

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：贺晨

✉ hechen@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

事件：中国 1 月新增人民币贷款 32300 亿人民币，预期 30000 亿人民币，前值 10800 亿人民币。中国 1 月社会融资规模增量 46400 亿人民币，预期 33070 亿人民币，前值 15898 亿人民币。中国 1 月 M2 货币供应同比 8.4%，预期 8.2%，前值 8.1%。

图表目录

图表 1: 社融增速超预期反弹, M2 增速企稳回升.....	3
图表 2: 新增表内贷款仍是支撑社融大幅反弹的主力	4
图表 3: 表内外票据融资占比大幅提升	4
图表 4: 新增企业中长期贷款占比反弹, 信贷结构有所改善.....	5
图表 5: 短期贷款及票据融资仍为主力, 但企业中长期贷款占比有所提升.....	5
图表 6: M2 增速反弹回升, M1 增速继续下滑	6
图表 7: 监管全面发力促进金融业服务实体经济, 改善信贷结构.....	6
图表 8: 银行间利率下行带动票据利率整体下行	7
图表 9: 票据融资占比在 2018 年提升	8
图表 10: 2018 年理财产品收益率与票据贴现利率出现较大利差空间	8
图表 11: 经济下行压力加大时期, 票据融资上行.....	9
图表 12: 票据利率基本领先一般贷款利率下行.....	9
图表 13: M2 增速大致领先经济增速 2 个季度	10

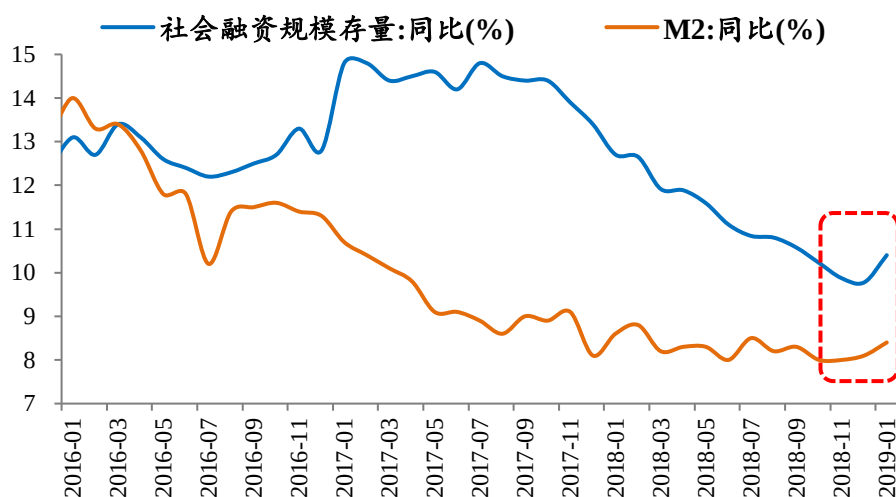
1、核心观点：1) 1月社融信贷数据超预期，社融、M2和信贷数据触底反弹，符合我们此前1季度社融触底回升的判断。预计社融增速将延续回升，但幅度不大；2) 前期的宽货币宽信用政策开始见效；3) 融资结构性问题依然存在，尤其是票据融资占比较高，表明商业银行风险偏好不高。信用传导不畅，仍需政策持续发力；4) 货币金融数据具有领先性，政策底领先于经济底。我们维持之前的判断：2019年年中经济有望二次探底，最好的投资机会就在中国，新周期。

2、1月社融增速超预期反弹至10.4%，人民币贷款仍为支撑社融增速的主力。此外，票据融资创新高、监管政策边际放松促使非标融资由负转正、财政发力推动地方专项债加快发行、债券融资边际提升共同助力社融增速超预期增长。

社融增速超预期反弹，实体融资形势边际改善。1月新增社会融资规模4.64万亿元，同比多增1.56万亿元，存量增速10.4%，止住此前连续14个月的下滑，出现超预期反弹，实体经济融资形势出现边际改善。

