

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

1月开门红，且不必对2月过于悲观

——1月金融数据点评

固定收益分析师：

2020年2月21日

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

- 1.《商业银行资本金与资本监管历程——商业银行专题报告之三》
- 2.《降准如期而至，节前债市多空交织——利率债周报（12.30-1.3）》
- 3.《2020年利率债供给展望》
- 4.《主要机构配置力度进一步加大——12月债券托管数据点评》
- 5.《商业银行大规模配置地方债——1月债券托管数据点评》

内容提要：

社融好于市场预期。1月新增社会融资规模5.07万亿，新增金融机构人民币贷款3.34万亿，均好于市场预期。

社融大幅增长的主要原因有三点。第一，社融口径调整，地方债发行提速。2019年12月起，央行调整社融口径，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社融统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，这一指标的数值为托管机构的托管面值。1月地方债发行提速，全月共计发行7850.64亿，使得托管量大幅增长；第二，在稳增长的政策取向下，商业银行倾向于加快信贷投放，这一情况可以从1月春节因素的角度体现：扣除假期后，今年1月仅有17天工作日，较去年减少5天，且近10年来亦仅有2012年1月工作日比今年少；第三，表外融资在时隔9个月之后重回正增长。

M2小幅回落，M1跌至0%。1月M2小幅回落0.3个百分点至8.4%，而M1则回落4.4个百分点至0%，在2019年1月时，M1同样曾创下0.4%的低点，主要原因是春节错位因素导致了活期存款大幅下降。

对2月金融数据不必过于悲观。目前市场对2月金融数据较为担忧，认为疫情会对其产生较大影响。我们认为虽然影响不可避免，但相对来说仍有一些有利因素，因此不必对2月金融数据过度悲观。一方面，疫情发生后，央行及各部委出台多项政策，对实体企业信贷有较大支撑。如2月15日金融系统全力支持抗击疫情和恢复生产新闻发布会实录上，银保监会副主席梁涛介绍，截至2月14日中午12时，银行业金融机构为抗击疫情提供的信贷支持金额超过5370亿元；另一方面，财政部再度下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，地方债发行量从二月下旬起将继续高增长，对社融构成支撑。此外，春节因素导致2月单月数据回落亦是正常的季节性反应。

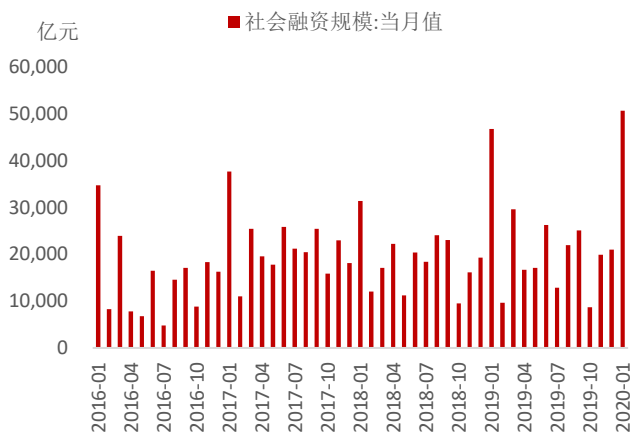
风险提示：疫情超预期变化；经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储后续超预期降息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

1、社融大幅增长的三点原因

央行公布的金融数据显示，1月新增社会融资规模5.07万亿，新增金融机构人民币贷款3.34万亿，均好于市场预期。

社融大幅增长的主要原因有三点：第一，社融口径调整，地方债发行提速。2019年12月起，央行调整社融口径，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社融统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，这一指标的数值为托管机构的托管面值。1月地方债发行提速，全月共计发行7850.64亿，使得托管量大幅增长；第二，在稳增长的政策取向下，商业银行倾向于加快信贷投放，这一情况可以从1月春节因素的角度体现：扣除假期后，今年1月仅有17天工作日，较去年减少5天，且近10年来亦仅有2012年1月工作日比今年少；第三，表外融资在时隔9个月之后重回正增长。

