



1月金融数据点评

社融增量超预期，企业资金有点紧

1月新增社融和新增人民币贷款超预期；M1中单位活期存款增速-1.28%，企业流动性偏紧。

- 1月新增社融5.07万亿元，新增人民币贷款3.49万亿元，超出市场预期。
- 从结构来看，政府债券的占比明显上升。表外融资中，委托贷款和信托贷款均较去年同期有所增长，在新增社融中的占比也有所上升。
- 1月M2同比增长8.4%，M1同比增长0%，M0同比增长6.6%。M1中单位活期存款的同比增速下行至-1.28%，意味着企业流动资金较紧张。
- 1月新增存款2.88万亿元，其中新增居民存款4.24万亿元，新增企业存款-1.61万亿元。新增贷款3.34万亿元，短贷及票据新增1.01万亿元，中长期贷款新增2.41万亿元。在经济工作会议的指导下，2020年贷款可能朝制造业中长期贷款倾斜。
- **关注货币政策可能采取的行动。**货币政策一定程度上陷入两难。一方面1月CPI同比增速5.4%，再度大幅超出市场预期。另一方面受新冠肺炎疫情影响，我们预计一季度实际GDP增速将回落至5%，近期中央表态2020年经济增长目标不变，这意味着自二季度开始经济增长需要出现较大幅度的反弹。从货币政策的角度看，接下来需要采取多种手段，平衡多个目标。我们认为比较明确的是，通过金融业供给侧改革刺激社融和信贷增量，以及继续通过利率市场化改革压低实体经济融资成本。但增加货币供给的同时需要平衡通胀的压力和房价上涨的压力，这是制约货币政策两个主要问题。

风险提示：全球经济增速超预期下行；国内通胀持续维持在较高水平。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

新增社融再创历史新高。1月金融数据发布较晚，此前市场考虑到1月有春节假期效应，且受到新冠肺炎疫情疫情影响，资金投放可能较少，但从数据来看1月新增社融5.07万亿元，较去年同期增长了3,909亿元。即便有春节效应的影响，1月新增社融量还是再创新高，超出市场预期。

新增人民币贷款较去年同期小幅下降。1月新增人民币贷款3.49万亿元，较去年同期少增768亿元，依然是超出市场预期。从社融分类来看，与去年同期相比，表内融资、表外融资、直接融资均有不同程度的少增，增量主要体现在政府债券方面。1月新增政府债券7,613亿元，较去年同期多增5,913亿元。从结构来看，1月新增人民币贷款在新增社融中占比69%，较去年同期下降7.4个百分点，表外融资中，委托贷款和信托贷款均较去年同期有所增长，在新增社融中的占比也有所上升。

图表 1. 新增社融构成和变化

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	50,700	34,900	513	(26)	432	1,403	3,865	609	7,613
环比上月变动	29,669.7	24,130.2	718.2	1,289.5	1,523.8	451.6	1,239.5	176.8	3,874.8
同比去年同期	3,908.9	(768.4)	169.5	673.3	87.0	(2,383.7)	(963.9)	319.9	5,913.2
结构(%)		69	1	0	1	3	8	1	15
环比上月变动(%)		17.6	2.0	6.2	6.0	(1.8)	(4.9)	(0.9)	(2.8)
同比去年同期(%)		(7.4)	0.3	1.4	0.1	(5.3)	(2.7)	0.6	11.4

