



东兴证券
DONGXING SECURITIES

全面复工可期，社融有望改善

——2月金融数据点评

2020年3月12日

固定收益

点评报告

分析师	张怀志 电话：010-66554090 邮箱 zhanghz@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080004
研究助理	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱 jiaql@dxzq.net.cn	

事件：

2020年3月11日，央行发布中国2月金融数据：

新增人民币贷款 9057 亿元，前值 33400 亿元，同比多增 199 亿元；

社会融资规模增量 8554 亿元，前值 50700 亿元，同比少增 1111 亿元；

2月M2同比8.8%，前值8.4%，M1货币供应同比4.8%，前值0%，M0货币供应同比10.9%，前值6.6%。

观点：

企业部门短期贷款高增，而居民贷款投放几乎停摆。2月新增人民币贷款 9057 亿元，同比多增 199 亿元，好于预期。2月末人民币贷款余额 157.36 万亿元，同比增长 12.1%，增速与上月持平，比上年同期低 1.3%。

居民部门减少 4133 亿元，同比多减 3427 亿元。其中，短期贷款减少 4504 亿元，同比多减 1572 亿元；中长期贷款增加 371 亿元，同比少增 1855 亿元。居民贷款停摆主要原因：一是疫情期间居民短期消费骤减，比如居民耐用消费品（汽车等）的消费骤减，所以居民短期贷款大幅减少；二是房地产销售停滞导致居民中长期贷款只略增不到 400 亿元。

企业部门贷款增加 1.13 万亿元，去年同期是增加了 8341 亿元，同比多增 2959 亿元。其中，短期贷款增加 6549 亿元，同比多增 5069 亿元；中长期贷款增加 4157 亿元，同比少增 970 亿元；票据融资增加 634 亿元，同比少增 1061 亿元。企业部门短期贷款新增主要在于金融系统的“精准滴灌”，如抗疫保供专项再贷款 3000 亿元，支持中小企业复工复产的再贷款和再贴现政策等。

社会融资规模低于预期，拖累因素在于非标融资和政府债券，企业债券融资成亮点。2月社会融资规模增量为 8554 亿元，比上年同期少 1111 亿元。1-2月社会融资规模增量累计为 5.92 万亿元，比上年同期多 2717 亿元。2月末社会融资规模存量为 257.18 万亿元，同比增长 10.7%，增速与上月持平。

企业复工率较低，非标融资大幅减少。非标融资减少 4857 亿元，同比多减 1209 亿元，主要由未贴现的银行承兑汇票导致，未贴现的银行承兑汇票减少 3961 亿元，同比多减 858 亿元，另外信托贷款减少 540 亿元，同比多减 503 亿元，企业2月复工率较低，融资需求大幅减少，表外融资大幅度萎缩不及预期。

托管口径原因导致部分地方债未纳入统计。2月政府债券净融资 1824 亿元，同比少 2523 亿元，远低于市场预期。主要原因是社融统计口径为托管数据，因此部分 2 月份发行的地方债未统计进入社融。今年地方政府专项债发行大幅前置，地方债发行规模提升，2月下旬地方债发行开始提速，2月地方债发行 4379.22 亿元，去年同期发行 3641.72 亿元，今年前两个月共发行地方债 12229.86 亿元，去年同期发行 7821.38 亿元，完成中央提前下达额度（18480 亿元）的 66.2%。

企业债券可能流向基建与城投领域，企业债券净融资 3860 亿元，同比多 2985 亿元，主要流向可能是基建与城投相关企业，一是 19 年底较早开启基建相关项目储备与融资，二是疫情影响之下，基建与城投因“逆周期”和“稳增长”备受青睐，三是 2 月流动性充裕，资金成本低，配置热情高涨。

M2 同比 8.8% 为 18 年 2 月以来最高，超出市场预期。2 月份 M2 余额为 203.08 万亿元，同比增长 8.8%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4% 和 0.8%，一方面是 2 月基数较低，另一方面是由于税收递延，2 月财政存款较低（不计入 M2），对