图 1：1月新增社融规模好于预期



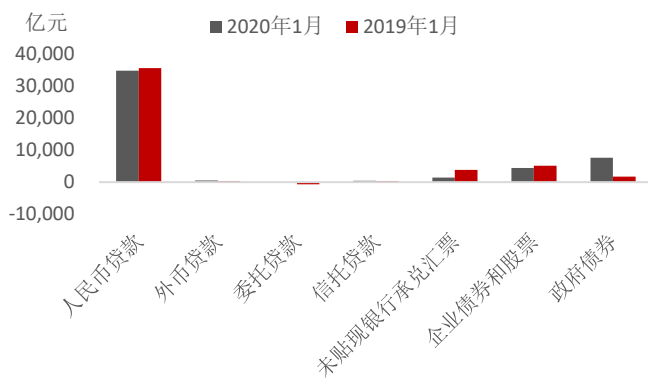
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：今年 1 月工作日较去年减少 5 天

年份	1月工作日 (天)	2月工作日 (天)	春节所在月份
2011	20	16	2
2012	16	21	1
2013	22	15	2
2014	22	17	1
2015	21	17	2
2016	20	18	2
2017	19	19	1
2018	22	17	2
2019	22	17	2
2020	17	--	1

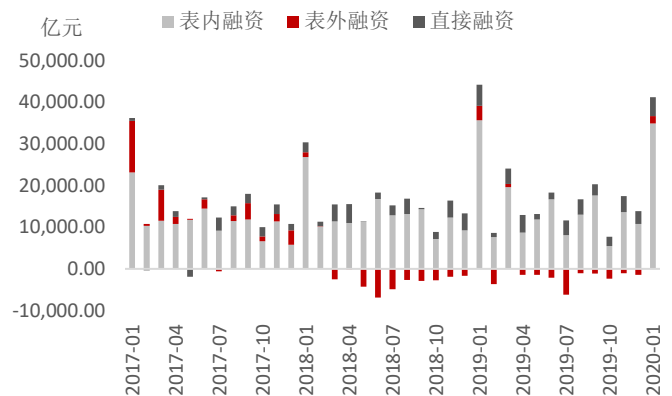
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：1月社融分项新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：表外融资重回正增长

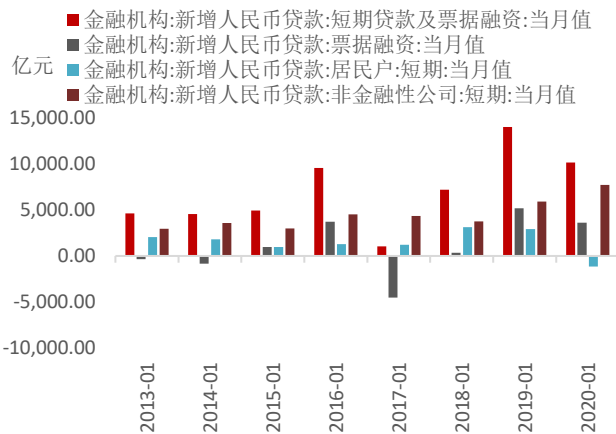


资料来源：Wind，国开证券研究部

分项看,1月对实体发放人民币贷款3.49万亿,同比少增744亿元;委托贷款减少26亿元,同比少减673亿元;信托贷款增加432亿元,同比多增87亿元;未贴现的银行承兑汇票增加1403亿元,同比少增2384亿元;企业债券净融资3865亿元,同比少964亿元;政府债券净融资7613亿元,同比多增5913亿元;非金融企业境内股票融资609亿元,同比多320亿元。

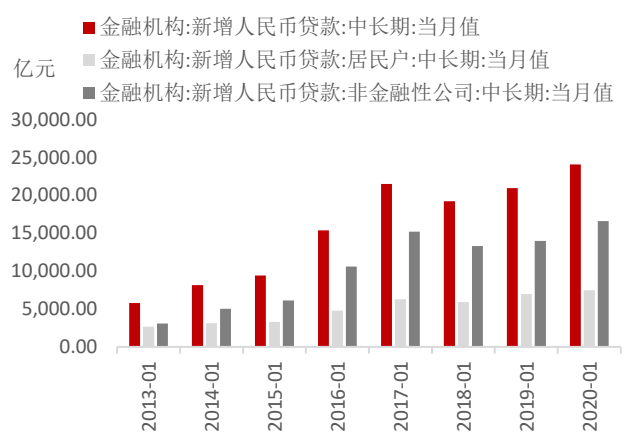
1月新增金融机构人民币贷款3.34万亿,同比多增1100亿,单纯从增量看,本月新增贷款为2010年以来历年各月最高。1月短期贷款及票据融资新增10146亿,同比少增3863亿。其中,票据融资新增3596亿,同比少增1564亿;居民中长期贷款新增7491亿,同比增加522亿;企业贷款明显增长,其中短期贷款新增7699亿,同比多增1780亿;中长期贷款规模稳步提升,1月新增16600亿,同比多增2600亿,中长期贷款占比连续稳步提升。

