

固定收益研究/动态点评

2019年02月15日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号: S0570518110005
研究员 zhangliang014597@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究:猪、油拖累通胀,债市基本面支撑未动摇》2019.02
- 2《固定收益研究:中短转债:小型品种,稀缺题材》2019.02
- 3《固定收益研究:尚荣转债:名虽医疗,实则医建》2019.02

社融底隐现, 利率债波动加大继续

——2019年1月金融数据点评

社融底隐现, 债市继续窄幅波动, 投资行为或更短视化

基本面逆转的迹象还有待观察, 现实仍骨感(通胀数据等), 预期有改善(社融底), 货币政策宽松的制约还不多, 小型资产荒尚未完全消退, 债市趋势还不轻言逆转。但是想象力已经大不如前, 加上社融等数据触底, 风险资产表现回暖, 地方债提前发行缓解经济下行和资产荒压力, 债市在临近前期低点后波动加大在所难免。在这种背景下, 投资者的投资行为预计将更为短视化。利率趋势性弱化, 波动加大, 对应的是性价比较去年明显弱化。我们维持近期判断, 珍视适度信用下沉的票息机会, 而向转债博收益近期收效较好, 利率债从趋势策略转为交易策略, 关注开工旺季验证情况。

央行公布 2019 年 1 月份金融数据

1月新增人民币贷款 32300 亿元, 市场预期 30000 亿元, 前值 10800 亿元。社会融资规模增量 46400 亿元, 市场预期 33000 亿元, 前值 15898 亿元。M2 同比 8.4%, 市场预期 8.2%, 前值 8.1%; M1 同比 0.4%, M0 同比 17.2%。

信贷超预期, 结构有所改善

1月新增人民币贷款环比多增 2.15 万亿, 同比多增 3284 亿。季节性上看, 1月是融资的传统旺季。从结构上看主要受企业短期贷款和票据融资带动, 但中长期信贷占比有所提升, 结构有所改善。其中企业中长期贷款达 1.4 万亿, 环比大增, 背后原因: 去年底出于指标问题压降规模; 地方债提前发行, 城投平台配套专项债的信贷需求回升; 部分国企去年底提前偿债以压降负债率, 在年初信贷需求重新释放。居民端, 1月贷款新增 9898 亿元, 同比多增 882 亿元, 年初商业银行信贷额度充裕, 居民房贷投放加快。

非标融资回暖, 社融明显反弹, 三大因素贡献

1月社会融资规模环比多增 3.05 万亿, 同比多增 1.56 万亿。社融存量规模 205 万亿, 同比增速 10.4%。源于三大因素: 非标融资同比多增 2284 亿元。去年年底央行行长易纲承认影子银行对实体经济的补充作用, 1月非标大幅回暖, 或反映非标监管政策有所松动, 微观也反映非标资产有所增长; 企业债券融资同比多增 3768 亿元, 年初以来信用风险担忧有所缓解, 资产荒导致信用债一级发行火爆, 企业债券融资大幅回暖; 此外, 1月份地方债发行提前, 也对社融反弹起到明显的拉动作用。

M1 创新低, 主因是春节扰动

1月 M2 同比回升 0.3 个百分点; M1 同比大降 1.1 个百分点。市场对 M1 数据反弹有所期待, 但 1月仍回落, 我们认为主要受春节扰动与高基数影响。今年春节较早, 农民工返乡也有所提前, 政策层要求企业结清农民工工资, 导致资金由企业向居民转移。此外, 企业多将活期转短期理财、结存使资金跨年, 春节错位也导致去年同期 M1 基数较高。2月春节因素对 M1 或转为正向托底, 但房地产销售大概率维持弱势下, 短期仍难以明显反转, 预计二季度随着逆周期稳增长政策逐步见效, M1 增速有望企稳回升。

