较小，未来仍有较大增长空间。**

4、地方债发行干扰 M2 同比增速

2 月末，M2 余额同比增长 8.0%，增速较上月下降 0.4 个百分点，低于 Wind 统计的市场预测均值 8.4%。在信贷和企业债券融资同比多增情况下，M2 同比增速出现较大幅度下滑，有点超出市场预期。我们先用排除法来找出 M2 同比在增速下滑的原因。从信用创造角度来看，影响 M2 同比增速的有信贷、金融机构口径外汇占款、银行自有资金债券和非标投资，以及财政存款变动等。

2 月信贷同比多增 465 亿元，拉升 M2 同比增速的幅度较小。企业债券融资同比多增 805 亿元，银行通过自有资金投资债券创造的存款会低于 806 亿元，同样拉升 M2 同比增速的幅度也较小。2 月人民币对美元从 1 月末的 6.7055 小幅升至 6.6868，外汇储备增加 23 亿美元，即使考虑到出境游换汇，外汇占款同比变动的幅度也不大，可以忽略对 M2 同比增速的影响。

2 月地方债发行 3356 亿元，前两月共发行约 7000 亿元，可能受年初地方债提前发行影响，2 月财政存款增加 3243 亿元，同比多增 8529 亿元，仅从数据上看，拉低 M2 同比增速 0.5 个百分点，信贷和银行企业债券投资可能共拉升 M2 同比增速 0.1 个百分点。

但是财政存款多增并不完全拉低 M2 增速，这里需要分情景讨论。

第一种情景，银行自有资金投资地方债，此时银行负债端居民或企业存款并没有变动，即使财政存款增加了，但 M2 并未减少。

第二种情景，银行理财资金投资地方债，此前先有居民或企业购买银行理财产品，银行负债端居民或企业存款减少，此后银行理财资金投资地方债，财政存款相

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_13806

