

2019年02月15日

1月金融数据点评：社融、信贷双创历史新高，但利率下行或还未结束

固收报告

华鑫证券 研究发展部

证券分析师：

吴笛

执业证书编号：S1050518070002

电话：021-54967707

邮箱：wudi@cfsc.com.cn

联系人：

池钟辉

电话：021-54967801

邮箱：chizh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

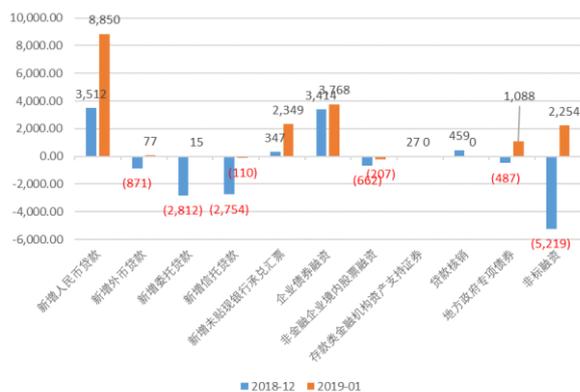
事件：央行今日公布1月份的金融数据。社融方面，1月社会融资规模增量4.64万亿元，前值1.59万亿元。新增人民币贷款方面，1月新增人民币贷款3.23万亿元，前值1.08万亿元。货币供给方面，1月M2同比增8.4%，前值8.1%。

- **社融为历史最高水平，远超市场上最乐观的预测。**虽然1月份一般为社融数据高峰，但4.64万亿的新增社融是有社融数据以来最高，上一个最高值为2017年1月份的3.71万亿元，即使按老口径计算仍高达4.48万亿。根据路透的统计，17家机构投资者对社融预测中值为3.25万亿元，最高预测值为4万亿元，意味着实际数据远超市场最为乐观的预期。
- **新增信贷、企业债券、新增未贴现银行承兑汇票为多增的主要来源，非标融资拖累快速消除。**按新口径计算，社融同比多增1.56万亿元，其中人民币贷款多增8850亿元，是增量的主要部分；新增企业债券融资和新增未贴现银行承兑汇票分别多增3768亿元和2349亿元。非标大幅收缩始于2018年1月份，由于基数大幅降低，非标融资对于社融拖累快速消除，当且仅拖累-95亿元，上个月拖累社融超过5500亿元。信贷、银票、企业债齐发力，叠加非标基数效应消除，导致社融大超预期。
- **新增人民币贷款同比上升，主要源于居民和企业贷款大幅增长，票据融资依然火爆。**1月末人民币贷款余额139.53万亿元，同比增长13.4%，单月人民币贷款增加3.23万亿元，单月同比多增3284亿元。具体来看，居民短期贷款同比有所少增，长期贷款有所回升。居民长期贷款同比多增1059亿元，数值创近两年的新高，与年前房地产销售恢复以及低基数有关。企业信贷方面，短期和长期贷款均有所恢复，其中短期贷款同比多增1059亿元，中长期贷款同比多增700亿元。票据融资依旧火爆，同比多增4813亿元，较上个月的1991亿元再次大幅增长。银行对于实体企业信贷投放有所恢复，当月值大幅增加与年初银行信贷投放意愿较强有关。而当月多增的数据也大幅改善，说明央行向银行体系增加货币供给以及一系列宽信用政策的效果已经开始明显显现。但目前银行的信用风险偏好仍处于修复中，叠加票据融资的利率处于历史低位，因此企业信贷融资仍以短期贷款和票据融资为主。非银机构人民币贷款同比少增5248亿元，一定程度上拖累了新增人民币贷款同比增加。
- **春节因素致M0大幅增长，M1进一步下滑至新低，实体流动性仍偏紧。**1月，以M2衡量的广义货币同比增长8.4%，增速与上月末上涨0.3个百分点；以M1衡量的狭义货币同比增长0.4%，与12月相比进一步下滑1.1个百分点，下滑明显。由于春节因素，M0同比增长大幅增加至17.2%。从数据上看，M1同比增长进一步恶化，成为M2的主要拖累项，节假日因素使得企业的现金流更加紧张，资金链偏紧，实体企业的流动性仍是处于紧张状态。春节因素以及假期错位，M0同比增长大幅回升，在此情况下，M1同比增速仍进一步下滑说明企业活期存款增长缓慢，甚至可能下降。其次，政府部门活期存款的增速也明显下降。实体企业融资利率偏高、企业盈利能力下降、地方政府