社融底不等于市场底, 但会带来短期情绪扰动, 并缓解资产荒

2009 年初社融底伴随收益率曲线陡峭, 当时传导机制较顺畅, 城投雨后春笋, 房地产回暖, 经济预期伴随信贷数据而改善。08 年底大举买入长债的股票投资者撤出导致长端利率双重承压。而 15、16 年债券的市场底远滞后于社融底, 市场底在 2016 年的 8-10 月才出现, 而金融加杠杆放大债市的需求力量, 社融回暖背后是居民加杠杆帮助房地产去库存, 对经济直接贡献有限。本轮社融底的逻辑很关键, 目前看与利率走低、资产荒刺激债券发行放量, 地方债提前, 非标等融资渠道恢复有一定关系。还不能判断经济活力好转, 但有助于缓解下行压力, 尤其基建托底力量可能回升。

风险提示: 房地产投资失速下滑; 基建投资不及预期。

事件：

央行公布 2019 年 1 月份金融数据：

- (1) 1 月新增人民币贷款 32300 亿元，市场预期 30000 亿元，前值 10800 亿元。
- (2) 1 月社会融资规模增量 46400 亿元，市场预期 33000 亿元，前值 15898 亿元。
- (3) 1 月 M2 同比 8.4%，市场预期 8.2%，前值 8.1%；M1 同比 0.4%，M0 同比 17.2%。

点评：

信贷大幅超预期，结构有所改善

1 月新增人民币贷款 32300 亿元，环比多增 21500 亿，同比多增 3284 亿。季节性上看，1 月是融资的传统旺季，1 月信贷数据大幅高于预期。传统的“早放贷早收益”等诉求，加上金融响应支持实体融资需求的政策导向，一月份信贷额度较高，符合历史规律。

从结构上看主要受企业短期贷款（同比多增 2169 亿元）和票据融资（同比多增 4813 亿元）带动，但中长期信贷占比 64.9%，较前几月有一定的提升，反映信贷结构有所改善。其中 1 月企业中长期贷款达到 1.4 万亿，环比大幅增加约 1.2 万亿，背后原因来看：一方面地方专项债发行较快，发改委项目审批加速，推动部分城投平台等项目配套贷款需求增加；另一方面部分国企去年底提前偿还贷款以压降负债率，在今年年初信贷需求回流；第三，去年底银行需要完成各种考核指标，将不少信贷需求压缩到年初释放。

居民端，1 月贷款新增 9898 亿元，同比多增 882 亿元，其中短期、中长期贷款分别少增 176 和多增 1059 亿元，年初商业银行信贷额度充裕，居民房贷投放加快。非银机构贷款新增-3386 亿元，同比多减 5248 亿元，主要源于去年基数高。去年非标限制严格，导致部分融资需求可能通过金融租赁等渠道体现出来，从而带来了去年非银信贷的高基数效应。

需要注意的是，由于春节因素的扰动，近期的宏观、金融等数据都需要将 1、2 月份甚至一季度整体结合加以判断，不应做过度解读。

非标融资回暖，社融明显反弹

1 月社会融资规模 46400 亿元，环比多增 30502 亿元，同比多增 15607 亿元。1 月社融存量规模 205 万亿，同比增速 10.4%，较上月上升 0.6 个百分点。社融回升存在三大因素：

1、1 月非标融资 3462 亿元，同比多增 2284 亿元，我们在去年 12 月金融数据点评《票据支撑社融，债市迎接波动》中指出，非标融资降幅收窄，预示着社融企稳的概率在上升。去年年底央行行长易纲承认影子银行对实体经济的补充作用，1 月非标融资大幅回暖，或反映非标监管政策有所松动，微观也反映非标资产有所增长。

2、企业债券融资 4990 亿元，同比多增 3768 亿元，年初以来信用风险担忧有所缓解，资产荒导致信用债一级发行火爆，企业债券融资大幅回暖。

3、此外，1 月份地方债发行提前，也对社融反弹起到明显的拉动作用。

M1 创新低，主因是春节扰动

1 月 M2 同比增长 8.4%，较上月上升 0.3 个百分点；M1 同比增长 0.4%，较上月大幅下降 1.1 个百分点；M0 同比增长 17.2%，M2 与 M1 剪刀差较上月进一步扩大。

