

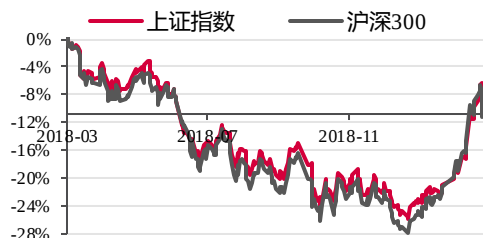
宏观点评

年内社融增速整体初步企稳，但实体需求下行压力仍大

——2019年2月货币数据点评

2019年03月11日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	11.91	14.49	-10.20
沪深300	10.62	15.75	-10.98

胡文艳

执业证书编号: S0530518070001
huwy@cfzq.com

伍超明

wucm@cfzq.com

分析师

010-68086480

研究助理

010-68084180

投资要点

- 本月社融如期回落，但不改中长期企稳回升趋势，房企债券融资松动延续：2月份，社融增量为7030亿元，分别较上月和上年同期减少39323亿元和4864亿元，社融回落受季节性因素影响较大；1-2月份，社融增量累计达5.34万亿元，较上年同期增加1.07万亿元，表明年内社融整体仍在改善，逆周期调控加码下中长期企稳回升趋势未变。具体表现为：从社会融资规模来看，2月表外新增未贴现银行承兑汇票和人民币贷款减少较多，是社融回落的主因，其分别较去年同期下降3209和2558亿元，但1-2月社融增量累计同比多增，主要由新增人民币贷款、企业债券融、地方政府专项债贡献。从社会融资结构看，1-2月份间接融资、表外融资累计占比较2018年底提升较多，是逆周期宏观调控加码的体现，地方政府专项债和直接融资占比则较2018年底小幅回落，但从绝对值来看，两者同比均大幅改善。从对房企融资影响看：2月通过海外发债渠道流入房地产市场的资金持续回暖，但受房地产销售下滑、叠加即将迎来偿债高峰期的影响，房企整体现金流仍偏紧。
- 居民贷款转负致信贷回落较多，流向基建领域贷款占比仍在上升：2月份，新增人民币贷款8858亿元，分别较上月和上年同期减少23442亿元和增加465亿元，市场对信贷数据回落早有预期，但居民户贷款规模大幅收缩远超市场预期；1-2月份，新增人民币贷款4.12万亿元，较上年同期增加3765亿元，信贷同比亦仍在改善。但结构数据显示，信贷对实体的支撑和实体信贷有效需求偏弱局面并没有发生实质性和趋势性改变。具体来看：第一，居民部门贷款创2005年以来的单月最低值，未来国内消费存在较大下行压力，房地产投资回落压力亦在增加；第二，流向基建等低活力领域的融资占比仍在继续提升，新增人民币贷款中其他部门占比，自2018年4月由负转正以来持续抬升，资金配置的不合理仍有待改善；第三，人民币贷款同比稳定依旧主要依赖票据融资，非金融性公司中长期贷款规模环比和同比均下降，表明资金供需双方对投资活动信心恢复进展仍偏慢。
- 广义社融增速维持高位，预示一季度名义GDP增速降幅或放缓：2019年1-2月，广义社会融资规模（即社会融资总量与政府债券之和）为64503.9亿元，较去年同期增加18431.8亿元，同比增速为40.0%；预示一季度名义GDP增速降幅或有所放缓，但具体变化仍有待进一步观察和验证。
- M2增速小幅回落不改年内企稳回升趋势，预计2019年M2约增长9%：2月份M2增速小幅回落，原因主要有三：一是翘尾因素较上月下降0.5个百分点，不利于增速的提高；二是金融体系内部降杠杆继续放缓，截止2019年1月，其他存款性公司的总资产增速明显回升，金融机构同业间的债务增速降幅亦有所减小；三是2月份新增财政存款3242亿元，较上月减少2095亿元，财政存款环比减少后会阶段性导致商业银行体系存款增加，有利于保证M2增速后续的企稳。2019年3月份，M2翘尾因素较上月下降0.7个百分点，不利于M2增速提高，但财政存款环比季节性减少将利于M2增速企稳，另外政府工作报告提出保持M2与名义GDP增速相匹配目标，国内逆周期调控加码继续，预计3月份M2增长8.4%左右，全年约增长9%。
- 预计货币政策逆周期调控继续加码，降息、降准、金融供给侧改革值得期待。工作重点包括：一要推动利率“两轨并一轨”，疏通资金价格的传导，降低企业综合融资成本，二要创新、扩大货币政策工具的使用，保证货币供给量的充裕并着力于定向滴灌、精准发力，三要推动金融供给侧改革，提高直接融资特别是股权融资比重，四要继续放缓金融去杠杆的节奏与力度。我们认为，如果前期经济政策刺激效果不及预期或面临较大外部冲击，经济下行压力加大，未来降准、降息、金融供给侧改革均值得期待，预计未来10年期国债收益率趋于稳定甚至下行。
- 风险提示：宏观经济下行过快、政策变动风险

