

固定收益研究/动态点评

2020年02月21日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号: S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究:政策对冲心动超过基本面帆动》2020.02

2《固定收益研究:现存确诊首日净减少,促复工进行时》2020.02

3《固定收益研究:再融资新规对债市的四点影响》2020.02

天量社融与资金错配

2020年1月金融数据点评

核心观点

1月新增信贷3.34万亿元,社融规模5.07万亿元,存量同比10.7%,M2同比8.4%,M1同比持平。天量信贷再现,源于部分项目推迟至年初释放、预期利率下行、央行1月初降准、专项债配套贷款增加等因素,结构上企业中长期贷款同比多增2600亿元,反映年初实体融资需求较强。政府债券融资同比多增5913亿元,主因地方债发行提前。春节错期提前导致M1同比大幅回落,企业部门存款向居民与非银部门转移,而推迟复工或加剧企业资金面压力。实体资金供求错位、存款转移叠加假期延长或解释近期股市流动性充沛。社融超预期对债市冲击有限,股市情绪或有提振。

企业中长期贷款继续改善,信贷再次超预期

1月新增信贷3.34万亿元,相比去年高基数仍多增1100亿元,今年1月春节早、工作日少,新增规模可观,源于部分项目推迟至年初释放、预期利率下行、地方隐性债务置换、央行1月初降准、专项债配套贷款增加等。疫情在春节假期当周发酵,对信贷影响尚未完全体现。结构上,企业端新增贷款28600亿元,同比多增2800亿元,中长期同比多增2600亿元,反映年初实体融资需求较强。票据融资同比少增1564亿元,主因高基数。居民端,中长期贷款7491亿元,同比多增522亿元,短期贷款-1149亿元,同比减少4079亿元,或源于春节错期,节前企业发放奖金,居民信贷。

政府债券支撑社融,非政府部门融资略有减少

新口径下1月社会融资规模50700亿元,同比多增3909亿元,社融存量同比10.7%,持平于上月,与M2缺口有所拉大。其中,政府债券融资7613亿元,同比多增5913亿元,主因地方债发行提前,发行规模高达7850亿元。剔除政府债券的社融同比9.8%,降0.3个百分点,反映非政府部门获得融资略有减少,主要受非标拖累。非标同比少增1623亿元,主因去年1月份表外票据融资较多,而委托和信托融资同比均有所改善,年初基建融资或有所改善。后续资管新规过渡期大概率延长,对非标融资影响较大。

春节错期主导货币存款变动,推迟复工加剧企业资金压力

1月M2同比8.4%,降0.3个百分点,M1同比0%,降4.4个百分点。非金融企业存款降幅较大,新增-16100亿元,同比多减12189亿元。而居民存款与非银存款同比分别多增3800亿元、10780亿元,与企业存款变动形成映照。春节错期提前是主导因素。企业在节前集中发放奖金、结清工资,导致存款向居民部门转移,还会将活期资金转短期理财,部分存款向非银部门转移。而受疫情影响关闭售楼处,导致居民存款向房企回流遇阻。但M1首次跌至零增长,目前企业在手资金不足,疫情推迟复工又将加剧企业流动性紧张局面。加快复工节奏、对中小企业再贷款等必要性凸显。

市场启示:社融超预期对债市冲击有限,股市情绪或有提振

社融与信贷大量投放,但疫情导致生产活动受阻,实体资金供求错位,加上存款向居民转移、理财利率走低,对虚拟经济有利,叠加假期延长,或部分解释近期股市流动性充沛。同时,债市依旧缺资产。“疫情-复工-政策取向”仍是目前市场主线,社融超预期对债市的冲击不会太大,股市情绪或有提振。利率尚未迎来真正拐点,较差的经济数据、疫情反复或次生风险、股市调整有望带来交易性机会。维持十年期国债2.8%不追涨,2.9%关注交易机会的判断。中长期看,一季度GDP挖坑、疫情冲击终将过去,时间不是利率的朋友,维持中期十年国债向下2.7%,向上3.1-3.2%判断。

风险提示:延迟复工加剧企业资金压力、春节错期影响金融数据。

事件

央行公布 2020 年 1 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 33400 亿元，市场预期 28211 亿元，前值 11400 亿元。
- (2) 社会融资规模 50700 亿元，市场预期 42863 亿元，前值 21030 亿元。
- (3) M2 同比 8.4%，市场预期 8.6%，前值 8.7%；M1 同比 0%，前值 4.4%。