市场对 1 月 M1 数据反弹有所期待，但 1 月 M1 同比仍出现回落，我们认为主要受春节扰动与高基数影响。今年春节较早，是传统的发放奖金和工资季节，农民工返乡也有所提前，政策层要求企业结清农民工工资，导致资金由企业向居民转移，M0 的扩张也能加以印证。此外，企业多将活期转短期理财、结存使资金跨年，春节错位也导致去年同期 M1 基数较高。2 月春节因素对 M1 或转为正向托底，但房地产销售大概率维持弱势下，短期仍难以明显反转，预计二季度随着逆周期稳增长政策逐步见效，M1 增速有望企稳回升。

债市影响：社融底不等于市场底，但会带来情绪扰动和缓解资产荒

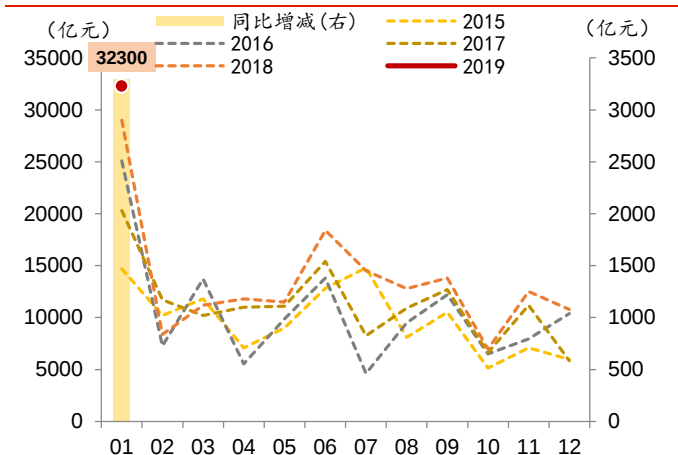
2009 年初社融底伴随收益率曲线陡峭，当时的传导机制较为顺畅，城投模式雨后春笋，房地产回暖，经济预期伴随着信贷数据而改善。尤其是，在 08 年底大举买入长债的股票投资者大举撤出导致长端利率承受双重压力。而 2015-2016 年，债券的市场底远滞后于社融底，市场底在 2016 年的 8、10 月才出现，而社融底的出现一方面是金融加杠杆放大债市的需求力量，社融回暖的背后是居民加杠杆帮助房地产去库存，对经济增长的直接贡献有限。本轮社融底的逻辑很关键，目前看与利率走低、资产荒刺激债券发行放量，地方债提前发行，和非标等融资渠道的恢复有一定关系。还不能判断经济活力好转，但有助于缓解经济下行压力，尤其是基建托底力量可能回升。

需要提及的是，去年推动债市走牛的一个关键因素是理财等小型“资产荒”。而其背后的原因又是非标的萎缩，导致可投资资产减少。如果非标放松，票据等扩张，叠加债券发行量的提升，将大为改善理财等资产荒的压力，资产荒因素的影响可能会有所减弱。

债市趋势还不轻言结束，但一月份研判的迎接波动仍是典型特征，投资行为也将更为短视化。基本面逆转的迹象还有待观察，现实仍骨感（通胀数据等），预期有改善（社融底），货币政策宽松的制约还不多，小型资产荒尚未完全消退，债市趋势还不轻言逆转。但是想象力已经大不如前，加上社融等数据触底，风险资产表现回暖，地方债提前发行缓解经济下行和资产荒压力，债市在临近前期低点后波动加大在所难免。在这种背景下，投资者的投资行为预计将更为短视化。趋势性有所弱化，波动加大，对应的是性价比较去年明显弱化。我们维持近期判断，珍视适度信用下沉的票息机会，而向转债博收益近期收效较好，利率债从趋势策略转为交易策略，关注开工旺季验证情况。