内容目录

1 社融如期回落但不改中长期企稳回升趋势，房企债券融资松动延续.....	3
1.1 表外票据骤降拖累本月社融回落，但 1-2 月社融累计增量同比仍改善	3
1.2 房企海外发债融资维持改善，房地产市场需求则有所降温.....	5
2 居民贷款转负致信贷回落较多，广义社融增速维持高增长预示一季度名义 GDP 增速降幅放缓.....	6
2.1 居民贷款转负拖累信贷回落较多，流向基建领域贷款占比仍在上升.....	6
2.2 广义社融增速维持高位，预示一季度名义 GDP 增速降幅或放缓.....	9
3 M2 增速小幅回调不改中长期升势，未来降准、降息、金融供给侧改革值得期待.....	10
3.1 M2 增速小幅回落不改年内企稳回升趋势，预计 2019 年 M2 约增长 9%.....	10
3.2 预计货币政策逆周期调控继续加码，降准、降息、金融供给侧改革值得期待.....	11
3.3 当前市场利率接近经济基本面所对应的合意水平，预计利率将趋稳甚至下降	12

图表目录

图 1：间接融资、直接融资和表外融资等当月占比	3
图 2：间接融资、直接融资和表外融资等累计占比	3
图 3：社会融资规模和结构	4
图 4：表外融资规模和结构	4
图 5：非标融资与房地产资金来源.....	5
图 6：房地产企业寻求海外融资	5
图 7：新增人民币贷款规模：居民、企业和金融机构.....	6
图 8：新增人民币贷款规模：短期和中长期.....	6
图 9：新增短期贷款及票据融资结构	7
图 10：新增中长期贷款结构：居民户和非金融企业	7
图 11：新增人民币贷款结构：短期和长期（累计占比）	8
图 12：2017 年以来住户贷款增速持续回落.....	8
图 13：居民中长期贷款占比的变动规律.....	8
图 14：新增人民币贷款流向占比变化	8
图 15：债券发行结构.....	9
图 16：广义社会融资规模及其增速.....	9
图 17：2 月 M2 翘尾因素下降	10
图 18：存款性公司总资产和金融企业债务增速回升	10
图 19：存款性公司对其他金融机构的债权有所增加	11
图 20：3 月 M2 翘尾因素继续下降较多	11
图 21：景气指数的周期趋势项预示经济增长趋缓.....	13
图 22：目前利率水平超调幅度在缩小	13

事件：2019 年 2 月份，新增人民币贷款 8858 亿元，分别较上月和上年同期减少 23442 亿元和增加 465 亿元；2 月，社融增量为 7030 亿元，分别较上月和上年同期减少 39323 亿元和 4864 亿元；货币供应量 M1 同比增长 2.0%，较上月末提高 1.6 个百分点，较上年同期降低 6.5 个百分点；M2 同比增长 8%，较上月末降低 0.4 个百分点，较上年同期降低 0.8 个百分点。