点评

企业中长期贷款继续改善，信贷再次超预期

1 月份信贷总量达到 3.34 万亿元，相比去年高基数仍多增 1100 亿元，考虑到今年 1 月份春节较早，工作日比去年少这一因素之后，1 月份新增信贷规模可观。首先，金融机构将部分项目推迟到今年初释放；其次，商业银行预期后续贷款利率下行，早投放早收益；第三，去年 10 月份以来的地方隐性债务置换导致表内中长期贷款“虚高”；第四，央行 1 月初降准 1 个百分点，缓解了银行的流动性约束。最后，地方债密集发行，相关配套贷款随之增加。此外，疫情在春节假期当周才发酵，对信贷的影响尚未完全体现。

从结构上来看，企业端新增贷款 28600 亿元，同比多增 2800 亿元，其中中长期贷款同比多增 2600 亿元，反映年初实体融资需求较强；而企业贷款被票据融资拖累，同比少增 1564 亿元，主因去年同期基数偏高，19 年 11 月份票据监管趋严，票据套利受到严格约束。居民端，中长期贷款 7491 亿元，同比多增 522 亿元，疫情对房贷的影响或将滞后反映。而 1 月居民短期贷款-1149 亿元，同比大幅减少 4079 亿元，可能主要源于春节错位，不少企业有春节前结清工资、发放奖金的习惯。

政府债券支撑社融，非政府部门融资略有减少

新口径下 1 月社会融资规模 50700 亿元，同比多增 3909 亿元，社融存量规模 256.4 万亿元，同比增速 10.7%，持平于上月，与 M2 的缺口有所拉大。剔除政府债券之后，1 月社融同比增速 9.8%，较上月下降了 0.3 个百分点，反映非政府部门获得的融资略有减少。

其中，1 月政府债券融资高达 7613 亿元，同比多增 5913 亿元，主因 1 月份地方债发行提前，发行规模高达 7850 亿。近期财政部下发新的地方债额度之后，地方债供给或再迎小高峰，都有助于社融保持高位，但维持 1 月份的供给规模难度较大，取决于后续赤字率以及专项债额度是否上调。

1 月份非政府部门获得的融资减少主要受非标拖累，1 月非标融资达到 1800 亿元，同比少增 1623 亿元。主因去年 1 月份表外票据融资较多，而在票据监管之后，票据放量难再现。而 1 月份委托贷款和信托融资同比均有所改善，或反映年初基建相关融资有所改善。而后续资管新规过渡期大概率适度延长，对非标融资影响较大。

其他分项中企业债券融资 3865 亿元，同比少增 964 亿元。企业股票融资 609 亿元，同比多增 320 亿元，定增新规下发后企业股票融资在中长期有望继续改善，值得关注。

春节错期主导货币存款变动，推迟复工加剧企业资金压力

1月M2同比8.4%，下降0.3个百分点；M1同比持平，下降4.4个百分点。1月新增存款28800亿元，同比少增3935亿元，其中非金融企业存款降幅较大，新增-16100亿元，同比多减12189亿元。而居民存款新增42400亿元，同比多增3800亿元，非银存款新增5701亿元，同比多增10780亿元，两者与企业存款变动形成映照。

春节错期提前是1月货币存款变动的主导因素。一方面，企业往往在节前集中发放奖金、结清工资，导致存款向居民部门转移，还会将活期资金转短期理财，部分存款向非银部门转移。另一方面，春节期间楼市销售季节性走淡，而受新冠肺炎疫情影响，多地春节关闭售楼处，当月30大中城市商品房成交面积同比降至-20.2%，导致居民存款向房企回流受阻。两方面解释了M1增速大幅下滑、企业存款同比下降、居民与非银存款同比多增的组合。但M1自统计以来首次跌至零增长，意味着目前企业在手资金不足，疫情推迟复工又将加剧企业流动性紧张局面。因此，加快复工节奏、不抽贷断贷、减免缓缴税费、加大对中小企业再贷款等政策的必要性凸显。

市场启示

社融与信贷在一月份出现放量投放（资金供给），但疫情导致生产活动受阻（资金需求），实体资金供求出现错位，加上存款向居民部门转移、理财利率走低，对虚拟经济更为有利。叠加春节假期延长效应，这可能部分解释了为何股市近期流动性如此充沛。

与此同时，债市缺资产的状况依旧。信贷高增长带来的经济企稳、挤出配债需求等原本对债市不利。但一方面这种信贷增速未必能持续，另一方面，由于生产活动受春节和其后的疫情抑制，银行走款等频繁程度降低，加之货币政策宽松，银行体系流动性充裕。而表外机构仍在扩张资产负债端，房地产融资受抑制、央企去杠杆、民企不敢碰等因素导致的核心资产缺失继续存在。我们认为这些因素导致信贷超预期与债市缺资产并行不悖。

