

宏观点评

社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评2月金融数据

事件：2月新增信贷8858亿元，预期9500亿元，前值3.23万亿；2月新增社融7030亿元，预期1.3万亿，前值4.64万亿；2月M2同比8.0%，预期8.4%，前值8.4%；M1同比2.0%，预期2.0%，前值0.4%。

核心结论：

1、2月单月信贷和社融不及预期，反映春节“错月”扰动较大；1-2月累计新增量超越季节性，反映信用环境总体改善。总体看，宽货币加码取得一定成效，但存在脱实向虚、表外融资萎缩、票据和短贷先于中长贷企稳等结构性问题，“宽货币”向“宽信用”的传导仍需进一步被打通。

- 季节性因素打压2月信贷投放，1-2月累计新增信贷超季节性走高，反映我国逆周期调节取得了一定成效。结构上，流动性改善始于企业短贷和票据融资，向中长贷的传导仍需等待。往后看，综合复工节奏以及易纲行长“要结合前3个月一起看”的表态，一季度信贷有望继续走好。
- 2月社融存量增速由升转降，但已连续两个月高于2018年底，社融存量增速大概率由此企稳。2月单月社融增量大幅走低，但1-2月累计大超季节性，总体指向信用有所改善。仍提示结构上的两大隐患：一是新增贷款存在脱实向虚的可能；二是表外融资仍存在季节性走低的问题。
- M1同比触底回升，M2同比小幅回调，M1-M2剪刀差连续13个月为负但缺口有所缩窄。当前M2增速与名义GDP大体匹配，我们预计2019年M2同比难破9%。其中2月财政存款同比大幅走高，可能与地方专项债额度提前下放，但资金使用节奏偏慢有关。

2、在前期报告中，我们提示了巨量社融的两处细节，即票据融资套利和企业借新还旧的可能性。往后看，随着当局对票据套利行为加强检查和监管，以及各类利率普降压缩套利空间，后续票据高增局面有望改观。此外，2月表内信贷投放萎缩，但M1同比反弹，M2中企业存款同比大幅少减，反映了企业存款状况有所改善。

3、在前期报告中，我们持续提示跟踪2019年信用情况的四条线索，目前看，1-2月累计数据显示社融和信贷已现企稳迹象，信用拐点将至（最晚在一季度末或者二季度初），后续以下四条线索仍然有效：1）跟踪我国货币派生机制的转变，即基础货币的投放有望由依赖外汇占款转向依靠主权信用；2）跟踪表外融资走势，预计表外将持续修复；3）跟踪M1-M2剪刀差向零靠拢甚至转正，当前M1低点已过；4）跟踪企业债信用利差，截至3月上旬，民企信用利差维持高位指向当前机构风险偏好并未得到切实提升。

4、信用底向经济底传导可期，我国GDP有望在三季度企稳走平。

- 我国经济周期本质上是信贷周期。统计发现，2003年以来我国经历了五轮，平均3.3年左右；社融存量增速领先实际GDP约半年，领先名义GDP约1-3个季度；M1-M2剪刀差领先名义GDP增速3-8个月。
- 眼下看，我国处于2017年1月开启的第五轮信贷周期，节奏上正由紧变松。倾向于认为，我国社融存量增速大概率就此企稳，M1-M2剪刀差的缺口也开始缩窄，对应看，我国经济有望在三季度企稳走平。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅卿

邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

- 1、《2019年政府工作报告10信号》2019-03-05
- 2、《央行四季度货币政策报告的8大信号，关注我国信用自主创造》2019-02-22
- 3、《关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1月金融数据点评》2019-02-17
- 4、《信用拐点将至，可跟踪4条线索——2018年金融数据点评》2019-01-16
- 5、《寻找超预期——2019宏观经济展望》2019.01.09
- 6、《信用仍紧，拐点何时可到？——11月金融数据点评》2018-12-12
- 7、《信用拐点依旧无期，民企政策作用几何？——10月金融数据点评》2018-11-14
- 8、《改口径不改趋势，信用拐点尚需等待——9月金融数据点评》2018-10-18