资料来源：万得，中银证券

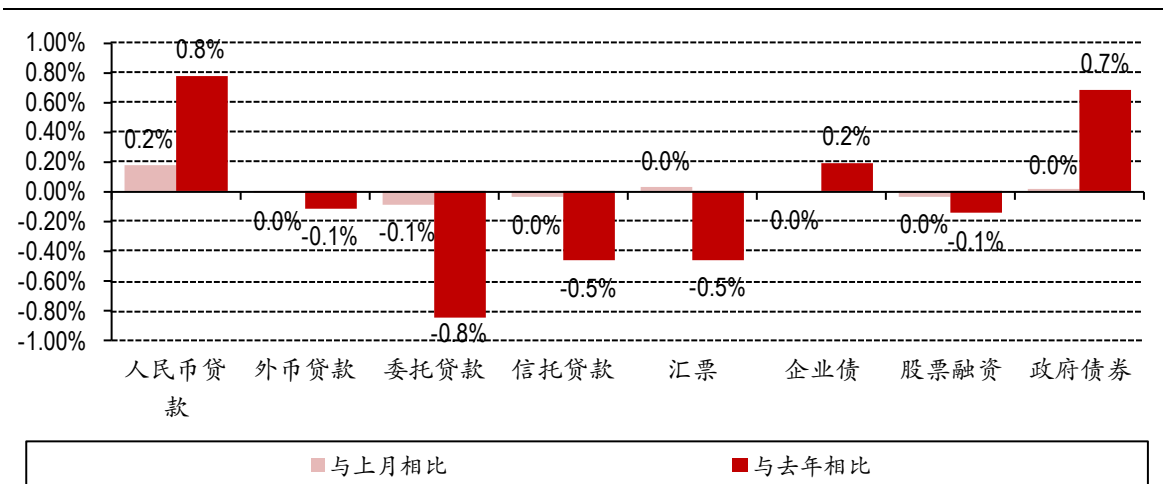
图表 2. 新增社融分类变化

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	35413	1809	4474	9004
环比上月变动	24848.4	3264.9	1416.3	140.1
同比去年同期	(598.8)	(1,623.5)	(644.0)	6775.2

资料来源：万得，中银证券

政府债券的占比明显上升。从结构来看，截至2020年1月政府债券的占比较去年同期大幅上升了0.7个百分点，人民币贷款占比上升了0.8个百分点，表外融资的占比仍在下降。考虑到已经下达的地方政府2020年新增债务额度，我们认为社融存量结构或将继续向政府债券倾斜，同时由于股权融资的条件已经有所放宽，预计2020年股票融资额将较2019年有所上升。

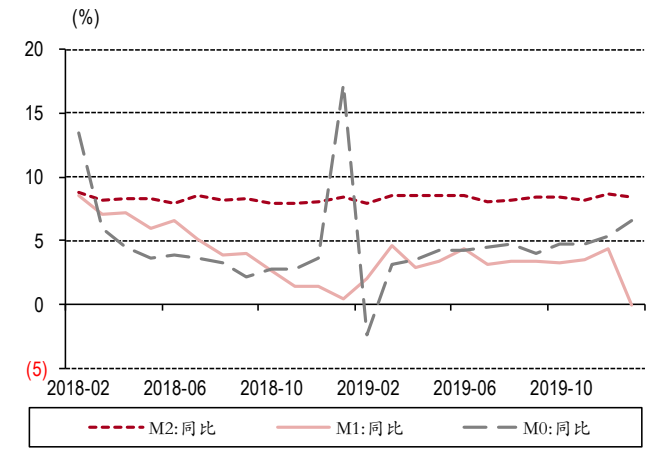
图表 3. 社融存量结构



资料来源：万得，中银证券

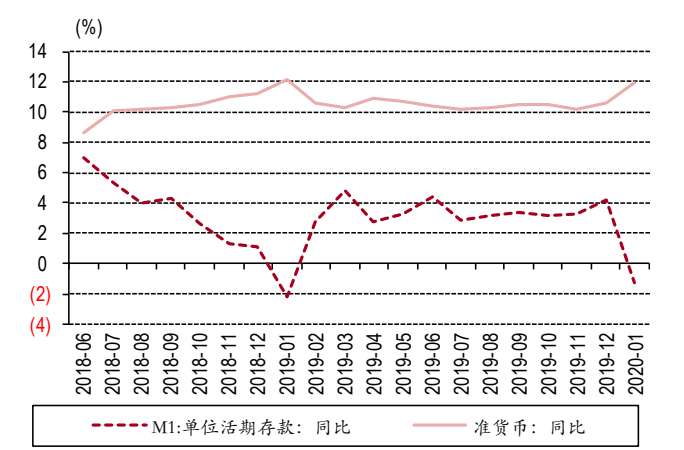
企业活期存款同比增速负增长。1月M2同比增长8.4%，较2019年12月下降0.3个百分点，M1同比增长0%，较2019年12月大幅下降4.4个百分点，M0同比增长6.6%，较2019年12月上升1.2个百分点。整体来看，在央行加大公开市场资金投放力度的支持下，流动性整体明显好转。但需要注意的是1月M1同比增速大幅下降，虽然在2019年1月也出现过，但如此大幅度的骤降值得警惕，并且M1中单位活期存款的同比增速下行至-1.28%，意味着企业流动资金较紧张。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