图 5: 历年 1 月新增短期贷款及票据融资情况



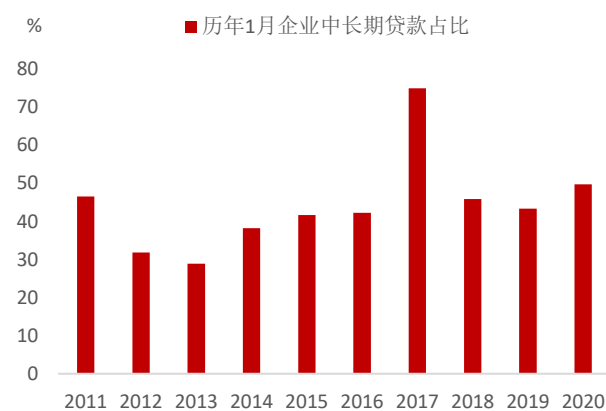
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 历年 1 月新增中长期贷款情况



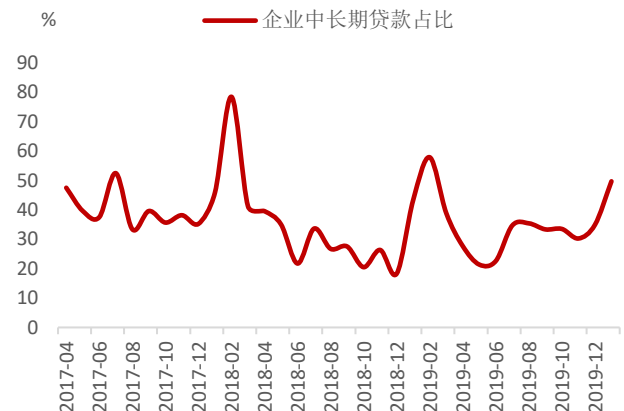
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 7: 历年 1 月企业中长期贷款占比



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 企业中长期贷款占比稳步提升



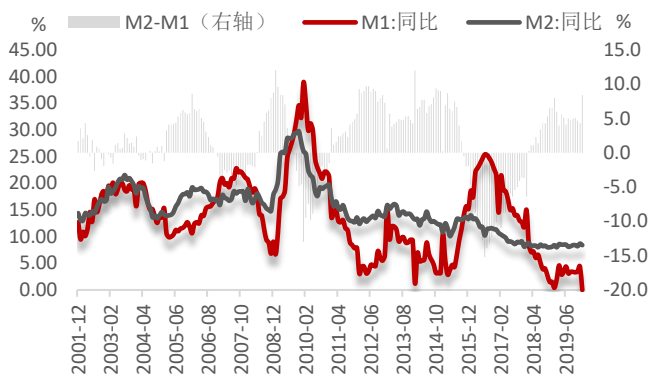
资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、存款受春节错位影响明显

1月M2小幅回落0.3个百分点至8.4%，而M1则回落4.4个百分点至0%，在2019年1月时，M1同样曾创下0.4%的低点，主要原因是春节错位因素导致了活期存款大幅下降。