点评：

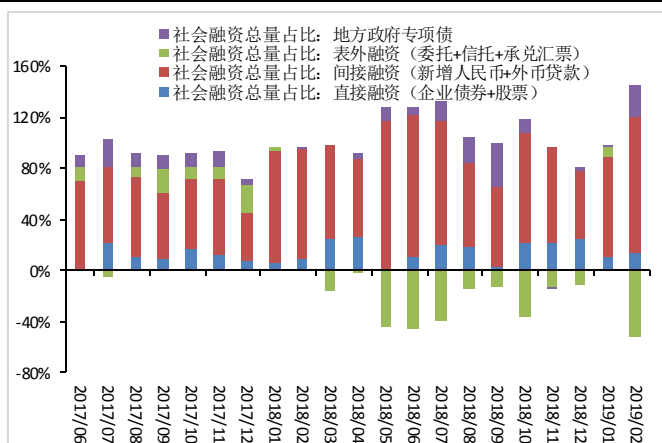
1 社融如期回落但不改中长期企稳回升趋势，房企债券融资松动延续

1.1 表外票据骤降拖累本月社融回落，但 1-2 月社融累计增量同比仍改善

2 月份，社融增量为 7030 亿元，分别较上月和上年同期减少 39323 亿元和 4864 亿元，其中间接融资、直接融资、表外融资和地方政府专项债占比分别为 107.2%、13.1%、-51.9% 和 25.2%，分别较上月变动 29.5%、1.7%、-59.3% 和 22.8%（见图 1）。

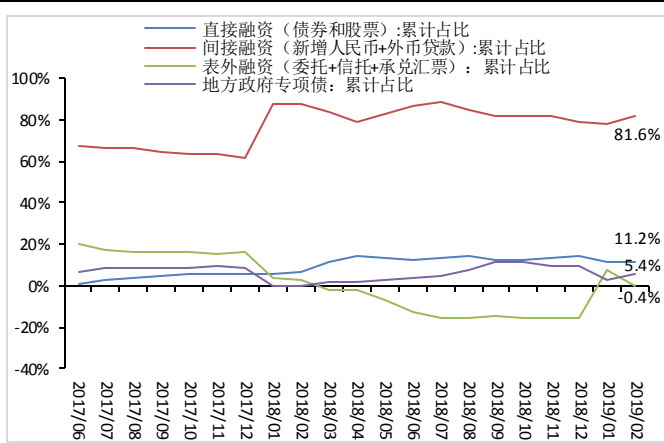
但从累计数据来看，1-2 月份社融增量累计达 5.34 万亿元，较上年同期增加 1.07 万亿元，同比增速达 25.1%，2019 年以来社融增量改善整体较为可观。从社融增量累计占比的变化看，1-2 月份间接融资、表外融资累计占比较 2018 年底提升较多（见图 2），反映逆周期宏观调控加码背景下，信贷投放有所增加，表外金融去杠杆明显放缓；相比之下，1-2 月份地方政府专项债和直接融资占比则较 2018 年底小幅回落（见图 2），但从绝对值来看，两者同比均大幅改善，占比下降主要是因为信贷规模提升较快，未来直接融资和地方政府专项债，有望在政策支持下继续增加。

图 1：间接融资、直接融资和表外融资等当月占比



资料来源：WIND，财富证券

图 2：间接融资、直接融资和表外融资等累计占比



资料来源：WIND，财富证券

从融资规模看，本月社会融资增量同比下降，主要源于新增未贴现的银行承兑汇票、新增人民币贷款下降较多。2 月表外新增未贴现的银行承兑汇票、新增人民币贷款分别为 3103 和 7641 亿元，分别较上年同期下降 2558 和 3209 亿元，新增未贴现银行承兑汇票终止连续 7 个月的升势，再次由正转负。相比之下，地方政府专项债券、企业债券净

