2020 年 02 月 20 日

【华西固收研究】新增实体信贷创新高，疫情下宽信用仍为主线

——1 月金融数据点评 20200220

一、事件概述

2020 年 2 月 20 日央行发布 2020 年 1 月金融数据。1 月份，M2 同比增长 8.4%，增速较上月回落 0.3pct，与去年同期持平；社会融资规模增量 5.07 万亿元，存量 256.36 万亿元，同比增长 10.7%，增速与上月基本持平。

二、分析与判断:

► 春节错位下新增人民币贷款表现亮眼，关注地方债发行高峰对金融数据的扰动

1 月份社融增速较上月基本持平，较去年同期回落 0.15pct，但结构表现亮眼。分解来看：**1）新增人民币贷款季节性走高，春节错位影响下与去年同期基本持平实属不易。**由于春节错位因素，市场预期 2020 年 1 月信贷数据或同比有所缩量，但 1 月份对实体经济发放的人民币贷款达 3.49 万亿元，较去年同期仅下行 770 亿元左右，若考虑春节因素，今年 1 月份对实体经济发放的新增人民币贷款表现好于去年同期，但需关注疫情扩散背景下复工复产进展较慢进而导致 2 月新增信贷回落；**2）地方债发行高峰为社融数据"锦上添花"。**1 月份新增一般债+专项债合计发行 7850 亿元，同比增长 113%。尽管今年 1 月国债净融资较去年小幅缩量 1000 亿元，但地方债供给高峰推升政府债券整体融资规模，进而拉升社融数据；**3）新增信托贷款 7 个月以来首次回正，预计后续表外三项或有小幅回暖，但力度有限。**1 月份新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别为-26 亿元/+432 亿元/+1403 亿元，其中新增信托贷款系 7 个月来首次回正。我们认为随着资管新规延期以及疫情扩散下房企现金流承压带来的融资需求提升，后续信托贷款或仍有小幅增量空间，但截至目前地产行业非标融资并无明确放松信号，在非标转标的大趋势下，信托贷款及表外三项短期回暖空间有限，长期压降趋势难改。

1 月份 M0 存量 9.32 万亿元，同比上升 6.6%，增速较上月回升 1.2pct；M1 存量 54.55 万亿元，同比增长 0%，增速较上月回落 4.4pct；M2 存量 202.31 万亿元，同比增长 8.4%，增速与上月回落 0.3pct。其中，M1 同比增速较低与春节错位有关，1 月份企业发放奖金使得企业活期存款向居民存款转移，叠加企业春节前后投资需求较弱，致使 M1 增速较低。从各机构人民币存款来看，居民存款、企业存款、非银存款分别增加+4.24/-1.61/+0.57 万亿元，居民存款、企业存款的"一正一负"同样符合春节前企业存款向居民存款转移的规律，非银存款走高或与 1 月上半月股市表现较好有关。

► 实体新增信贷创有数据统计以来新高，关注后续疫情对信贷数据影响

1 月份金融机构新增人民币贷款 3.34 万亿元，环比多增 22000 亿元，同比多增 1100 亿元。从结构来看，居民贷款合计增加 6341 亿元，其中短期贷款减少 1149 亿元，同比多减 4079 亿元；中长期贷款新增 7491 亿元，同比多增 522 亿元。**其中，居民中长贷同比放量或印证 1 月份春节前整体房地产销售情况并不差；**非金融企业及其他部门人民币贷款增加 2.86 万亿元，同比多增 2800 亿元，其中短期贷增加 7699 亿元，同比多增 1780 亿元；中长期贷款新增 1.66 万亿元，同比多增 2600 亿元，非金融性公司月度新增贷款（包括整体数据、短期贷款、中长期贷款）均创有数据统计以来新高；票据融资单月新增 3596 亿元，同比少增 1564 亿元。**整体来看，1 月份在"春节错位"效应下非金融性公司新增人民币贷款创历史新高实属不易，除隐性债务置换持续推进、实体经济有所回暖等因素外，降准亦为 1 月份信贷放量的背后推手，但同时需要注意 1 月份金融数据整体受疫情冲击并不大，而随着 2 月份疫情逐步扩散，企业复工复产均有所推后，需关注 2 月份信贷数据走低。**

► 企业债券融资同比走高，节前信用下沉行情仍在

1 月份社融口径企业债券融资 3865 亿元，环比多增 1239 亿元，同比少增 964 亿元。从信用债净融资来看，1 月份申万产业债口径剔除银行、非银金融产业债净融资 4061 亿元，同比多增 320 亿元，环比多增 1384 亿元；分评级来看，AAA/AA+/AA 评级企业净融资分别为 2542/955/641 亿元，中低评级占约 37%。从信用利差角度看，AAA/AA+/AA 评级产业债 1 月最后一个工作日利差较 12 月末分别收窄 6.76/13.37/7.07bp，节前信用利差整体呈现收窄态势，尤以 AA+信用利差下行幅度更为明显，信用下沉行情犹在。

三、投资策略：疫情影响下基本面利好债市，关注逆周期调节下货币政策打开空间

1 月份降准释放 8000 亿增量资金+节前大额逆回购、MLF 投放呵护春节前市场流动性。1 月份降准释放增量资金约 8000 亿元，但考虑到 1 月份地方政府债发行放量（新增地方政府债发行 7851 亿元，同比增长 4164 亿

元），降准释放资金仍难以对冲节前资金缺口，且降准后央行未对到期 6000 亿元逆回购进行续作，资金面有所收紧，DR007 一度走高至近 2.8%；1 月 15 日至 23 日，央行累计投放 1.18 万亿元逆回购+3000 亿元增量 MLF 对冲节前流动性收紧，DR007 逐步温和回落至 2.5%左右。

货币政策仍有空间，基本面利好长期债牛行情。年后伴随疫情持续扩散，央行通过逆回购投放、降息、调降 LPR 等方式加大流动性投放力度，对冲疫情对于资金面及经济基本面的影响。考虑到疫情持续时间尚难以预测，逆周期调节力度有望持续加强，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，债市已经对疫情有所反应，需关注疫情影响下物价抬升对于债市的扰动作用，建议投资者根据疫情发展、复工情况等因素酌情缩短久期，规避短期内债市回调风险；长期来看，疫情对于基本面的影响或将逐步显现，逆周期调控发力仍需时间换空间，基本面驱动下依旧看好一季度债牛行情，建议把握基本面兑现带来的长端政金债机会。**

风险提示

流动性收紧。

分析师：樊信江
邮箱：fanxj@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100006
联系电话：010-51662928

研究助理：颜子琦
邮箱：yanzq@hx168.com.cn
联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦
邮箱：sunjl1@hx168.com.cn
联系电话：010-59775371

研究助理：张伟
邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn
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/hxzq/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跨部门、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_7129