

【华西固收研究】宽信用下企业短贷+疫情债 量价表现亮眼，关注财政稳增长政策

——2月金融数据点评 20200311

一、事件概述

2020年3月11日央行发布2020年2月金融数据。2月份，M2同比增长8.8%，增速较上月回升0.4pct，较去年同期高0.8pct；社会融资规模增量8554亿元，存量257.18万亿元，同比增长10.7%，增速与上月基本持平。

二、分析与判断：

► 疫情影响金融数据，受益于疫情宽信用及政策宽松，企业债券融资表现亮眼

2月份社融增速较上月基本持平，疫情对于金融数据形成了一定程度的冲击。分解来看：

1) 新增人民币贷款尽管与去年同期差距不大，但考虑到去年2月份为春节，疫情对信贷的实际冲击作用并无法完全由信贷同比数据所体现。2月份新增人民币贷款7202亿元，同比少增439亿元。但由于春节效应，同比数据有所失效，从前两年春节后第一个月来看，2018年3月和2019年3月新增信贷分别为1.1万亿、2.0万亿，相比而言2020年春节后首月（即2020年2月）新增信贷明显有所差距；

2) 企业债券表现亮眼，流动性宽松+抗疫债发行或为主因。2月份企业债券融资达3860亿元，同比多增近3000亿元。一方面，2月份流动性较为宽松，发行人积极把握发债时间窗口；另一方面，抗疫债放量拉升企业债券融资，2月单月发行抗疫债达2667亿元，久期变长，发行成本走低，总体表现亮眼；

3) 表外三项持续缩量，信托贷款再度转负，地产融资调控仍有定力。2月份新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别为-356亿元/-540亿元/-3961亿元，其中新增信托贷款1月份短暂回正后再度转负。尽管近期一城一策调控框架下，为支持房企复工，多个城市推出了地产边际放松调控政策，但融资端尚未有明确放开限制，而作为地产融资渠道中调控最为严格的信托融资，短期内放开的概率依旧相对较低。

2月份M0存量8.82万亿元，同比上升10.9%，增速较上月回升4.3pct；M1存量55.27万亿元，同比增长4.8%，增速较上月回升4.8pct；M2存量203.08万亿元，同比增长8.8%，增速与上月回升0.4pct。从各机构人民币存款来看，居民存款、企业存款、非银存款分别变动-1200/+2840/+4924亿元，企业存款增多受益于债券融资+短期信贷走高，居民存款向非银存款的转移与2月份股市表现较好相契合。

► 居民部门拖累信贷数据，实体经济短贷需求上升应对疫情带来的流动性压力

2月份信贷数据有两大关注点：

1) 疫情影响下居民部门贷款需求受明显影响。其中2月份居民短贷为-4504亿元，长贷也仅为371亿元，疫情对与居民消费及回乡购房需求产生了明显的抑制效果；

2) 实体部门信贷需求并不弱，但复工不足下，短贷的需求明显高于长贷，疫情对企业流动性冲击或为短贷放量主因。2月份实体经济部门新增信贷1.13万亿元，同比多增约3000亿元，亦高于2018、2019年春节后第一个月份（分别为5653亿元/10659亿元），但值得注意的是，实体经济新增信贷中短贷占比达58%。我们认为实体部门短贷需求放量主要是由于疫情对于企业短期流动性造成较大冲击，此部分短贷的需求主要是用于偿还即将到期债务，而并非真正运用于企业长期经营。

1-2月份累计信贷数据来看，仍实现小幅增长，关注3月份复工提速下，信贷继续放量：

2020年1-2月份新增信贷累计4.25万亿元，同比小幅增长3.4%；其中实体部门前两个月新增信贷3.99万亿元，同比增长17%。根据我们测算，截至3月11日复工率已达43%-55%左右，至3月中下旬有望接近80%。实体经济逐步恢复正常运转的情况下，3月份实体经济长贷需求或有所放量。

► 流动性宽松+抗疫债放量拉升企业债券融资

2月份社融口径企业债券融资3860亿元，环比基本持平，同比多增近3000亿元。2月份疫情影响下企业债券融资依旧放量，主要受两方面因素影响：

1) 2月份流动性较为宽松，企业把握债券发行窗口期。2月初，为对冲疫情对于流动性的冲击，央行陆续投放3万亿元流动性，并调降逆回购、MLF利率，资金价格走低。企业也积极把握发债窗口期，一级市场低利率债券频

现；

2) 抗疫债放量拉升企业债券融资数据。为加大疫情期间对于相关企业融资的支持力度，2 月份抗疫债陆续发行。2 月整月共发行 212 只抗疫债，合计金额达 2667 亿元，构成企业债券融资重要增量。

3) 疫情债成本较同主体同期限普通债券成本明显下行，显示出对于疫情相关企业的支持力度。根据我们统计，截至 3 月 10 日，“战疫利差”（即同主体同期限普通债券发行利率-战疫债发行利率）达 57bp。

三、投资策略：短期需警惕多空因素交织下的利率波动，关注财政稳增长政策

短期需警惕多空交织因素下利率波动，年后为对冲疫情对流动性造成的冲击，央行 2 月份累计投放 3 万亿元流动性（2.8 万亿元逆回购+2000 亿元 MLF），并对逆回购、MLF 操作利率进行下调。

目前疫情基本得到有效控制，逆周期调节有望逐步发力，货币政策仍有看点，我们认为降准全年仍有 1% 的空间，降息空间仍有 15bp 左右。短期内，疫情逐步得以控制，前期避险情绪有所降温，叠加逆周期逐步发力与国外形势错综复杂，多空交织下短期内无风险利率波动或有所加大，财政稳增长政策出台无风险收益率或迎来调整。但中长期看，债市仍将回归基本面，同时中美利差走阔亦为国内无风险收益率下行打开空间，故依旧看好长期债牛。

风险提示

流动性收紧。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl1@hx168.com.cn

研究助理：张伟

邮箱：
zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

联系电话：021-20227900

联系电话：010-59775371

联系电话：010-68566656

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，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；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzc/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_6607