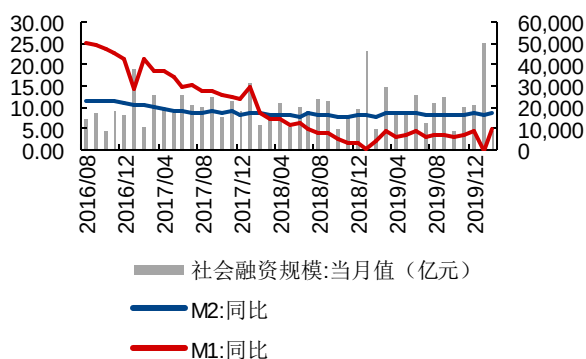
流动性的影响很小，预计 M2 增速会有一定回落。

结论：

全面复工可期，社融需求有望改善。短期来看，国内疫情防控成效明显，3月下旬有望全面复工，随着生产生活的全面恢复，社会融资需求将会有所改善；但是海外疫情的扩散和防控不确定性仍大，逆周期政策仍在途中。

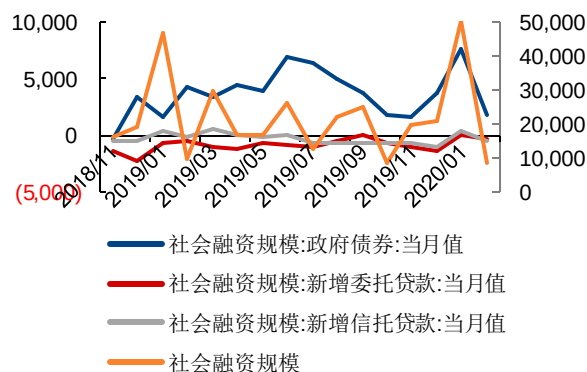
债市策略：20 年粗略可以分为三阶段，“战疫”期（防疫为主，辅以稳增长），“善后”期（稳增长为主，防疫为辅），“冲刺”期（为实现全年目标而努力）。目前已经进入第二阶段，稳增长仍需保持宽松的货币环境，结构性降准已在途中，市场后续降息降准预期较强，另外 2 月经济数据（社零和工业增加值）等可能不及预期（预期分别为 2.2% 和 1.8%），海外疫情持续发酵，避险情绪仍浓，总体看债券市场利好仍未出尽，债市仍有交易机会。

图 1：M2、M1 均超市场预期，M2 为 2 年以来最高



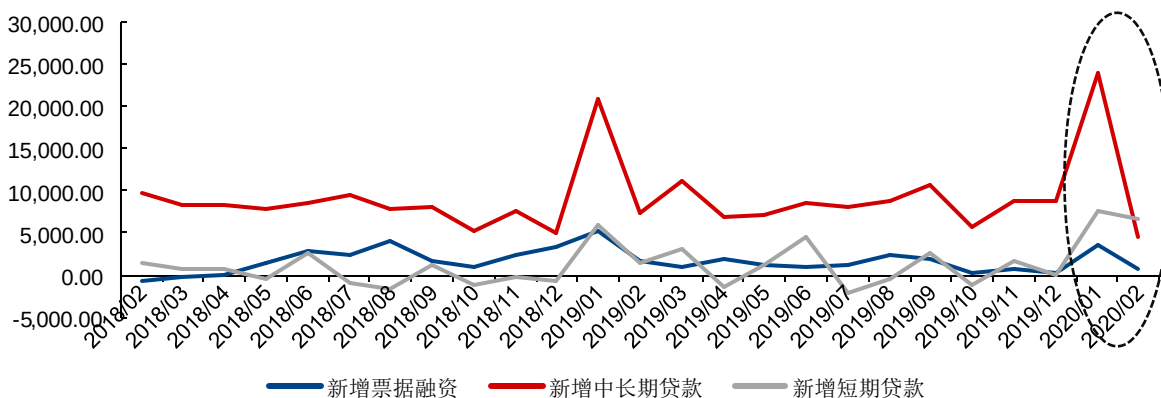
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：社融拖累因素主要在于政府债券和非标融资下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 1：新增短期贷款远多于中长期贷款



数据来源：东兴证券研究所，Wind 资讯

风险提示：经济超预期下行，政策不及预期

分析师简介

分析师：张怀志

固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参与专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究，多篇研究成果被改革内参、凤凰财经、华尔街见闻转载。

研究助理简介

研究助理：贾清琳

金融本硕，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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_6582