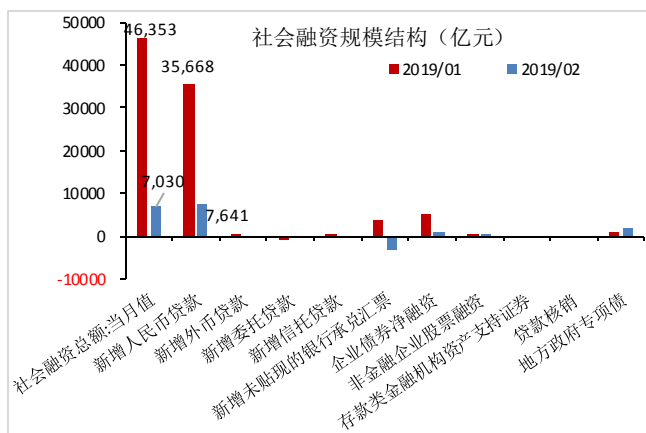
融资，则分别较上年同期增加 1663 和 161 亿元，表明国家扩大财政预算、加大逆周期宏观调控的取向未变。

1-2 月份，社融增量累计同比多增，主要来自新增人民币贷款、企业债券融、地方政府专项债的贡献。1-2 月份，新增人民币贷款、企业债券融、地方政府专项债分别为 43309、5546 和 2859 亿元，分别较去年同期增加 6260、3680 和 2751 亿元。

2018 年以来，国内金融去杠杆持续推进，资管新规亦已于 4 月落地，表外融资规模在 3-12 月连续 10 个月负增长，明显拖累整体社融增长；但 2018 年下半年，国内经济运行稳中有变、变中有忧，信用违约事件频发，金融对于实体的支持力度有所不足，稳定总需求成为宏观调控首要目标，国内金融去杠杆的节奏和力度明显放缓。但本月新增表外融资规模再次大幅回落，其中主要是因为新增未贴现的银行承兑汇票同比、环比均下降较多，信托贷款亦小幅下降，相比之下，新增委托贷款较上期和上年同期均继续改善（见图 4）。我们预计，在稳定总需求这一核心政策目标的主导下，着力提升对民企的金融支持仍是工作重点，但当前货币政策传导机制仍存在阻滞，在不打破监管底线的前提下，金融去杠杆退居次要位置，表外继续有所放松可期，维持央行将继续从表外融资、表内信贷、债权融资和股权融资三方共同发力支持融资增长的判断。

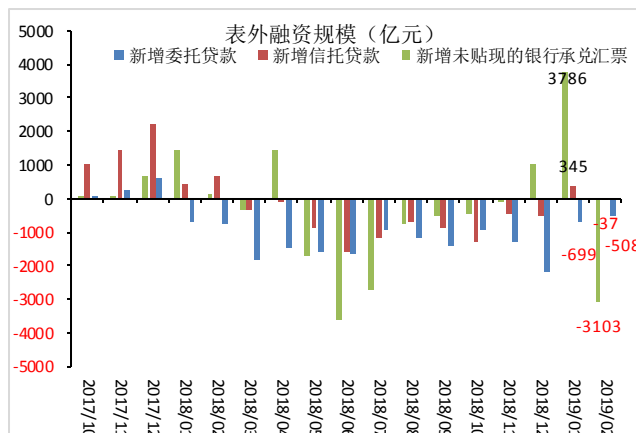
另外，虽 2017 年以来表外融资规模整体趋于下降，但除 2018 年 7 月和 10 月之外，新增信托贷款持续高于委托贷款（见图 4）。这主要是因为，在房地产常见的融资渠道如银行贷款、公司债、股权融资等被收紧后，房企逐渐转向相对较为宽松的信托业务。自 2016 年下半年开始，监管部门就逐步限制房地产开发企业的融资来源，相继出台了诸如限制房地产企业股市再融资、债券融资以及针对流入房地产行业的银行理财产品和私募房地产基金等一系列政策。在此背景下，尽管成本高企，但用途较为灵活的信托资金成为房地产企业青睐的融资方式，房地产信托贷款有所增长。但随着金融去杠杆的深入推进、房地产调控趋严，国内新增信托贷款规模亦明显缩水，当前房地产调控整体依旧偏紧，全国各地的房价和成交量出现不同程度回调，房地产投资增速回落压力加大。