内容目录

1-2 月信贷和社融累计新增超越季节性，M1-M2 剪刀差 12 个月后首次缩窄	3
1-2 月新增信贷超越季节性，流动性改善始于企业短贷和票据融资高增	3
1-2 月社融增量超越季节性，表外融资由升转降，存量增速连续两个月走好	4
M1 同比触底回升，M2 同比小幅回调，M1-M2 剪刀差连续 13 个月为负	6
继续提示总量背后的两个细节：票据融资的真实作用和企业借新还旧的可能性	7
关注点 1：票据套利行为有望减少，票据高增趋势预计缓解	7
关注点 2：企业继续借新还旧，还是融资需求有所改善？	7
信用拐点已经不远，继续跟踪四个线索	8
信用底向经济底传导可期，我国 GDP 有望在三季度企稳走平	10
信贷周期划分：2003 年以来我国经历了五轮信贷周期，平均时长 3.3 年	10
社融底先于经济底出现，预计 2019 年三季度 GDP 大概率企稳走平	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：2019 年 1-2 月累计新增信贷仍超越季节性	3
图表 2：2 月单月居民和企业贷款环比均走低	4
图表 3：2 月单月企业票据融资环比走低	4
图表 4：社融存量增速连续两个月高于 2018 年四季度	4
图表 5：2019 年前两个月社融新增累计值超越季节性	5
图表 6：2019 年 1-2 月累计新增社融中表外融资仍较低迷	6
图表 7：M1-M2 仍低于季节性	6
图表 8：2 月居民存款同比少增，企业存款同比少减	6
图表 9：去年四季度以来各类利率普降	7
图表 10：中国私人非金融部门还本付息压力持续增加	8
图表 11：新增信贷增长并不总伴随着资产负债率的提升	8
图表 12：M1 同比触底反弹，M2 中企业存款同比少减，指向企业有效融资需求有所改善	8
图表 13：1996 年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已 13 个月连负	9
图表 14：5 年期企业债信用溢价仍处于高位	9
图表 15：2003 年以来我国信贷周期划分	10
图表 16：2003 年以来社融存量（同比）可划分为五个周期	11
图表 17：社融存量增速领先实际 GDP 约半年	11
图表 18：社融存量增速领先名义 GDP 约 1-3 个季度	11
图表 19：M1-M2 增速差对制造业 PMI 的领先关系不显著	12
图表 20：M1-M2 增速差领先工业企业利润（当月同比）3-8 个月	12
图表 21：M1-M2 增速差与工业增加值（当月同比）几乎同步	12
图表 22：M1-M2 增速差领先名义 GDP 增速 3-8 个月	12