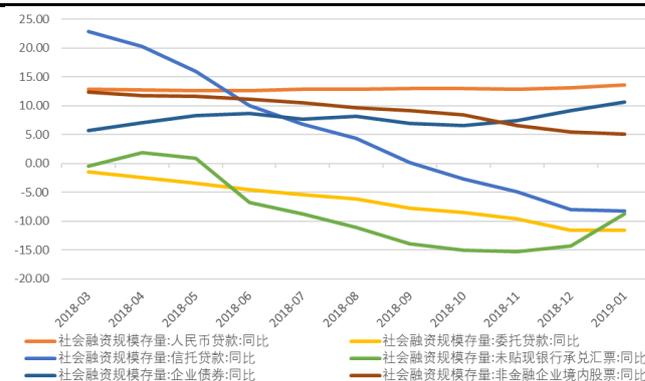
融资渠道受限、春节因素等都限制了企业和政府部门的现金流，是M1持续下降的主因。考虑到银行的信贷大幅扩张，企业的现金流还如此紧张，企业借新还旧的融资成分较多，反映当下企业经营现金流以及融资环境有待进一步改善的现状。预计春节错位因素，基数效应使得2月M0同比增长将转负。

- 金融数据超预期对利率债产生了立竿见影的冲击，但长端利率下行仍有空间。虽然金融数据的反弹或产生宏观经济企稳和货币传导机制疏通的预期，但低通胀环境下货币市场利率仍有必要维持低位来继续信用修复的进程，我们维持10年期国债底部2.8%的判断。
- 企业融资环境的修复比前几个更为明显，信贷、票据、企业债集体改善，非标融资收缩已经企稳。新增信贷的结构也显示信用修复情况出现了较大的改善，与前几个月主要依靠票据贷款和居民短贷不同，1月份除了票据贷款依然旺盛，居民中长期贷款、企业短贷和企业中长期贷款都迎来了久违的反弹，而且力度不弱。我们看到，信用债信用利差基本上已经压缩到了中位数以下的水平，虽然今年信用债总体到期量较大，但信用债最坏的时刻正在逐渐过去。只要货币政策维持中性偏松维持货币市场利率低位，并随着一系列宽信用政策逐渐生效，货币的宽松就会逐渐渗透到信用，实体企业融资环境或持续改善。
- 风险提示：中美贸易谈判超预期

图表1 社融各分项当月同比增加（亿元）

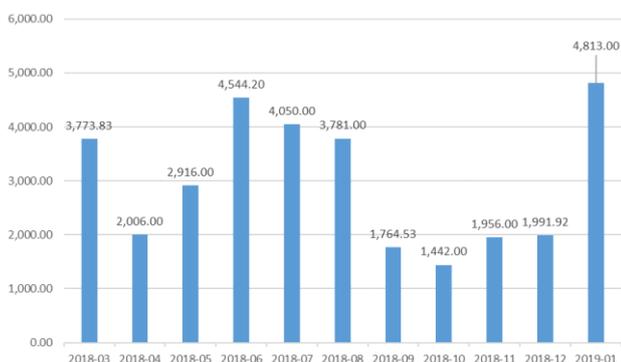


图表2 社会融资规模存量分项同比增长（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表3 新增人民币贷款:票据融资:当月同比增加（亿元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表4 新增人民币贷款:非金融性公司:当月同比增加（亿元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

吴笛：2016 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：利率债。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

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_14235