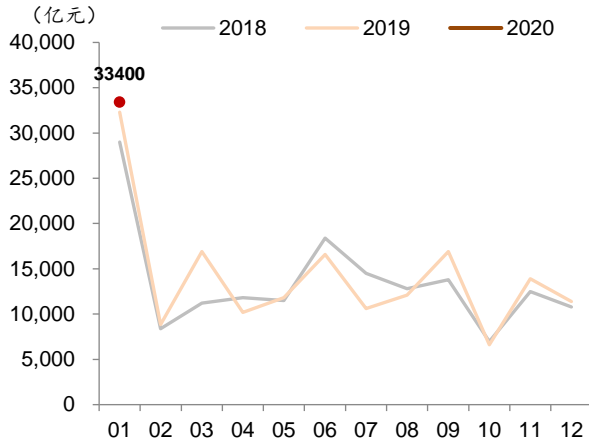
当然，“疫情-复工-政策取向”目前还是市场的逻辑主线，社融超预期对债市的冲击不会太大，股市情绪或有提振。疫情出现持续好转，但海外和一线城市仍不能掉以轻心。下周预计将出现复工加速情况，浙江、广州等已经率先显露迹象。社融超预期加上近期地方专项债限额提前下发可能导致3-4月份基建发力，值得关注。

而19年四季度货币政策执行报告显示，逆周期调节压力增大，但守正是底线，不会大水漫灌，不愿意扭曲或固化经济结构问题，宏观杠杆率和汇率等也是制约；担当是责任，逆周期调节力度加大，妥善应对经济下行，央行近日提供了充裕流动性，及时引导LPR利率下降，通过3000亿元低息再贷款助力疫情防控；创新是手段和方式，LPR改革取得一定成效，后续仍会以结构主义的思路疏通传导机制。

我们上周判断利率波动将加大，建议将三十年国债换持为五、十年期国开债，近两周十年期国债利率回升近10bp，短期判断得到较好验证。后续来看，利率尚未迎来真正拐点，较差的经济数据、疫情反复或次生风险、股市调整有望带来一定的交易性机会。之前建议十年期国债收益率2.8%不追涨，2.9%开始关注交易机会的判断不改。中长期看，一季度GDP挖坑、疫情冲击终将过去，时间对利率不是朋友，维持中期十年国债向下2.7%，向上3.1-3.2%判断。

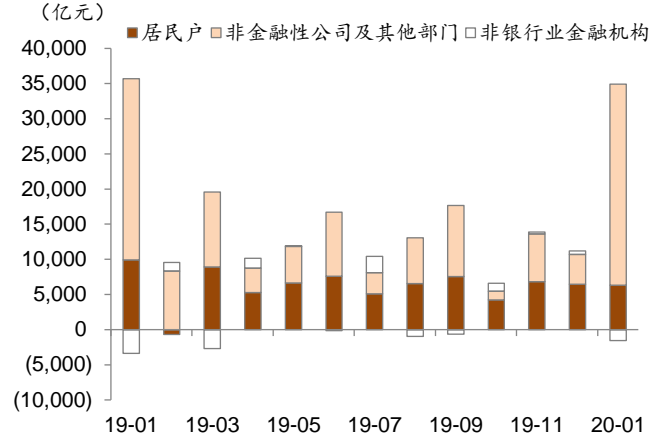
信贷

图表1：新增人民币贷款



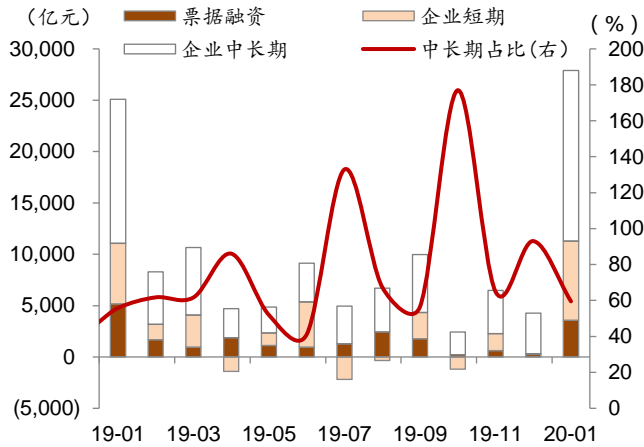
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



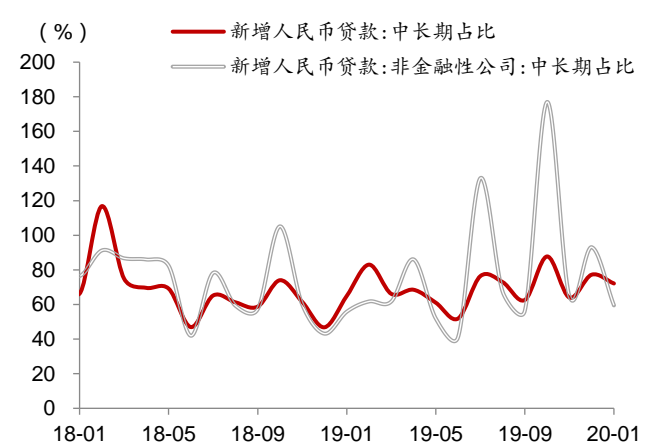
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