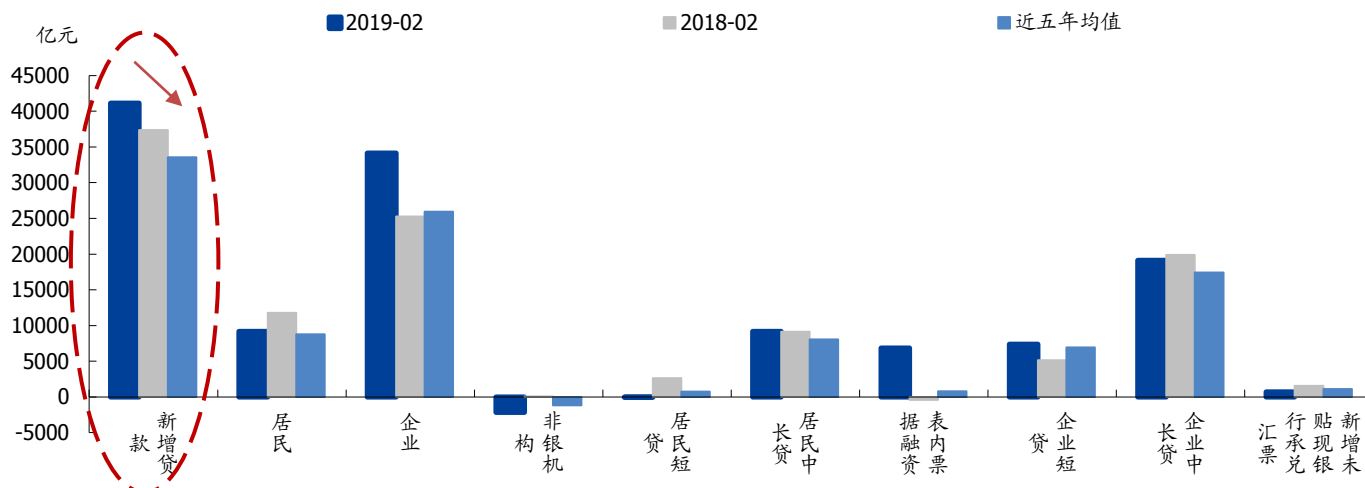
1-2月信贷和社融累计新增超越季节性，M1-M2剪刀差12个月后首次缩窄

1-2月新增信贷超越季节性，流动性改善始于企业短贷和票据融资高增

1-2月累计新增信贷超季节性走高，流动性较为充裕。2月新增信贷8858亿元，略低于预期的9500亿元，大幅不及前值3.23万亿元，同比多增465亿元，环比少增2.34万亿元。受春节早于去年，2月工作日较少，以及1月信贷集中投放影响，2月单月信贷投放较低，单月分析波动较大，我们建议应将着眼点放在1-2月累计数据的变化上。

1-2月累计新增信贷4.11万亿元，同比多增3765亿元，明显高于2016年同期（春节时间与2019年接近）的3.24万亿元，较近五年均值多增7593亿元，指向信贷投放明显提高，流动性较为充裕。

图表1：2019年1-2月累计新增信贷仍超越季节性



资料来源：Wind，国盛证券研究所

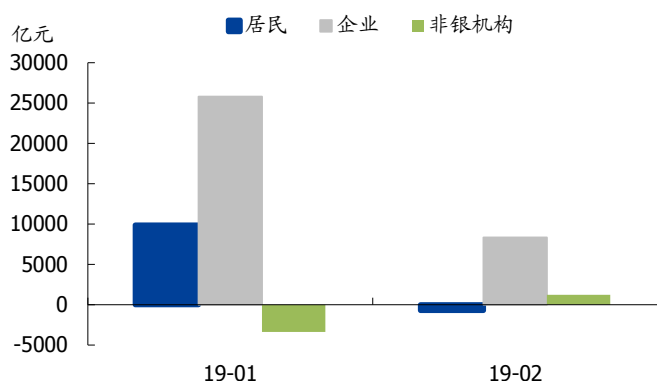
结构上2月单月居民和企业贷款均下滑较大，1-2月累计企业短贷和票据融资仍高增，季节性因素和票据规范拖累环比增量，但前两月综合看信贷总体改善。

单月看：2月单月居民贷款、企业贷款环比分别少增1.06万亿元和1.75万亿元，与2月春节因素且工作日较少有关；居民贷款同比少增3457亿元，与2019年春节提前，居民消费提前释放有关（历年居民短贷1月均比2月多）。2月票据融资环比少增1.04万亿元，其中表内票据少增3465亿元，表外票据少增6889亿元，我们分析这不仅存在季节性因素，也与2月份以来，当局加强对票据融资的监管，防止套利行为有关。

1-2月累计看：居民贷款仍较为低迷，增加9192亿元，同比少增2575亿元，较近五年均值小幅增加418亿元。但是企业短期融资企稳较为明显，即1-2月企业短贷增加7399亿元，同比多增2241亿元，表内票据增加6855亿元，同比多增7283亿元。我们认为，企业短期融资企稳回升是企业贷款、乃至信用环境改善的重要信号。由于宽货币向宽信用的传导、银行风险偏好的提升并非一蹴而就，银行和企业信用宽松的初始阶段往往偏好流动性强、成本较低的票据融资、短贷进行融资。往后看，随着央行加大宏观逆周期调节力度，定向降准、定向降息等一系列政策组合拳的出台和实施，企业中长贷有望随之企稳。今年政府工作报告删去了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”且再提房地产税，指向房地产调控基调较去年有所松动，各地还是有可能结构化、差异化、