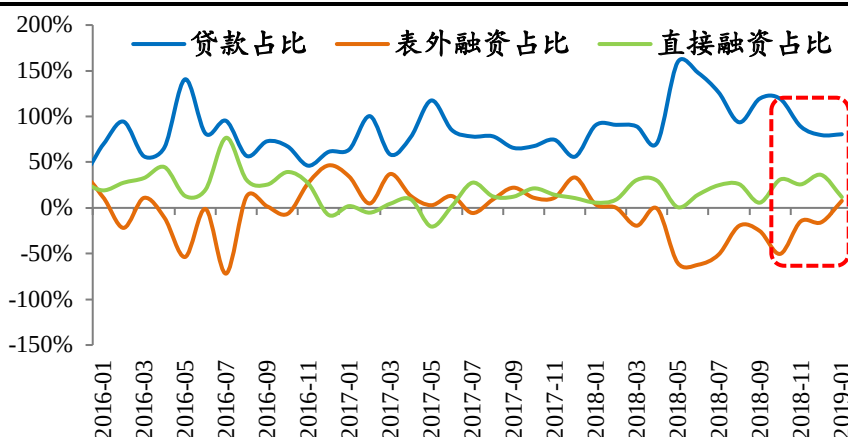
从结构来看，人民币贷款仍为支撑社融增速的主力，此外，票据行情火爆，叠加监管政策边际放松致使委托贷款、信托贷款边际好转，非标融资由负转正。表内融资方面，季节性因素主导下，新增人民币贷款3.23万亿元，同比多增3300亿元，支撑社融反弹；表外融资方面，1月表内外票据融资创新高，票据融资以及未贴现银行承兑汇票合计8946亿元，占社融比重达19.3%，较同期上升13.5个百分点。1月委托贷款、信托贷款边际好转，分别较同期多增15亿、-109.8亿，整体表外融资由负转正，1月表外融资3432亿，较同期多增2253.8亿；此外，财政发力促使地方专项债加快发行；宽信用政策下市场利率下行，债券融资转暖，助力社融增速反弹。伴随财政政策发力，将地方专项债提前至1月发行，叠加流动性合理充裕、市场利率下行、债券市场信心修复，1月新增地方专项债1088亿元，企业债券4990亿元，分别较同期多增1088亿和3767.7亿，支撑社融增速。

图表1：社融增速超预期反弹，M2增速企稳回升



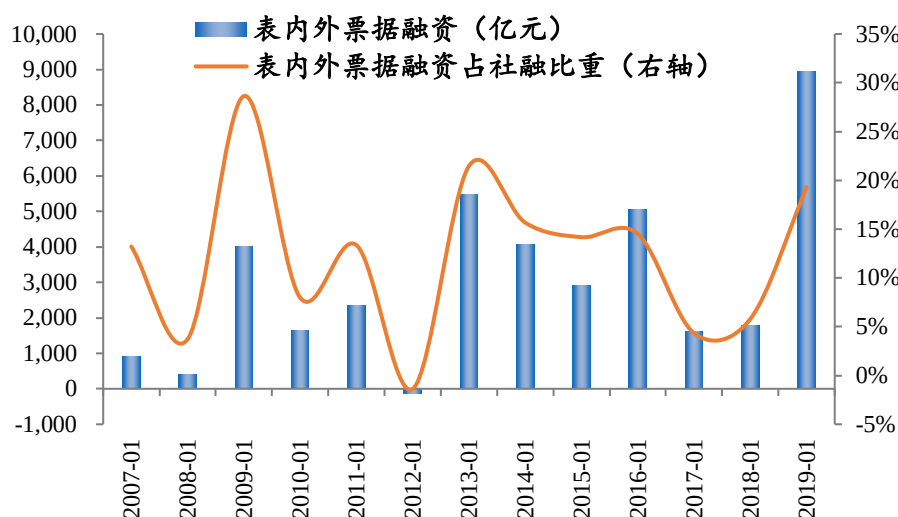
资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：新增表内贷款仍是支撑社融大幅反弹的主力



资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：表内外票据融资占比大幅提升



资料来源：Wind，恒大研究院

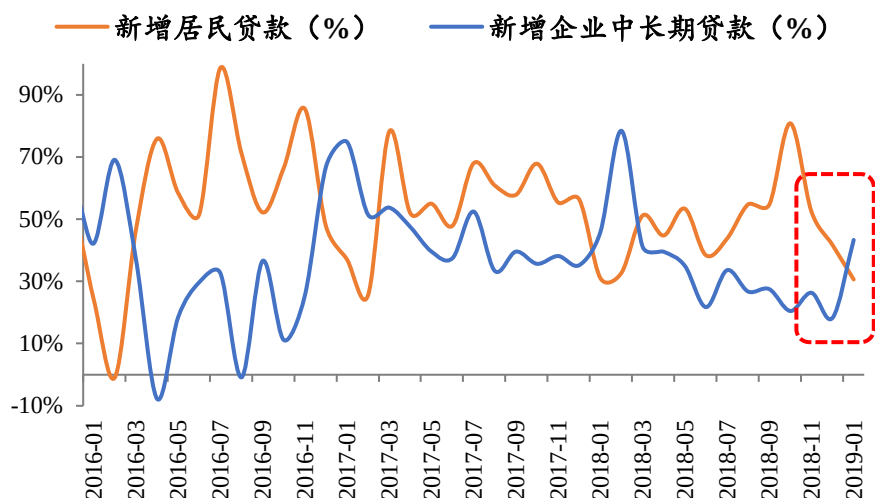
3、季节性因素叠加宽信用政策驱动银行信贷放量，企业中长期贷款占比反超居民贷款，贷款结构边际改善，但票据冲量仍较为明显，银行风险偏好仍待改善。

季节性因素叠加宽信用政策驱动银行信贷放量，新增人民币贷款同比多增 3300 亿元。2019 年 1 月新增人民币贷款 3.23 万亿元，同比多增 3300 亿元。一方面，前期央行宽信用政策支持银行为中小企业提供融资，驱动银行信贷放量；另一方面，受季节因素影响，银行在年初倾向于向优质客户优先贷款，去年末因信贷额度以及清算盘点而受挤压的融资需求也在 1 月释放。

从结构来看，企业中长期贷款占比反超居民贷款，企业活力边际增强，贷款结构边际改善，但仍以短期以及票据融资为主，反映银行风险偏好依然较低。1 月住户部门贷款增加 9898 亿元，企业部门新增 2.58 万亿元，其中，企业中长期贷款 1.4 万亿，占新增人民币贷款 43.3%，占比环比提高 25 个百分点，但同比减少 2.5 个百分点，反映企业活力边际增强，贷款结构改善，但仍低于同期。当前新增人民币贷款以短期为主，1 月短

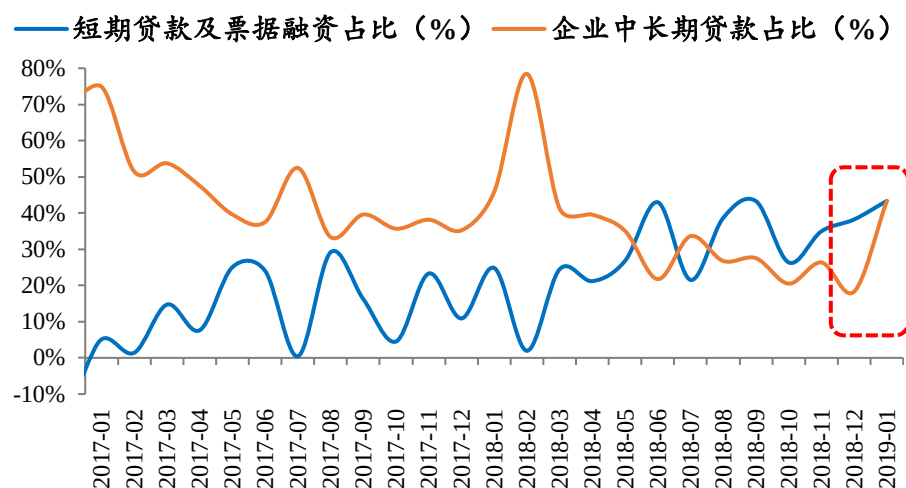
期贷款及票据融资 14009 亿元，同比多增 6806 亿元，表明银行风险偏好依然较低，宽信用政策效果持续性仍待进一步观察。

图表4：新增企业中长期贷款占比反弹，信贷结构有所改善



资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：短期贷款及票据融资仍为主力，但企业中长期贷款占比有所提升

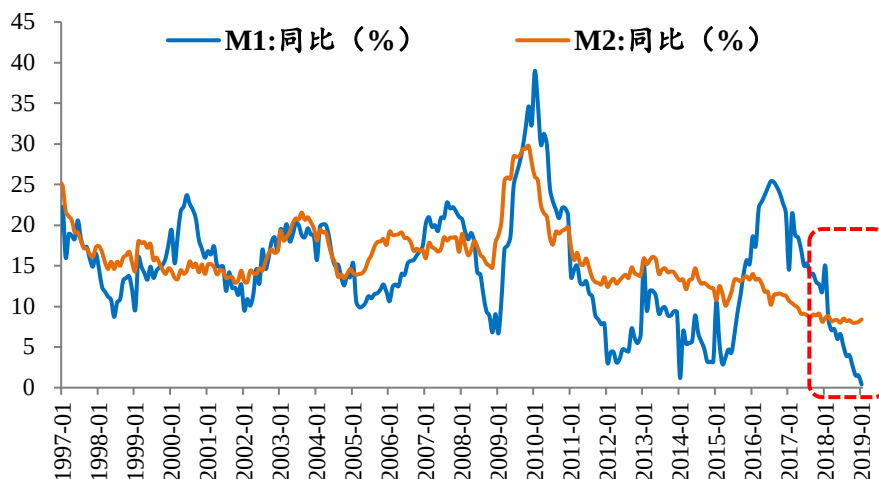


资料来源：Wind，恒大研究院

4、M2 增速回升，创近半年来新高，M2-M1 增速差继续扩大，一方面受春节的季节性因素影响，另一方面也说明企业活力不足。

M2 货币供应同比增速 8.4%，较 2018 年 12 月提高 0.3 个百分点，创 2018 年 7 月以来的新高。财政政策发力，1 月财政存款增加 5337 亿元，同比少增 4472 亿元，积极财政背景下减税带来缴税减少，推高 M2 增速 0.26 个百分点。M1 增速进一步下滑至 0.4%，M2-M1 增速差继续扩大，主要是季节性因素导致，2019 年春节提前至 2 月初，导致 1 月居民存款高增、企业薪资奖金发放时点提前，企业存款减少，但也从另一方面说明企业活力依然不足。

图表6: M2 增速反弹回升, M1 增速继续下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

5、监管政策持续发力, 全面降准、支持商业银行补充资本金、引导银行优化信贷结构, 支撑社融增速反弹。

图表7: 监管全面发力促进金融业服务实体经济, 改善信贷结构

	措施	意义
多维降准	● 定向降准: 2018 年以来 4 次降准, 共释放基础货币 3.65 万亿元, 净投放 2.3 万亿元 ● 全面降准: 2019 年 1 月全面降准, 投放基础货币约 1.5 万亿元, 加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金, 净投放约 8000 亿	第一道, 增加流动性投放, 保证市场流动性合理充裕
为银行补充资本金	● 2018 年 12 月, 央行创设票据互换工具 (CBS), 提高银行永续债流动性, 支持银行发行永续债补充资本 ● 2019 年 2 月, 国务院支持商业银行多渠道补充资本金, 一是对商业银行提高永续债发行审批效率, 降低优先股、可转债等准入门槛, 允许符合条件的银行同时发行多种资本补充工具; 二是引入基金、年金等长期投资者参与银行增资扩股, 支持商业银行理财子公司投资银行资本补充债券, 鼓励外资金金融机构参与债券市场交易	第二道, 增强银行资本实力, 银行业将会投入更多真金白银进入实体经济需要的领域
政策引导优化结构	● 对商业银行的宏观审慎评估 (MPA) 中增加对小微企业融资的评估指标从债券 (民营企业债券融资支持工具)、信贷 (四次定向降准, 3000 亿再贷款、再贴现)、股权 (民营企业股权融资工具) 三个渠道发力解决民企融资难融资贵 ● 在新增的公司类贷款中, 大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3, 中小型银行不低于 2/3, 争取三年以后, 银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50% ● 力争 4 季度金融机构新发行小微企业平均贷款利率比 1 季度降低 1 个百分点; 将民企债券、贷款纳入央行合格担保品范围	第三道, 引导商业银行优化信贷结构, 推动利率“两轨合一轨”, 疏通货币政策传导渠道

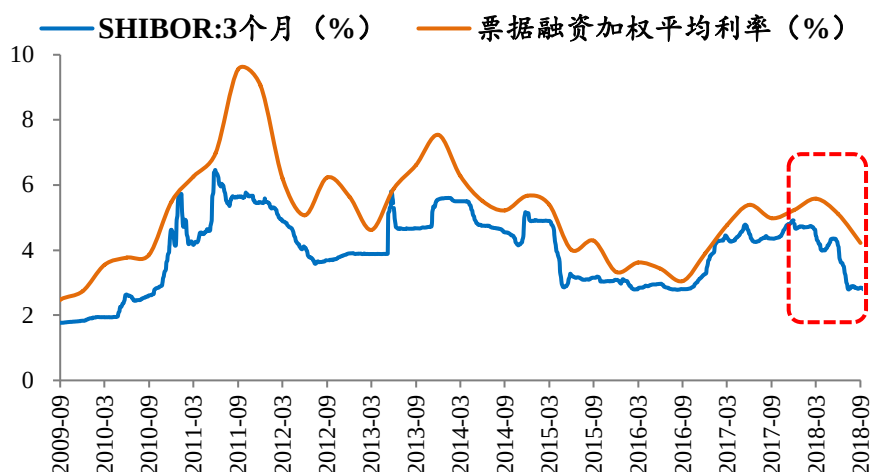
资料来源: 恒大研究院

从政策层面来看，货币金融政策发力是金融数据超预期的重要因素。第一，2018 年央行 4 次定向降准，2019 年 1 月全面降准，保持市场流动性合理充裕；第二，2018 年 12 月-2019 年 2 月，央行多渠道支持商业银行补充资本金，保证银行资本金充裕，从而将更多资金投入实体经济；第三，自 2018 年下半年以来，央行、银监会等监管机构多项政策引导商业银行优化贷款结构，支持小微企业和民企融资，促进贷款结构不断改善。

6、票据融资火爆，但只能暂缓企业短期融资需求，且票据套利不具有长期性，难以带动结构性存款利率持续下行。

流动性合理充裕，货币市场利率下行，带动票据利率下行。2018 年，央行 4 次降准，增加再贷款再贴现，2019 年 1 月更是全面降准，银行间流动性合理充裕，货币市场利率下行，带动票据融资利率从 2018 年 3 月的 5.58% 下滑至 9 月的 4.22%。相比于债券融资和贷款，票据融资的利率优势凸显，催生了 2018 年至今的票据融资火爆现象。

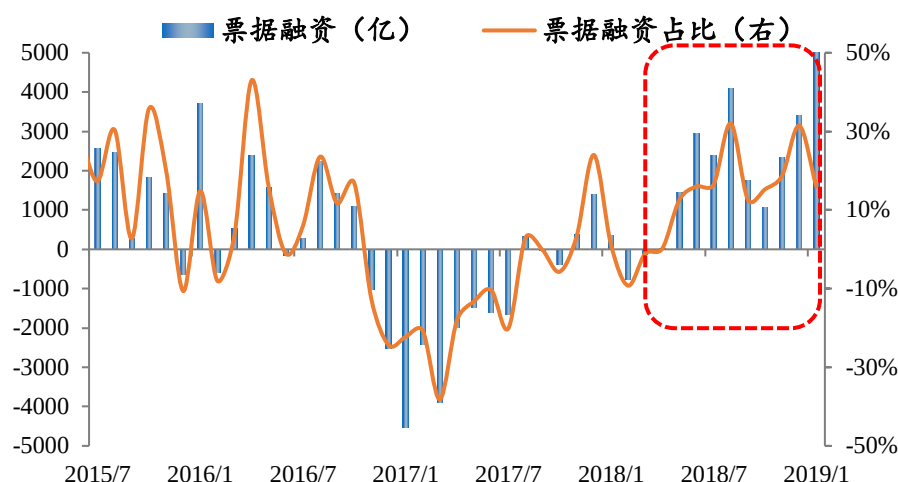
图表8：银行间利率下行带动票据利率整体下行



资料来源：Wind，恒大研究院

银行风险偏好低，票据融资期限短、流动性强、风险低，符合银行需求。除了整体流动性因素外，票据期限大多 6 个月，期限短，流动性强，且有银行信用担保或企业信用背书，风险较低，符合 2018-2019 年银行的低风险偏好，因此也受到商业银行的喜爱。票据融资在新增贷款中的占比由 2018 年 1 月的 1.2% 上升至 2018 年 12 月的 31.4%。

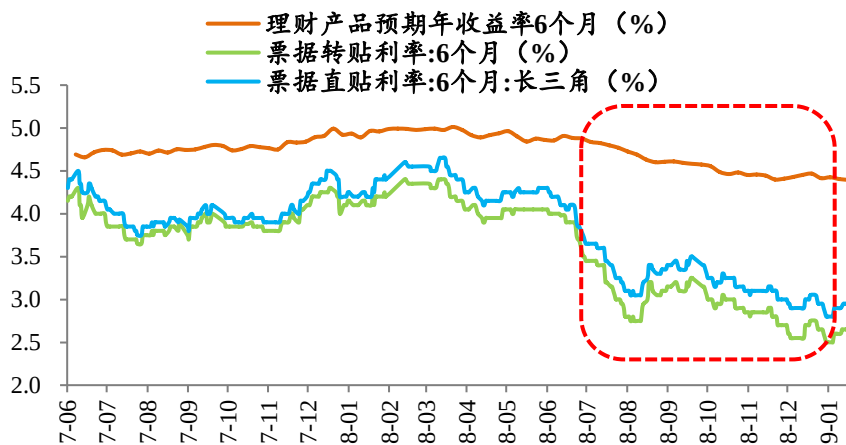
图表9：票据融资占比在 2018 年提升



资料来源：Wind，恒大研究院

票据利率与银行理财、结构性存款、大额存单等出现套利空间。由于票据直贴和转贴利率下降，与银行理财、结构性存款和大额存单等产品之间出现了客观的利差空间，企业有动力用贴现后的资金购买存款类产品，赚取利差。例如，2019 年 1 月 20 日，6 个月理财产品的预期收益率为 4.4%，而同期票据直贴利率仅 2.9% 左右，转贴现利率仅 2.6%，企业存在 150BP 的套利空间。

图表10：2018 年理财产品收益率与票据贴现利率出现较大利差空间



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_14181