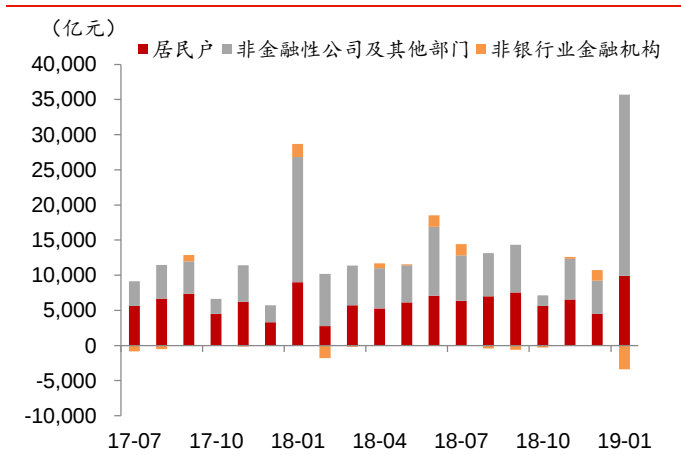
信贷：

图表1：新增人民币贷款



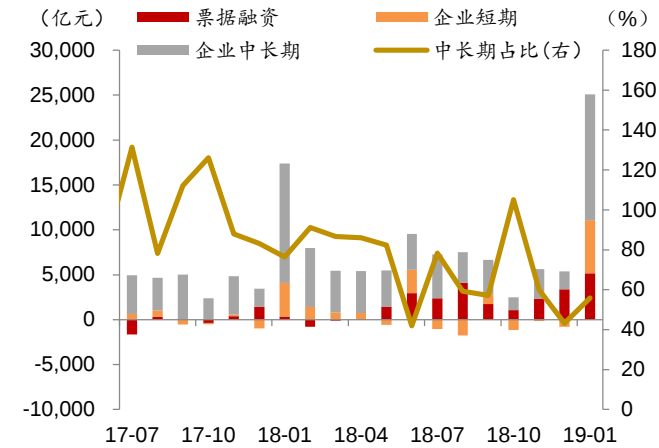
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



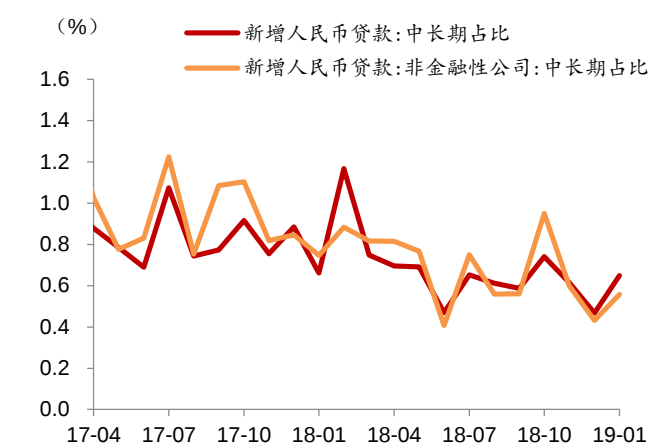
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

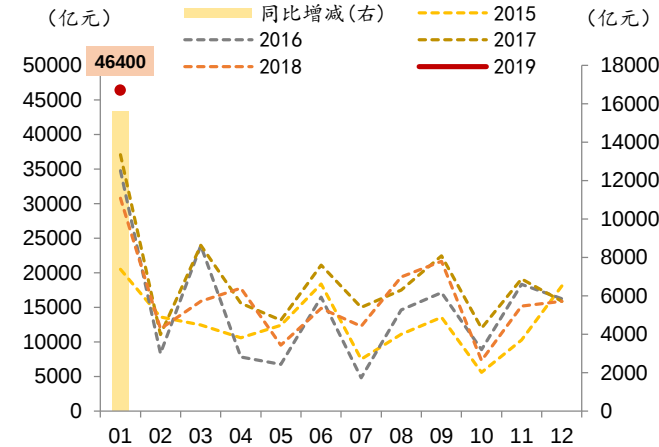
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

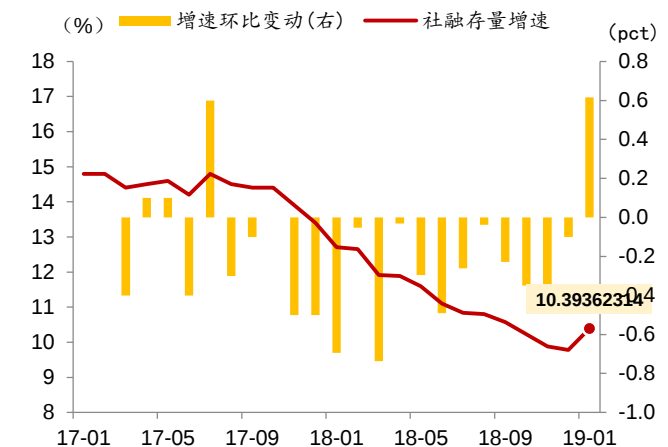
社融：

图表5：新增社会融资规模(2017 年后为新口径)



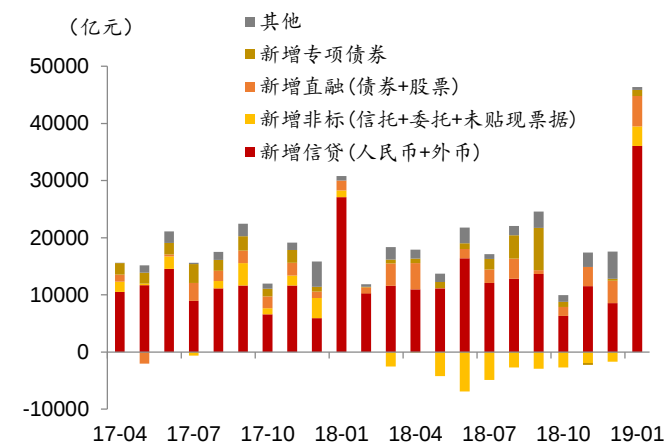
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：社融存量增速



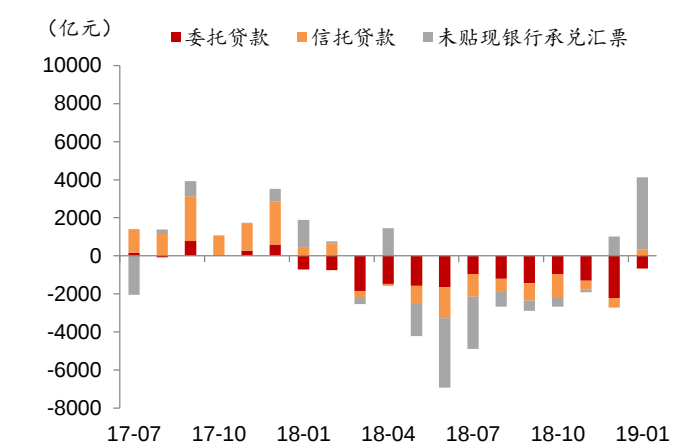
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：新增社融各分项



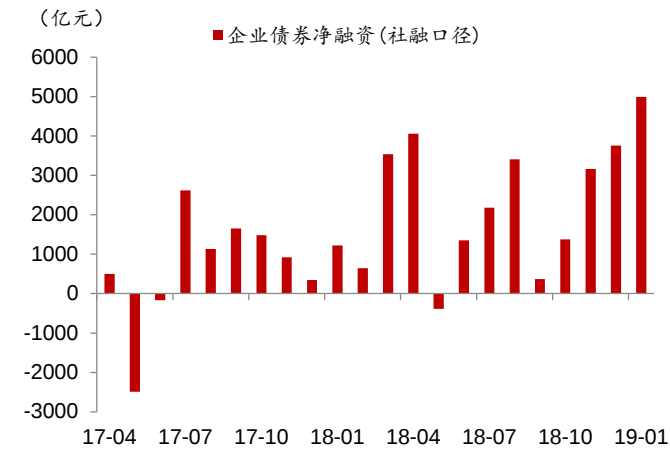
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：新增非标各分项同比增减

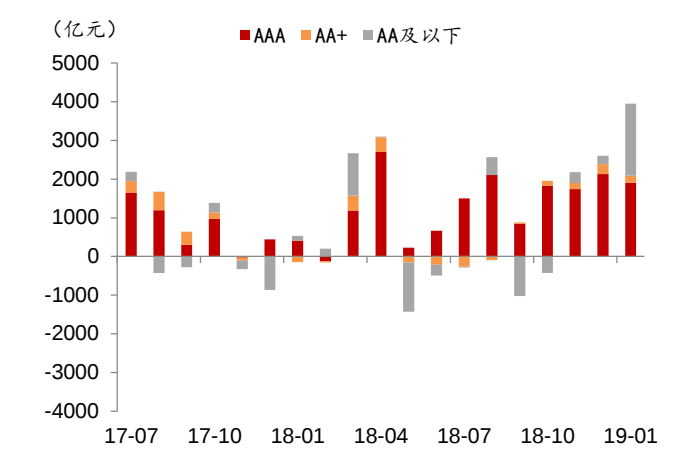


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：企业债净融资额（社融口径）

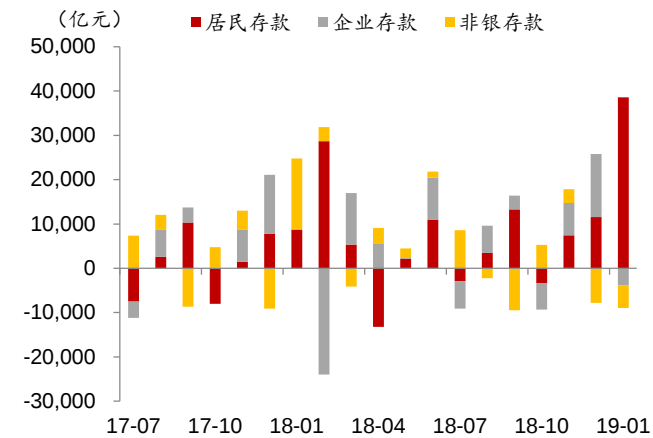


图表10：信用债净融资分评级状况

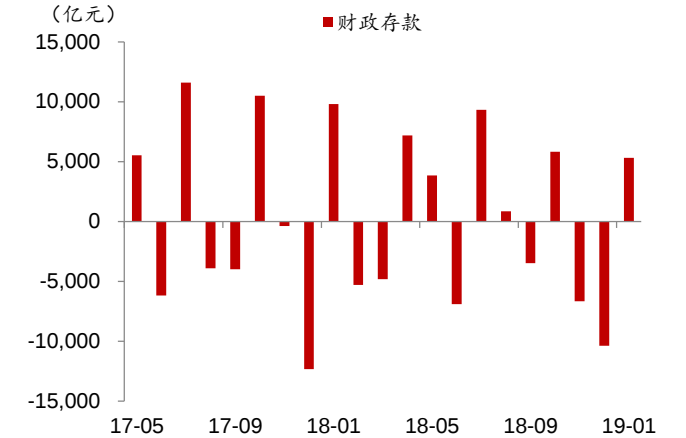


货币与存款：

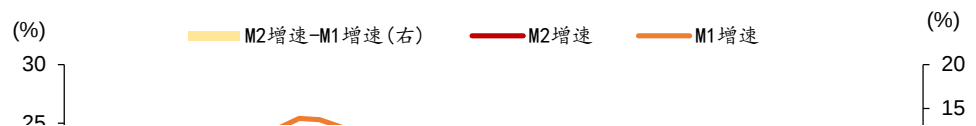
图表11：新增存款(居民、非金融企业与非银金融)



图表12：新增财政存款



图表13：M2 与 M1 剪刀差



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_14214