图 3：社会融资规模和结构



资料来源：WIND，财富证券

图 4：表外融资规模和结构



资料来源：WIND，财富证券

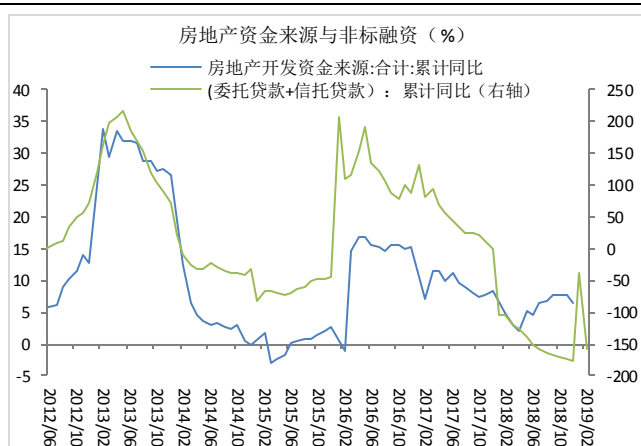
1.2 房企海外发债融资维持改善，房地产市场需求则有所降温

根据（委托贷款+信托贷款）与房地产资金来源增速的历史关系，两者同步性较好，表明表外融资是房地产资金的重要来源之一（见图 5）。

2016 年初以来，表外融资同比增速处于整体下降通道，预示银行资金通过表外渠道尤其是信托贷款渠道流入房地产市场的资金增速明显放缓。2017 年 12 月，银监会下发通知，规定商业银行和信托公司开展银信类业务，不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。对信托的强监管，意味着房地产企业融资的重要渠道将进一步受到限制，房企资金获取难度再度加大。反映到融资数据上，2018 年全年（委托贷款+信托贷款）累计同比增速持续回落，从 2017 年的-0.4%断崖式降至-175.8%；2019 年 1-2 月该增速为-157.7%，较 2018 年有所提升，但较上月减少 120.9 个百分点，通过表外融资渠道流入房地产市场的资金有所改善但仍偏紧。

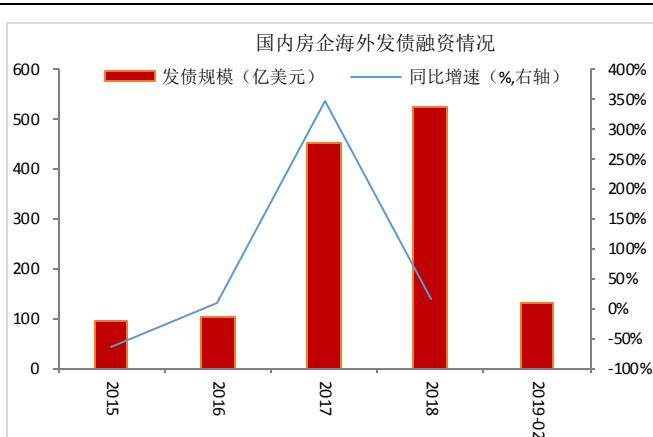
受国内贷款融资渠道限制影响，越来越多的房企亦尝试向海外发债。wind 数据显示，2017 年国内房企海外发债融资合计 449.7 亿美元，同比增长 345.8%；2018 年国内房企海外发债融资合计 524.25 亿美元，同比增长 16.6%，且 2018 年房企海外发债融资主要集中在前四个月，其占全年的比重超过 50%。2018 年 4 月外汇管理局提出“对房企借外债持审慎态度”，6 月发改委又表示将限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目，国内房企海外发债融资明显收紧（见图 6）。值得注意的变化是，2018 年 12 月发改委印发了《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，表示扩大优质民企债券发行规模，部分房企亦符合要求。2018 年 11 月至 2019 年 2 月，国内房企海外发债融资有所回暖，分别达 45.3、40.1、66.2 和 64.2 亿元。