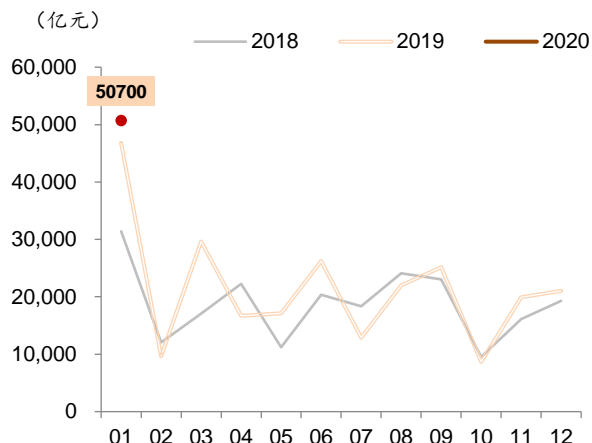
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

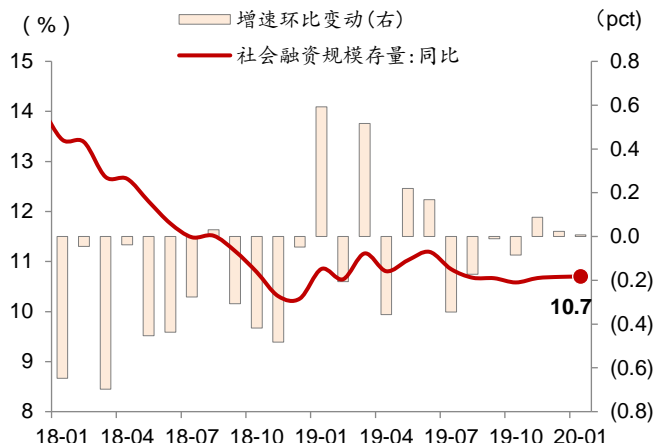
社融

图表5: 新增社会融资规模



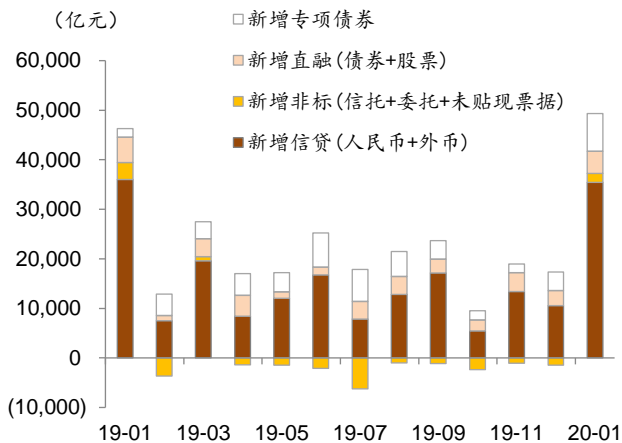
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 社融存量增速



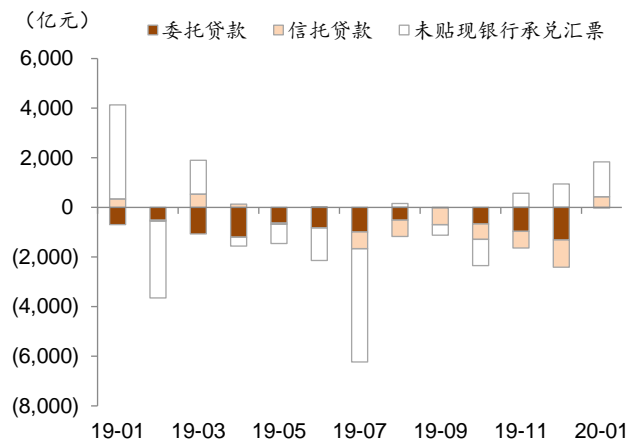
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增社融各分项



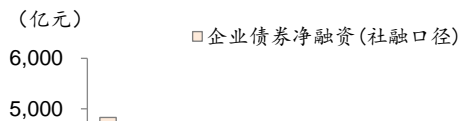
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 新增非标各分项同比增减

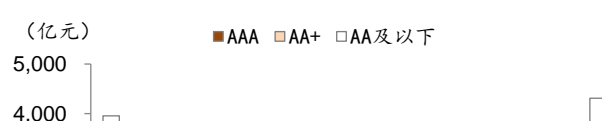


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 企业债净融资额(社融口径)



图表10: 信用债净融资分评级状况(主体评级)



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_7096



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn