



联讯证券专题研究

社融数据真的有那么弱吗

2019 年 03 月 10 日

投资要点

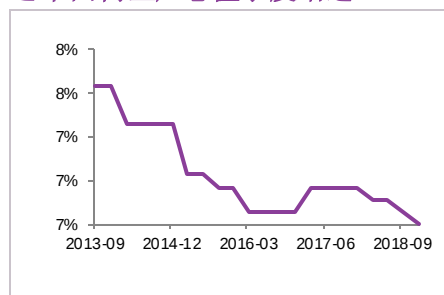
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《天量社融反映了什么》2019-02-15

《风起普惠，科技先行》2019-02-20

《深度解析居民杠杆》2019-02-26

《深度解析地方政府债务》2019-03-01

《政府工作报告的 10 大关注点》

2019-03-05

✧ 社融数据真的有那么弱吗

2019 年 2 月信贷新增 8800 亿，社融 7000 亿（存量增速 10.1%），较 1 月大幅下跌，主要与春节假期工作时间短有关。

但这一点市场已经有预期，与预期（wind 统计）相比，2 月数据仍然偏差，一来是因为 1 月份天量的社融与信贷、超季节性回升的 PMI 新订单指数及股票的春节躁动，使部分投资者产生了宽信用起效的感受，提高了市场对金融数据增长的预期；二来是因为经济增长减缓的压力仍在继续释放，可能表现出了一些新的特征。

第一，居民部门与企业部门背离；

第二，票据融资监管从表外向表内传递；

第三，M1 增速“假”反弹。

✧ 风险提示：社融超预期增长



图表目录

图表 1： 企业部门的信贷结构在持续改善	3
图表 2： 历年 2 月都有改善的传统，此次改善有季节性因素的扰动.....	4



2019 年 2 月信贷新增 8800 亿,社融 7000 亿(存量增速 10.1%),较 1 月大幅下跌,主要与春节假期工作时间短有关。

但这一点市场已经有预期,与预期(wind 统计)相比,2 月数据仍然偏差,一来是因为 1 月份天量的社融与信贷、超季节性回升的 PMI 新订单指数及股票的春节躁动,使部分投资者产生了宽信用起效的感受,提高了市场对金融数据增长的预期;二来是因为经济增长减缓的压力仍在继续释放,可能表现出了一些新的特征。

1、居民部门与企业部门背离

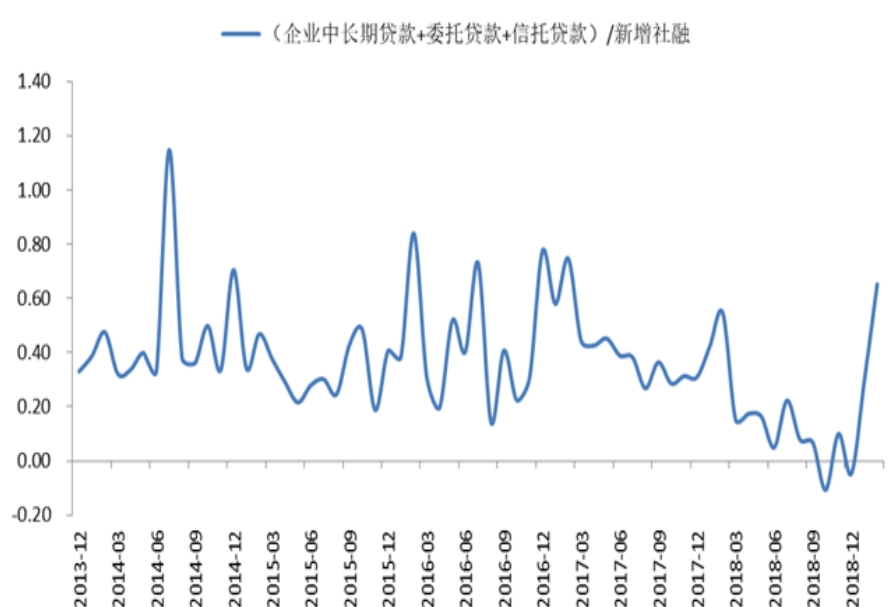
企业部门的数据表现不算差,且结构也在进一步改善。

1) 中长期贷款 5100 亿,显著高于表内票据融资规模,虽低于季节性均值,但是近一年以来仅次于 2019 年 1 月的高增量;

2) 非标(信托贷款+委托贷款)新增-545 亿,也是近一年以来仅次于 2019 年 1 月(-354 亿)的高增量;