图 5：非标融资与房地产资金来源



资料来源：WIND，财富证券

图 6：房地产企业寻求海外融资



资料来源：WIND，财富证券

2018 年 7-11 月，房地产资金来源累计同比增速出现反弹，表现为房地产资金来源中自筹资金和定金及预收款增速的改善，期间其平均增速分别为 10.8%、15.7%，较 1-6 月的平均增速提高 3.8 和 3.9 个百分点，且高于 7-11 月房地产开发资金来源增速 3.2 和 8.1 个百分点。2018 年 12 月，房地产资金来源累计同比增速较上月回落 1.2 个百分点至 6.4%，

其中银行国内贷款、自筹资金、定金及预收款以及其他资金增速全面下降。这表明当前居民部门加杠杆购房意愿开始出现一些变化，楼市热度有所下降，本月的货币数据亦对此提供支撑，居民新增存款连续两个月高于新增贷款，且2月份居民短贷和中长期贷款均大幅下降。当前，虽房企海外发债融资途径有所松动，但银行贷款融资渠道仍偏紧，且受房地产销售下滑、叠加即将迎来偿债高峰期的影响，房企整体现金流仍偏紧。

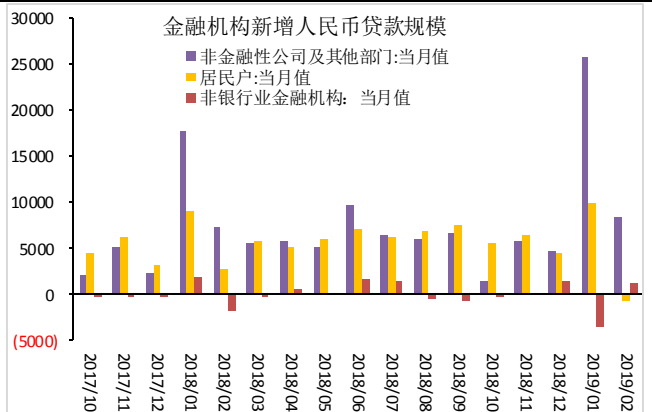
2 居民贷款转负致信贷回落较多，广义社融增速维持高增长预示一季度名义 GDP 增速降幅放缓

2.1 居民贷款转负拖累信贷回落较多，流向基建领域贷款占比仍在上升

从新增贷款的规模看，2月份新增人民币贷款8858亿元，分别较上月和上年同期减少23442亿元和增加465亿元，本期信贷数据变化受季节性因素影响较大。其中，投向居民、非金融性公司及其他部门、非银行业金融机构的新增贷款分别为-706、8341和1221亿元，分别较上月减少10604、减少17459和增加4607亿元，较上年同期减少3457、增加894和增加3016亿元（见图7），居民部门新增贷款转负是本期信贷回落的重要原因。

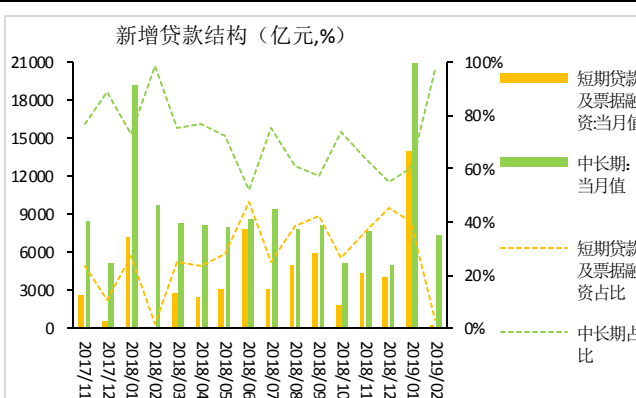
从累计数据来看，1-2月份新增人民币贷款4.12万亿元，较上年同期增加3765亿元，其中投向居民、非金融性公司及其他部门、非银行业金融机构的新增贷款分别为9192、34141、-2165亿元，分别较上年同期减少2575、增加8894和减少2232亿元，居民部门贷款下降较多，实体企业贷款增加是信贷同比改善的核心推动力。

