

社融增速企稳回升 政策传导有望进一步疏通

—1月金融数据点评报告

债券点评报告

2019年02月18日

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：樊信江

执业证号：S0100117110014

电话：010-85124733

邮箱：fanxinjiang@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：021-58768652

邮箱：yanziqui@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

邮箱：sunjialun@mszq.com

相关研究

1. 《社融增速拐点未至，依旧看好债牛格局》20190116
2. 《M1及社融增速持续下滑，货币传导机制仍待疏通》20181212
3. 《社融数据不及预期，宽信用仍存在时滞》20181113
4. 《社融调整仍呈下行态势，宽信用仍需财政发力》20181018
5. 《再次降准置换MLF，平衡稳增长、调结构和防风险》20181008
6. 《7000亿降准资金到位，货币市场流动性宽松》20180709
7. 《央行宣布实施定向降准，市场流动性维持均衡偏松》20180625
8. 《部分降准置换MLF，债市有望延续1季度行情》20180418

一、事件概述

2019年2月15日央行发布2019年1月金融数据。1月份，M2同比增长8.4%，增速较上月走高0.3个百分点，比上年同期低0.2个百分点；社会融资规模增量4.64万亿元，存量205.08万亿元，同比增长10.4%，增速较上月回升0.6个百分点。

二、分析判断

● 社融同比增速企稳回升至10.4%，M2同比增速亦回升至8.4%

1月份社会融资规模增量4.64万亿元，预期增量3.31万亿元；社融同比增速10.4%，预期同比增速9.84%。截至1月末，社会融资规模存量为205.08万亿元，同比增长10.4%，增速较12月回升0.6个百分点。1月份社融数据企稳回升，我们认为原因有三：1) 人民币贷款数据明显回暖，期限结构改善。1月份新增人民币贷款3.57万亿元创历史新高，支撑社融数据回暖；2) 本年度地方债提前发行，1月份社会融资口径新增专项债超过1000亿元，而去年同期并无新增专项债发行；3) 社融表外三项表现强势，非标融资规模由负转正。1月份信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别增加345亿元/3786亿元，表外三项增量达3432亿元，为2018年2月以来首次由负转正。

1月份M0存量8.75万亿元，同比增长17.2%，同比增速较上月上升13.6个百分点；M1存量54.56万亿元，同比增长0.4%，同比增速较上月降低1.1个百分点；M2存量186.59万亿元，同比增长8.4%，同比增速较上月回升0.3个百分点。尽管M2增速有所回暖，但M1增速大幅下行，主要由于1) 节前投资意愿不足，投资活动减少；2) 企业层面实际流动性依然偏紧，盈利预期无明显改善情况下，现金流有所恶化。

● 新增人民币贷款迎“开门红”，期限结构依然有待改善

1月份新增人民币贷款3.57万亿元，环比多增2.64万亿元，同比增长8850亿元，新增人民币贷款额度创历史新高。从结构来看，居民贷款合计增加9898亿元，环比增长119.8%，同比增长9.8%。其中短期贷款新增2930亿元，环比增长92.3%，同比下滑5.7%；中长期贷款新增6969亿元，环比增长126.3%，同比增长17.9%，居民贷款期限结构改善；非金融企业贷款合计增加2.58万亿元，环比增长2.11万亿元，同比增长47.4%，其中短期贷款、中长期贷款同比均放量，短期新增贷款5919亿元，环比增长6709亿元，同比增长57.8%；中长期贷款新增1.4万亿元，环比多增1.2万亿元，同比增长5.2%，短期贷款回暖幅度大于中长期贷款。1月票据融资继续放量，单月新增5160亿元，环比增长52.0%，同比多增4813亿元，2月份5家银行开展票据经纪业务试点，未来票据融资有望进一步放量。尽管新增人民币贷款放量，但期限结构依然有待改善，(新增短期贷款+新增票据融资)/金融机构新增人民币贷款达43.4%，为2015年11月以来最高值，叠加未贴现银行承兑汇票持续放量，银行端风险偏好抬升仍需时间。

● 监管调整加大宽货币向宽信用疏通

1 月份信贷数据明显改善，与银行监管层面调整有关。1 月中下旬，中行首单银行永续债成功发行，央行推出 CBS 工具+银保监会准许险资购买银行永续债为银行永续债发行与流动性保驾护航，彰显了通过资本工具创新补充银行资本，从而提升银行向民企投放信贷意愿和能力的决心。

● 企业债券融资进一步回暖，宽信用政策进一步落地，等级轮动仍需时间换空间

1 月企业债券融资 4990 亿元，同比多增 3768 亿元，环比上升 34.8%。1 月宽信用政策进一步落地，CRMW+资管计划+纾困专项债进一步推进的同时，监管层提出进一步加大优质民企债券发行规模，助力企业债券融资。然而从债券融资结构来看，尽管宽信用政策逐步落地，债券净融资回暖，但等级轮动依然有待时间换空间。一方面，债券融资回暖，中低资质企业债券融资边际转好。1 月份申万产业债(剔除银行、非银金融)净融资达 3678 亿元，同比增长 326%，创 2016 年 3 月以来净融资新高，AAA/AA+/AA 评级企业净融资分别为 2601/893/115 亿元，AA+级企业净融资达 893 亿元，创 2016 年 9 月以来第二高，仅次于 2018 年 3 月；另一方面，中低等级利差依然处在历史高位，1 月份 AAA/AA+/AA 等级利差分别在历史 77.6%/97.4%/98.0%分位数水平，一级市场净融资回暖尚未完全传导至二级市场，叠加违约事件频发，投资者对于中低等级信用债仍然处于观望态度。

● 1 月份降准 +TMLF 维护流动性，经济下行压力依然较大，债市短期波动加大，长期债牛格局未变

1 月央行公开市场操作依旧为维持流动性合理充裕为主。进入 1 月份，央行两次降准累计释放长期资金约 8000 亿元，同时于 1 月 22 日首次开展一季度 TMLF 操作，投放金额 2575 亿元，实际期限可达三年，助力流动性保持合理充裕。短期来看，1 月份金融数据企稳回升叠加 2 月份地方政府债券继续放量带来的供给冲击，债市短期波动将加大；但长期来看，经济下行压力较大，拐点未现，通胀进一步回落，长期来看经济基本面驱动债牛格局未变。

风险提示：流动性收紧

分析师与研究助理简介

李 锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

樊信江，固收方向负责人，清华大学工程管理硕士。3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验，2017年加入民生证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

孙嘉伦，美国约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，从事固定收益研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可

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_14215

