



金融数据点评

社融企稳已现，能否进一步改善仍存不确定性

整体来说，社融在 2019 年企稳目前来看压力不大，实体经济的再融资能力有边际改善，但价格下跌冲击盈利和融资改善并存的局面下，信用环境并非单边好转。从当前支撑社融的几大因素来看，贷款弹性仍然有限、票据和企业债融资对于货币环境宽松较为依赖，最值得关注的是委贷、信托贷款的非标业务能否延续改善。社融阶段性企稳后能否延续改善还需进一步关注，短期来看货币环境的宽松尚不具备退出条件。对债券市场来说，年初以来长端利率已经有了较大幅度的下行，CARRY 压缩明显，短期来看由于各类宽信用政策的落地，债券市场预计将受到情绪上的冲击；尽管海外市场流动性趋势边际向好，但我们认为政策利率的下调在短期内还将保持在观察期，缺乏利好支撑的情况下预计市场短期或将维持震荡调整。

- 1 月份金融数据出现明显好转。首先表内贷款和企业中长期贷款大幅增长，我们认为这一方面由于去年末商业银行储备项目较充裕，另一方面来自年初早投放早收益的诉求。但贷款方面由于全年总增速弹性偏低，从各项贷款余额的同比增速看，1 月份同比增速为 13.4%，比前值下降 0.1 个百分点。因此全年在贷款总量受约束的情况下，全年贷款恐怕难超预期。
- 在近两个月的金融数据当中，票据融资的高增颇为亮眼。不管是表内贴现还是表外开票，去年 12 月和今年 1 月均出现了明显高增，说明商业银行并非是仅仅增加表内票据贴现来进行贷款的冲量。从融资的角度看，票据融资能够对于部分企业的流动性压力起到一定程度的缓和作用，但商业银行倾向于更多的以票据贴现而不是贷款和其他非标工具的方式为企业提供流动性支持本身依然反应金融机构风险偏好较低。
- 企业债融资大幅增长 4990 亿，人民银行在数量上的宽松，带动市场金融机构配置需求上升，信用套息策略在交易上的拥挤使市场出现了违约多发延续与信用利差压缩并存的局面。这一融资渠道的畅通最为依赖的是货币环境需持续保持宽松。
- 1 月金融数据中，比表内贷款高增更值得关注的是委托贷款压缩放缓和信托贷款转正，如果未来非标融资延续改善将对于今年实体经济流动性形成巨大支撑。另一方面需关注的是 1 月份 M1 增速创历史新低，M1 与 M2 增速的分化来自于企业和居民存款结构的变化，由于今年春节在 2 月初，因此年终奖集中发放等因素导致 1 月份居民存款大幅增长企业存款有所下降，变化幅度基本符合春节前的规律，但由于与去年相比春节错位的影响不大，M1 低增长仍然反应实体经济流动性有待进一步改善。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

崔灼驹

(8610)66229367

zhuojue.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件:

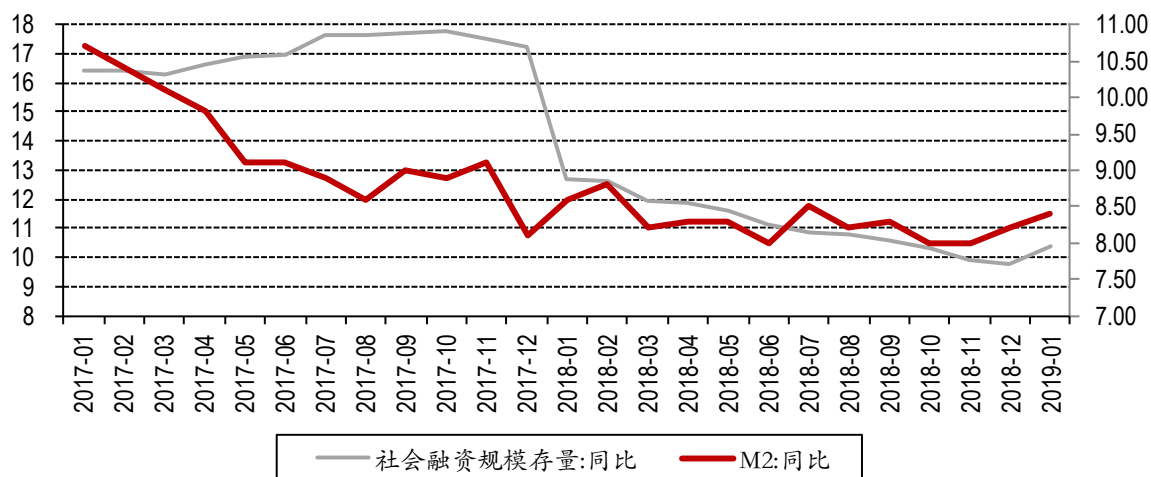
央行 2 月 15 日央行发布《2019 年 1 月金融统计数据报告》显示, 中国 1 月新增贷款 32300 亿元, 创历史新高, 预期 30000 亿元, 前值 10800 亿元; M2 同比增长 8.4%, 增速比上月末高 0.3 个百分点, 比上年同期低 0.2 个百分点。