图7：新增人民币贷款规模：居民、企业和金融机构



资料来源：WIND，财富证券

图8：新增人民币贷款规模：短期和中长期



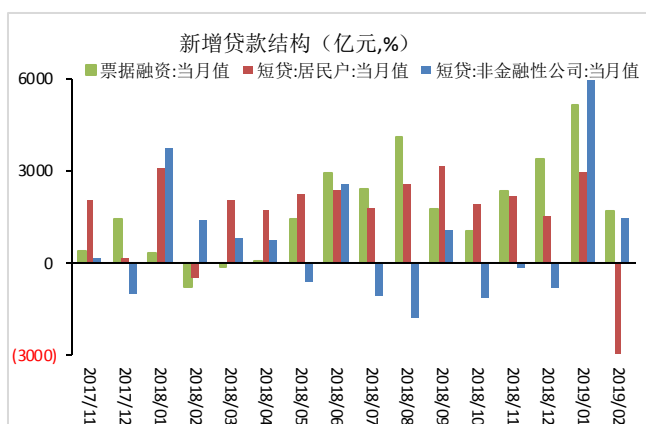
资料来源：WIND，财富证券

同时，2月份中长期贷款、短期贷款及票据融资分别为7353亿元、243亿元，分别较上月减少13616和13766亿元，较去年同期减少2452和增加79亿元（见图8），两者共同导致本月信贷增长放缓，但后者支撑人民币贷款同比依旧相对稳定。具体看新增短期贷款及票据融资，本月票据融资为1695亿元，较上月减少3465亿元，较上年同期则多增2470亿元，其已连续10个月维持在1000亿以上，对信贷增长贡献明显；本月短贷则减少较多，其中居民短贷和非金融性公司及其他部门短贷分别为-2932和1480亿元，

较上月分别减少 5862 和 4439 亿元，较去年同期分别减少 2463 和增加 72 亿（见图 9）。中长期贷款中，居民户和非金融企业分别为 2226 和 5127 亿元，分别较上月减少 4743 和 8873 亿元，较去年同期减少 994 和 1458 亿元（见图 10），实体经济中长期资金需求仍显不足。

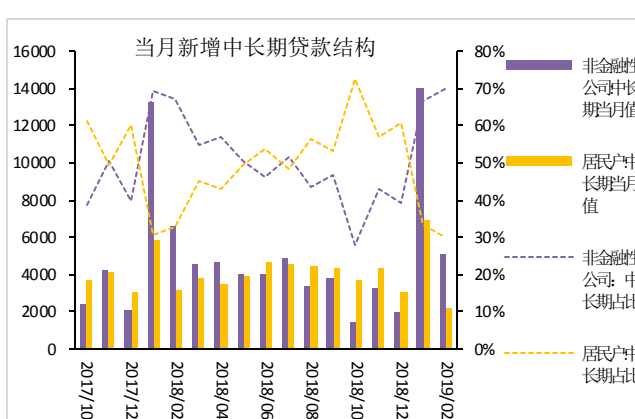
从累计数据来看，1-2 月份中长期贷款、短期贷款及票据融资分别为 2.83 和 1.43 万亿元，分别较去年同期减少 693 亿元和增加 6885 亿元，后者仍是支撑人民币贷款改善的主因。具体看新增短期贷款及票据融资，1-2 月份，票据融资为 6855 亿元，较上年同期多增 7283 亿元，是信贷增长的最重要贡献因素；1-2 月份，居民短贷时隔三年再次转负，降至-2 亿元，较去年同期减少 2639 亿元，相比之下，非金融性公司及其他部门短贷则较去年同期增加 2241 亿元。中长期贷款中，居民户和非金融企业分别为 9195 和 19127 亿元，较去年同期微增 65 和减少 758 亿元，累计数据看实体经济中长期资金需求亦不足。