3) 债券融资 805 亿,近三年同期的最高值。

图表1: 企业部门的信贷结构在持续改善



资料来源: 联讯证券, wind

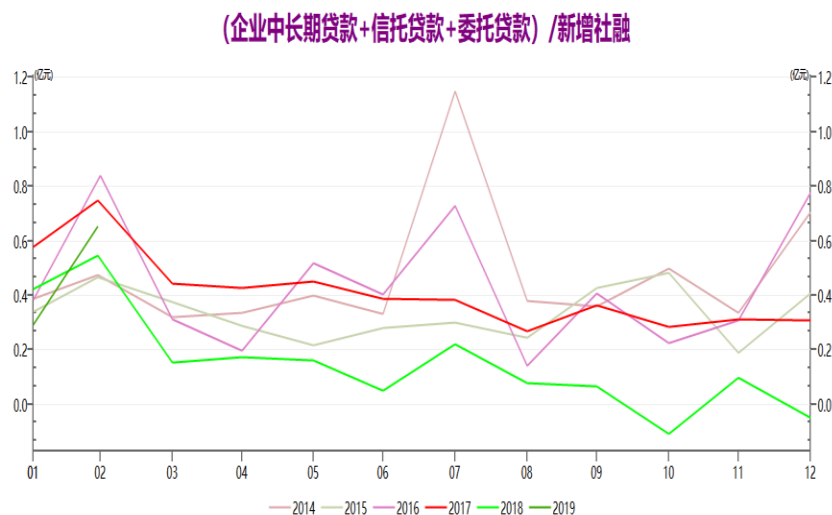
有几个原因。一是季节性扰动,过去五年(企业中长期贷款+信托贷款+委托贷款)/新增社融都有在 2 月份冲高的现象,未来是否有超季节性的表现,关注 3 月的金融数据。

二是流动性外溢的效果,包括政策加强对民企和小微企业的信贷支持、保持流动性合理充裕使投资者将长端利率压至低点后,转攻信用债洼地等;

三是在理财、货币基金等金融资产的收益率连续降低后,更多零售端的投资者将资金投向了具有更高收益率的信托产品,信托资金募集端较 2018 年改善。



图表2： 历年 2 月都有改善的传统，此次改善有季节性因素的扰动



资料来源：联讯证券，wind

居民部门相反，短期贷款（-2900）与中长期贷款（2200）环比均大幅下滑，虽有季节性因素的干扰，但低于季节性均值（-1000，2948）不少，指向居民部门的需求弱化。

消费端，春节黄金周的消费增速 8.5%，较 2016-2018 年同期两位数的增速低迷不少；另一方面，春节返乡置业潮在今年不明显，克而瑞对 32 家房企的监测数据显示，1-2 月份累计销售额同比增速为-6%。随着棚改货币化安置的退潮、房价居于高位易跌难涨，三四线城市的房地产销售正趋于疲弱，在今年可能会成为需求的主要拖累之一。

从传导与反馈机制来看，2018 年融资收缩驱动的经济周期向下，首先冲击的是企业部门，企业部门的盈利与资产回报率预期下滑，导致就业和薪酬水平的下滑，进而造成了居民加杠杆动能的下滑。

再往后，若居民部门加杠杆的动力继续弱化，则企业部门将遭受负反馈，尤其是地产行业将受到较大冲击，对政策逆周期调节的力度也提出了更高的要求。

2、票据融资监管从表外向表内传递

票据融资表内增长 1600 亿，表外未贴现银行承兑汇票增长-3100 亿，较 1 月大幅下跌，有春节效应的影响，也有可能是 1 月提前消耗了储备，也有部分监管因素的影响。但因为对于票据套利的关注与监管在 2 月下旬才开启，时间偏晚，3 月份及以后的数据可能才更能看出监管的影响。

票据融资由于，1）占用表内信贷额度，多用于对中小微企业的信贷支持，可完成政策指标；2）未贴现票据（商票+银票）有存量，其所受影响会弱于表外未贴现银行承兑汇票，其数据的恶化速度也会更慢。

3、M1 增速“假”反弹

2 月 M1 增速反弹至 2%，M2 则下滑 0.4%，录得 8% 的增速，两者的差值（M1-M2）从-8%收窄至-6%。

从存款来看，M1 的反弹主要因为春节错位带来的基数效应影响。因为 2018 年的春节在 2 月中旬，企业下发工资和奖金全部集中在 2 月份，因此 M1-M0 代表的企业活期



存款减少了 3 万亿；

但 2019 年春节在 2 月初，主要企业在 1 月中下旬发放工资薪酬，也有部分企业在 2 月初发放工资薪酬，存在分流的情况。体现在数据上，是 M1-M0 在 1 月份减少了 2 万亿，在 2 月份减少了 1 万亿。

因此，对于 M1 来说，2018 年的 2 月份基数处于比较低的水平，容易带来增速的反弹。

对于 M2，我们一方面可以看到由于专项债提前放量，财政支出下发缓慢，财政存款逆季节性增长了 3200 多亿，抽走了实体的流动性；

另一方面以（金融机构新增企业存款-M1-M0）作为企业部门的定期存款代理指标来看，企业的定期存款规模减少了 1600 亿，较 2018 年同期少增 1 万亿，可能监管开始管控企业利用结构化存款进行票据套利有关。

事实上，如果我们将 1-2 月结合起来看，M1 的平均增速是 1.2%，仍低于 2018 年末的增速，剪刀差-7%也在继续收缩。

因此，以 2019 年前两个月的货币供应量数据来看，我们很难得到企业部门的经营状况与预期得到了改善的结论，还需要结合 3 月份的数据来做进一步的判断。

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_13849