贷款方面, 1 月新增人民币贷款为 32300 亿, 去年同期为 29000 亿。从贷款结构看, 居民贷款新增 9898 亿, 结构为居民短期贷款 2930 亿, 按揭贷款 6969 亿。企业贷款大幅增长 25800 亿, 结构为短期贷款增长 5919 亿, 企业中长期贷款增长 14000 亿, 主要由于去年年末商业银行储备项目较为充裕。除此之外, 票据融资增长 5160 亿。除此之外, 非银贷款下降 3386 亿。

社融方面, 1 月份社融新增 4.64 万亿, 17 年同期为 3.71 万亿, 按照调整后可比口径看存量社融同比增速回升至 10.39%。社融结构当中, 委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票这表外三大项分别下降 699 亿、增加 345 亿和增加 3876 亿, 比表内贷款高增更值得关注的是委托贷款压缩放缓和信托贷款的转正; 表外开票和表内贴现同时增加, 反应票据融资是当前商业银行较为青睐的业务, 并非仅是表内贴现来进行贷款冲量。直接融资当中, 债券融资延续旺盛, 1 月企业债融资大幅增长 4990 亿; 股票融资 1 月增加 293 亿。专项债发行社融口径下贡献有 1088 亿。

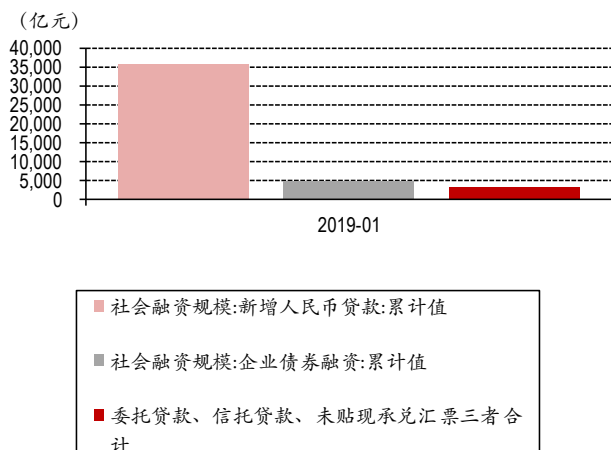
货币方面, 1 月份 M2 增速小幅回升至 8.4%, 环比绝对量增加 39155 亿; M1 同比增速创历史新低, 同比增长进一步下降至 0.4%; M0 环比增加 14291 亿, 基本符合春节前季节性特征。存款方面, 1 月新增人民币存款 32700 亿, 其中居民存款大幅增加 38600 亿, 企业存款下降 3911 亿; 财政存款低于季节性仅增长 5337 亿, 财政存款少增对于 M2 和流动性环境有一定的支撑; 非银存款下降 5079 亿。

图表 1. 存量社融同比增速企稳



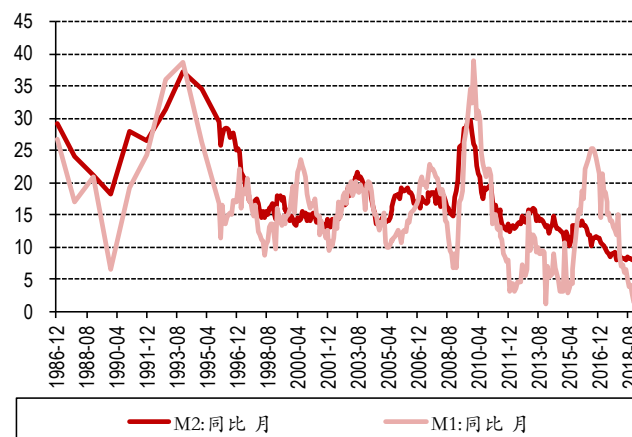
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 非标收缩压力减退