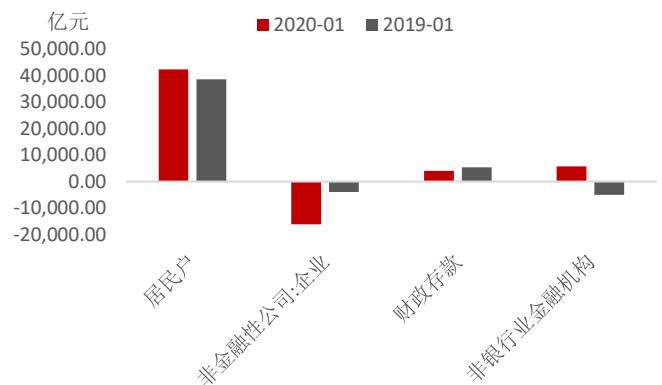
从存款分项看，1月居民存款增加42400亿，同比多增3800亿；企业存款减少16100亿，同比多减12189亿；财政存款增加4002亿，同比减少1335亿；非银存款增加5701亿，同比多增10780亿。

图 9：1 月 M2 小幅回落



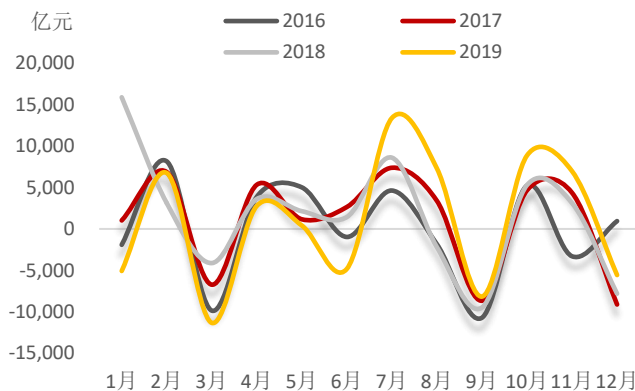
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 10：新增存款分项



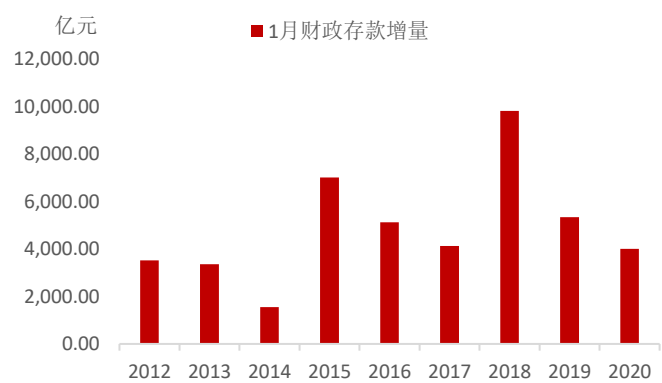
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 11：非银存款具有较强的季节性



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 12：历年 1 月财政存款增量



资料来源：Wind，国开证券研究部

3、债市策略

由于疫情主要发生在春节假期开始之后，因此我们认为1月金融数据能够较好地

反应疫情发生之前实体的融资需求。一是企业中长期贷款占比稳步提升；二是商业银行遵从“先投放，先见效”的原则，信贷投放速度较2019年开年更快；三是地方债发行进一步提速。

目前市场对2月金融数据较为担忧，认为疫情会对其产生较大影响。我们认为虽然影响不可避免，但相对来说仍有一些有利因素，因此不必对2月金融数据过度悲观。一方面，疫情发生后，央行及各部委出台多项政策，对实体企业信贷有较大支撑。如2月15日金融系统全力支持抗击疫情和恢复生产新闻发布会实录上，银保监会副主席梁涛介绍，截至2月14日中午12时，银行业金融机构为抗击疫情提供的信贷支持金额超过5370亿元；另一方面，财政部再度下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，地方债发行量从二月下旬起将继续高增长，对社融构成支撑。此外，春节因素导致2月单月数据回落是正常的季节性反应，2019年同期便是这一情况，彼时易纲行长就此专门表示“一定要把货币信贷的数据拉长一些看……大家要更全面地把1、2、3月的数综合起来一起看”。

对债市而言，近期的回调已经积累了一定幅度，短期或将出现反弹行情，在把握仓位的前提下可以适当参与。中期我们继续维持此前观点，疫情对经济的影响具有较大不确定性，需要逐步观察：如果超出市场预期，则长端利率调整后或仍有下行空间，但同时这也需要央行进一步的流动性支持；如果疫情对经济的影响确定性弱化，则债市将回归震荡。

风险提示：疫情超预期变化；经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储后续超预期降息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

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_7082