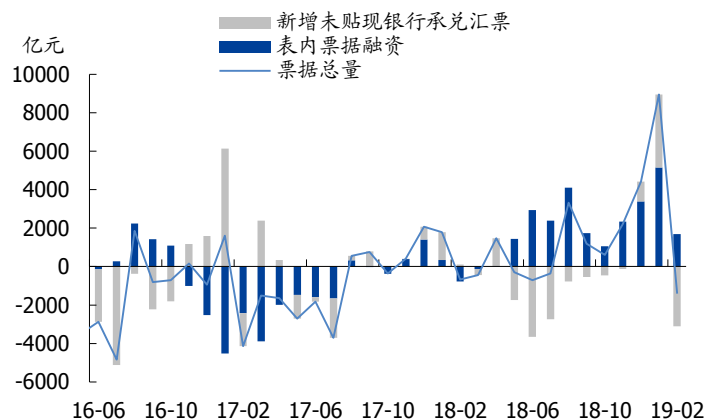
区域化放松各自调控力度。我们认为居民中长贷后期有望小幅提升，但总体看企业加杠杆概率要高于居民端，特别是中小企业、民营企业加杠杆力度预计较大。

图表 2: 2 月单月居民和企业贷款环比均走低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2 月单月企业票据融资环比走低



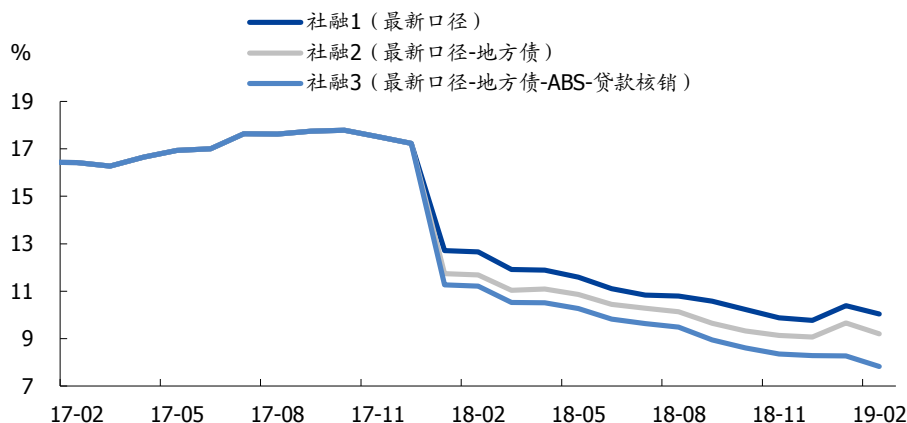
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述，我们认为 2 月信贷投放回落主要由季节性因素导致，1-2 月综合看新增信贷仍超季节性走高，意味着我国央行的逆周期调节取得了一定的成效，信用环境总体改善。往后看，综合复工节奏以及易纲行长“要结合前 3 个月一起看”的表态；结构上说，预计 3 月票据融资增量继续下降，企业短贷向中长贷的节奏传导则需数据的进一步验证，银行风险偏好大幅提升也尚需等待。

1-2 月社融增量超越季节性，表外融资由升转降，存量增速连续两个月走好

单月社融存量增速由升转降，但已经连续两个月高于 2018 年底，社融存量增速大概率由此企稳。在 2018 年 7 月和 9 月央行两次调整社融口径之后，可比口径下，新老口径社融存量增速已经连续 12 个月下行。2019 年 1 月首次触底回升至 10.4%，2 月小幅回落至 10.1%。我们分析 2 月存量增速较 1 月回落大概率源于季节性因素，导致 2 月新增社融环比回落较大，但是 1-2 月已经连续两个月明显高于 2018 年 11-12 月的个位数增速，表明社融存量大概率由此企稳。