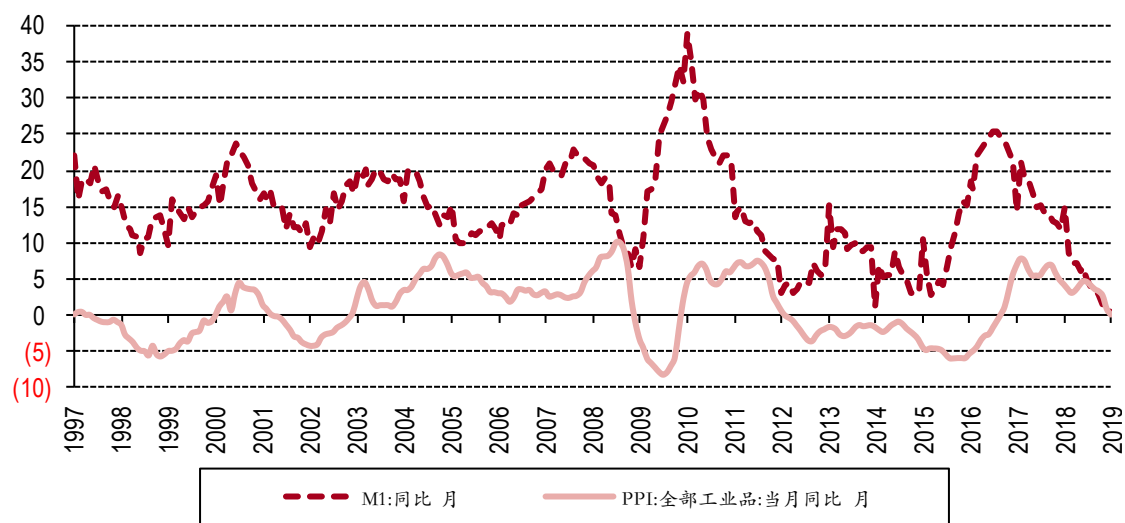
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. M1、M2 走势分化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 流动性对通胀保持负面影响



资料来源: 万得, 中银国际证券

点评:

1 月份金融数据出现明显好转。首先表内贷款和企业中长期贷款大幅增长, 我们认为这一方面由于去年末商业银行储备项目较充裕, 另一方面来自年初早投放早收益的诉求。但贷款方面由于全年总增速弹性偏低, 从各项贷款余额的同比增速看, 1 月份同比增速为 13.4%, 比前值下降 0.1 个百分点。因此全年在贷款总量受约束的情况下, 全年贷款恐怕难超预期。

在近两个月的金融数据当中, 票据融资的高增颇为亮眼。不管是表内贴现还是表外开票, 去年 12 月和今年 1 月均出现了明显高增, 说明商业银行并非是仅仅增加表内票据贴现来进行贷款的冲量。从融资的角度看, 票据融资能够对于部分企业的流动性压力起到一定程度的缓和作用, 但商业银行倾向于更多的以票据贴现而不是贷款和其他非标工具的方式为企业流动性支持本身依然反应金融机构风险偏好较低。



企业债融资大幅增长 4990 亿，人民银行在数量上的宽松，带动市场金融机构配置需求上升，信用套息策略在交易上的拥挤使市场出现了违约多发延续与信用利差压缩并存的局面。这一融资渠道的畅通最为依赖的是货币环境需持续保持宽松。

1 月金融数据中，比表内贷款高增更值得关注的是委托贷款压缩放缓和信托贷款转正，如果未来非标融资延续改善将对于今年实体经济流动性形成巨大支撑。另一方面需关注的是 1 月份 M1 增速创历史新低，M1 与 M2 增速的分化来自于企业和居民存款结构的变化，由于今年春节在 2 月初，因此年终奖集中发放等因素导致 1 月份居民存款大幅增长企业存款有所下降，变化幅度基本符合春节前的规律，但由于与去年相比春节错位的影响不大，M1 低增长仍然反应实体经济流动性有待进一步改善。

整体来说，社融在 19 年企稳目前来看压力不大，实体经济的再融资能力有边际改善，但价格下跌冲击盈利和融资改善并存的局面下，信用环境并非是单边好转。从当前支撑社融的几大因素来看，贷款弹性仍然有限、票据和企业债融资对于货币环境宽松较为依赖，最值得关注的是委贷、信托贷款的非标业务能否延续改善。社融阶段性企稳后能否延续改善还需进一步关注，短期来看货币环境的宽松尚不具备退出条件。对债券市场来说，年初以来长端利率已经有了较大幅度的下行，CARRY 压缩明显，短期来看由于各类宽信用政策的落地，债券市场预计将受到情绪上的冲击；尽管海外市场流动性趋势边际向好，但我们认为政策利率的下调在短期内还将保持在观察期，缺乏利好支撑的情况下预计市场短期或将维持震荡调整。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_14234