1月企业存款净减少。1月新增存款2.88万亿元，其中新增居民存款4.24万亿元，新增企业存款-1.61万亿元。1月存款项目较去年同期明显上升的只有居民存款和非银存款，我们认为这是受到春节因素的明显影响。但存款项目中企业存款净下降，可能是导致M1同比增速大幅下滑的重要原因。

贷款继续向中长期倾斜。1月新增贷款3.34万亿元，较上个月大幅增加2.2万亿元，较去年同期多增1,100亿元，增长比较明显。从贷款投向来看，短贷及票据新增1.01万亿元，中长期贷款新增2.41万亿元。我们认为在经济工作会议的指导下，2020年贷款可能朝制造业中长期贷款倾斜。

企业中长期贷款放量。从部门来看，居民贷款新增6,341亿元，企业贷款新增2.86万亿元。考虑到1月受新冠疫情的影响，居民贷款需求可能出现明显减弱，因此贷款增量较上个月和去年同期都有所下降。

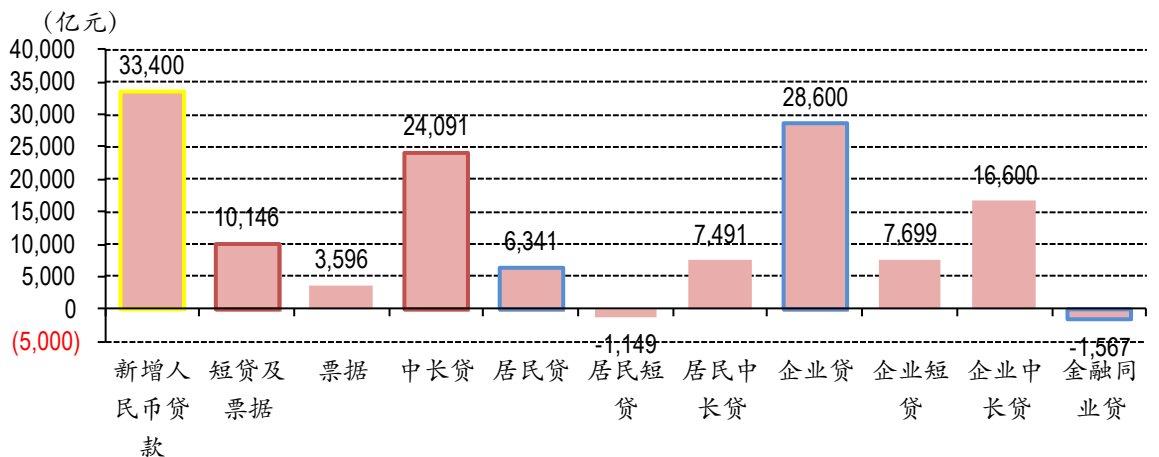
图表 6. 新增存贷款变化

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		28,800	42,400	(16,100)	4,002	5,701	(7,203)
	环比上月变动	22,805	27,154	(32,137)	14,788	11,273	1,727
	同比去年同期	(3,900)	3,800	(12,189)	(1,335)	10,780	(4,956)
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		33,400	10,146	24,091	6,341	28,600	(1,567)
	环比上月变动	22,000	8,214	15,289	(118)	24,356	(2,078)
	同比去年同期	1,100	(3,863)	3,122	(3,557)	2,800	1,819

资料来源：万得，中银证券



图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: 万得, 中银证券

关注货币政策可能采取的行动。 货币政策一定程度上陷入两难。一方面 1 月 CPI 同比增速 5.4%，再度大幅超出市场预期。另一方面受新冠肺炎疫情影响，我们预计一季度实际 GDP 增速将回落至 5%，近期中央表态 2020 年经济增长目标不变，这意味着自二季度开始经济增长需要出现较大幅度的反弹。从货币政策的角度看，接下来需要采取多种手段，平衡多个目标。我们认为比较明确的是，通过金融业供给侧改革刺激社融和信贷增量，以及继续通过利率市场化改革压低实体经济融资成本。但增加货币供给的同时需要平衡通胀的压力和房价上涨的压力，这是制约货币政策的两个主要问题。

风险提示:

全球经济增速超预期下行；国内通胀持续维持在较高水平。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_7121