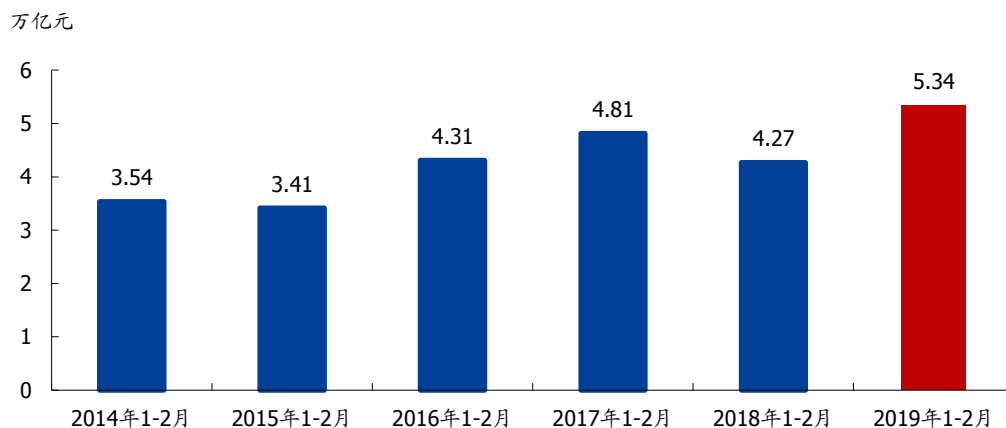
图表 4: 社融存量增速连续两个月高于 2018 年四季度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 由于 2019 年 1 月和 2 月央行未公布 ABS 和贷款核销具体数值，因此社融 3 估算方式与往期，及社融 1 和 2 有别

2月单月社融大幅走低，但1-2月累计大超季节性，总体指向信用环境有所改善。2月新增社融7030亿元，同比少增4864亿元，较春节时间较为相近的2016年2月少增1282亿元，较近五年均值少增3348亿元。1-2月新增社融累计新增5.34万亿元，同比多增1.07万亿元，较近五年均值多增9101亿元。与前述新增信贷一致，我们认为年初的社融单月数据波动较大，因此1-2月累计数据说服力较强。累计社融超季节性走高，表明去年四季度以来我国的宽货币政策取得了一定的成效。

图表5：2019年前两个月社融新增累计值超越季节性



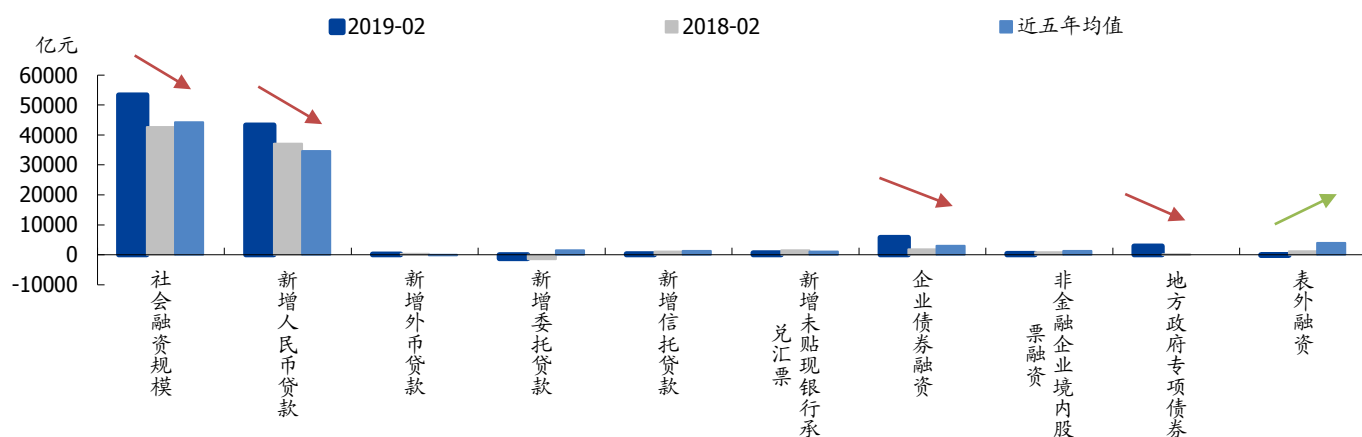
资料来源：Wind，国盛证券研究所

结构上看，表内信贷担当主支撑，企业债券和地方政府专项债增幅较大，表外融资仍旧萎缩，具体看，仍存在两大隐患：

- 一方面，新增贷款存在脱实向虚的可能。社融信贷与新增信贷存在口径差异，即2015年开始，新增信贷中包含了对金融机构贷款，但社融中的新增贷款不包括对金融机构贷款。在前期报告中，我们指出1月新增信贷较社融信贷少0.34万亿元，信贷超越季节性的表现应是主要流入了实体经济。但2月数据显示这种情况未再延续，即2月单月新增信贷较社融信贷多1828亿元，指向该部分流入了金融机构；同时新增信贷中对非银机构贷款新增1221亿元，环比多增4607亿元，同比多增3016亿元，与居民和企业的贷款下降趋势形成鲜明对比。再结合存款分项中，非银机构存款大增6757亿元，同比多增3632亿元，表明金融机构的贷款和存款相对更为充裕，流动性存在脱实向虚迹象，也与年初以来股市行情表现较好有关。
- 另一方面，新增表外融资由正转负，且1-2月累计数据低于季节性表现，表外融资企稳仍需等待。2019年1月非标融资连续10个月负增长后首次转正，但2月单月再次转负，新增委托贷款-508亿元，新增信托贷款-37亿元，新增未贴现银行承兑汇票-3103亿元，非标融资合计新增-3648亿元。1-2月累计数据显示新增表外融资-216亿元，较去年同期少增1410亿元，较近五年均值少增4179亿元。根据我们测算的非标到期趋势来看，今年2月非标到期量处于全年低位，因此2月表外融资较低与到期量关系不大，表外融资的切实修复仍需等待数据的进一步印证。

总体看，1-2月社融存量增速有所企稳、新增社融量超季节性走高，指向我国信用环境的总体改善，预示信用拐点到来可期。分结构看，还是以表内信贷、企业债券、地方政府专项债为支撑，表外融资趋于下行且存在脱实向虚的倾向，结构改善仍待进一步观察。

图表 6: 2019 年 1-2 月累计新增社融中表外融资仍较低迷



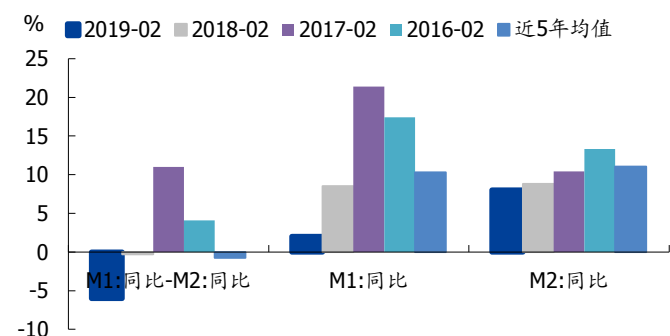
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

M1 同比触底回升，M2 同比小幅回调，M1-M2 剪刀差连续 13 个月为负

2月 M2 同比增长 8.0%，低于预期和前值 8.4%；M1 同比增长 2.0%，符合预期 2.0%，高于前值 0.4%。M1-M2 剪刀差自 2018 年 2 月以来已连续 13 个月为负，缺口较 1 月份有所收窄。M1 有所企稳应是与春节效应减弱有关（前期报告中我们指出 M1 与 M2 一减一增的表现可能源于春节期间企业集中发放薪资和奖金，导致居民存款大增，企业存款减少）。2 月情况发生反转，2 月居民存款同比少增 1.54 万亿元，而企业存款同比少减 1.2 万亿元，2 月企业存款数据好于季节性春节错月有关，也反映出企业尚未大规模进行投资。预计随着元宵节过后各地复工的稳定开展，企业将加快投资。我们判断，M1 底部或已在 1 月份确认，未来 M1-M2 剪刀差缺口预计缩窄，“宽货币”向“宽信用”的传导有望进一步疏通。

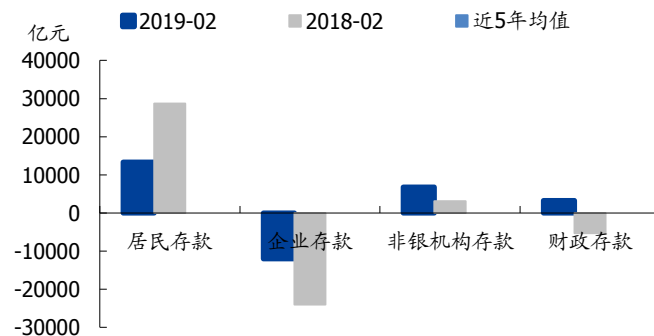
财政存款方面，2月新增财政存款6757亿元，同比增加8529亿元，环比减少2095亿元，符合财政存款季初高季末低的季节效应。财政存款同比的大幅走高预计与地方专项债额度提前下放，但资金落实到项目和企业的节奏偏慢有关，预计随着积极财政政策的进一步落地，财政存款有望降低，同时为M2的增长释放活力。

图表 7: M1-M2 仍低于季节性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2 月居民存款同比少增, 企业存款同比少减



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年《政府工作报告》和《央行四季度货币政策执行报告》均提出“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”，因此在调低经济增速的同时，M2整体增速下行也有利于提高货币产出效率、减少资金空转，提升资金使用效率。我们预计，2019年实际GDP增速在6.2%-6.3%左右，CPI中枢2.3%-2.5%左右，对应的今年M2同比在8.5%-8.8%之间，难破9%。

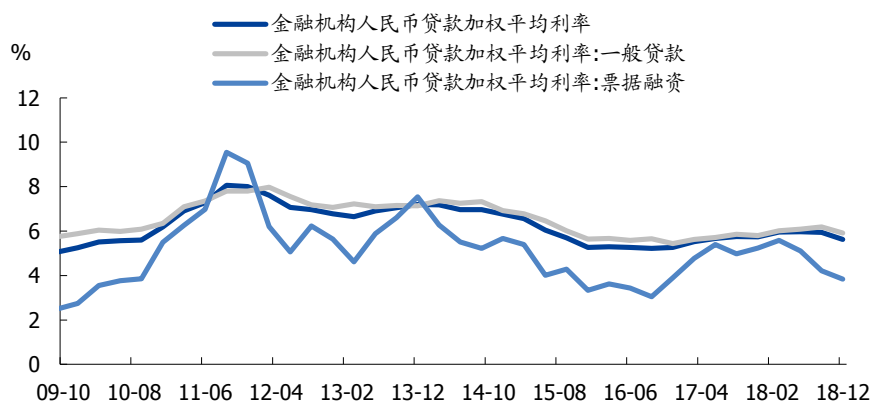
继续提示总量背后的两个细节：票据融资的真实作用和企业借新还旧的可能性

关注点1：票据套利行为有望减少，票据高增趋势预计缓解

信贷企稳往往起于票据高增和短贷恢复，应客观看待票据融资的作用。在前期报告中，我们曾指出2018年，新增信贷一大突出结构性特点便是票据融资持续成为主支撑。票据贴现高增主要源于银行存贷考核、民企融资需求以及票据融资成本降低三方面的考虑。并在2019年1月金融数据点评中补充提示警惕企业利用票据融资与结构性存款的利差进行套利，进而导致票据融资虚增以粉饰信贷和社融增量。

往后看，我们认为票据对实体经济的支撑力度有望加强，票据融资套利行为预计减少。一方面，根据21世纪经济报道，目前部分银行正计划在2月底启动全行票据贴现业务检查，央行参事盛松成也于2月25日表态称“商业银行的信贷审核应更加注重贸易背景的真实性，坚持票据融资为实体经济服务的本质，防止票据套利。”，此外，3月10日潘功胜副行长在回答记者提问时表示“票据融资增加主要是支持了实体经济，尤其是中小企业，票据融资与结构性存款之间的套利空间有限，下一步要加强票据融资利率与资本市场利率的传导，警惕可能的套利和资金空转”，去年四季度以来各类利率普降，也压缩了票据融资的套利空间，因此我们预计3月开始票据套利的行为将有所减少。另一方面，历史经验来看，信贷的恢复往往伴随着票据和短贷先恢复，接着再传导至长贷和M2，所以我们认为票据高增在改善信用环境方面的作用应大于资金空转效应。

图表9：去年四季度以来各类利率普降



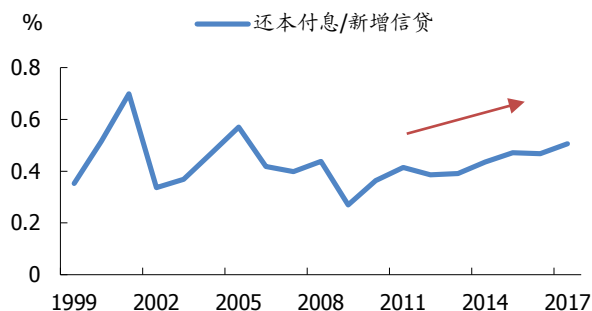
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

关注点2：企业继续借新还旧，还是融资需求有所改善？

宽货币有效传导至宽信用仍需等待，2月单月看企业有效融资需求有所改善。前期报告

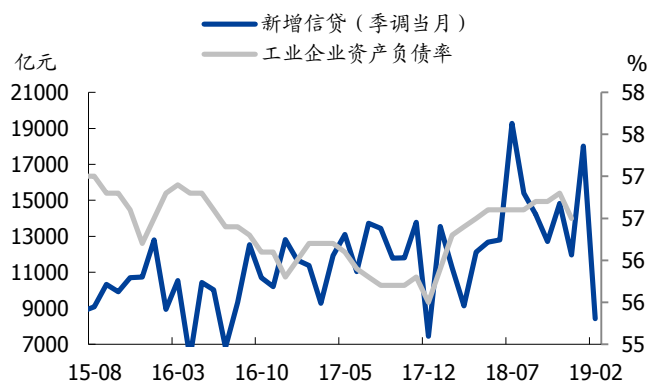
中，我们指出综合考量中国私人非金融部门还本付息与新增信贷的比值，新增信贷与资产负债率走势，以及表内信贷和 M1、M2 趋势等三个维度，倾向于认为，眼下这轮企业新增信贷高增，很大可能是用于债务上的借新还旧，而并非真实的投资需求，当前看这三个指标仍然有效。需要指出的是，2 月单月表内信贷投放萎缩，但 M1 同比反弹，M2 中企业存款同比大幅少减，反映了企业存款状况有所改善，宽货币向宽信用的传导以及企业真实的融资需求尚需持续观察。

图表 10: 中国私人非金融部门还本付息压力持续增加



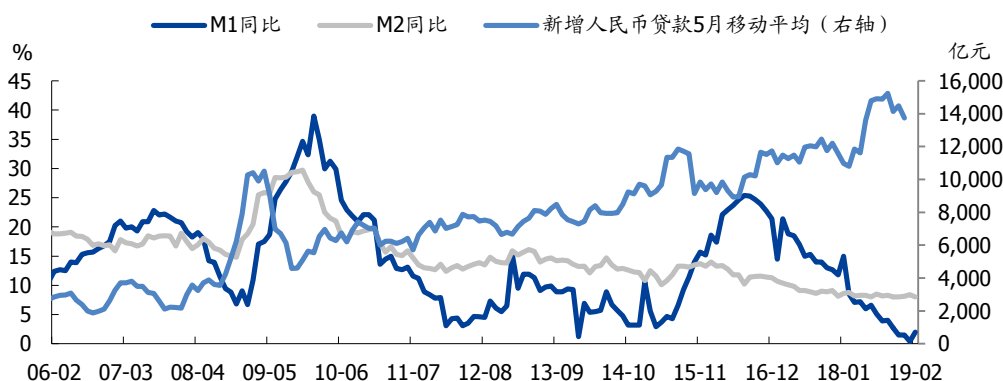
资料来源: BIS, Wind, 国盛证券研究所测算所得

图表 11: 新增信贷增长并不总伴随着资产负债率的提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: M1 同比触底反弹, M2 中企业存款同比少减, 指向企业有效融资需求有所改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_13816