图 9：新增短期贷款及票据融资结构



资料来源：WIND，财富证券

图 10：新增中长期贷款结构：居民户和非金融企业



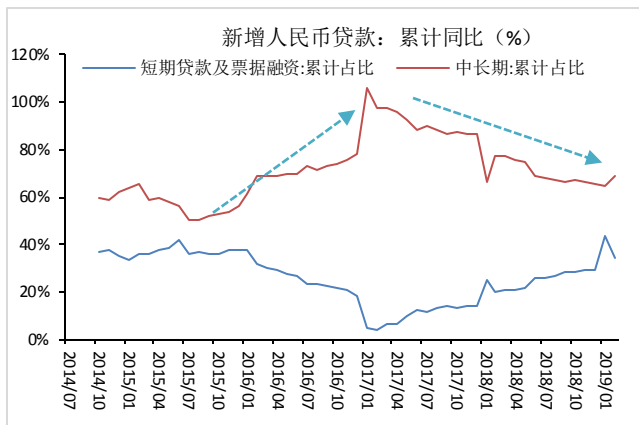
资料来源：WIND，财富证券

从新增贷款结构看，2 月新增中长期贷款占比（中长期贷款/（短期贷款及票据融资+中长期贷款））较上月大幅增加 37 个百分点至 97%（见图 8），新增人民币贷款的期限结构较上期有所优化。从累计占比的变化来看，2015-2016 年国内中长期贷款占比呈整体提高趋势，2017-2018 年则明显回落，2019 年 1-2 月份中长期贷款累计占比为 66.5%，较上月上升 6.6 个百分点。但历史经验表明，受银行“早贷早受益”因素影响，中长期贷款占比呈现出年初冲高后回落的特征，人民币贷款结构改善的持续性仍有待观察（见图 11）。整体上，当前国内的贷款结构仍有待优化：一方面，当前经济下行、信用违约风险加大，银行惜贷且企业有效融资需求不足，企业中长期贷款的增长承压；另一方面住户贷款增速回落亦对整体中长期贷款增速形成拖累（见图 12），1 月居民户中长期贷款增速虽有所提升，但后续的持续性亦未有待进一步的观察。

在中长期贷款中，居民中长期贷款占比具有明显的变动规律，即一年中呈前低后高变化（见图 13），意味着居民中长期贷款增速对整体中长期贷款增速的影响将逐月提升。同时，居民中长期贷款占比的变动，与房地产市场密切相关。从 2014 年以来的实践看，2015-2016 年居民户中长期贷款占比呈整体上升趋势，房地产市场也经历了两年的火爆牛

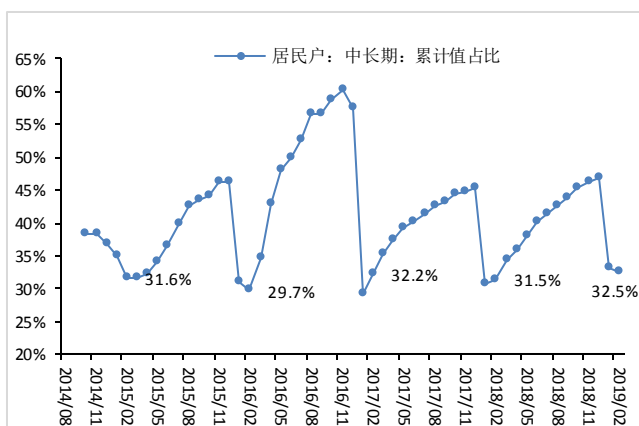
市;2017 年该占比明显低于 2016 年的水平,表明居民部门在经历两年持续加杠杆后,2017 年加杠杆进程开始放缓,与此对应的是房地产价格指数见顶回落;2018 年居民中长期贷款占比中枢较 2017 年小幅提升,表明居民加杠杆购房意愿未减,全年房地产投资增速保持平稳。2019 年 1-2 月份,居民户中长期贷款累计占比为 32.5%,较去年同期提高 1.0 个百分点,较上月则降低 0.7 个百分点。

图 11: 新增人民币贷款结构: 短期和长期 (累计占比)



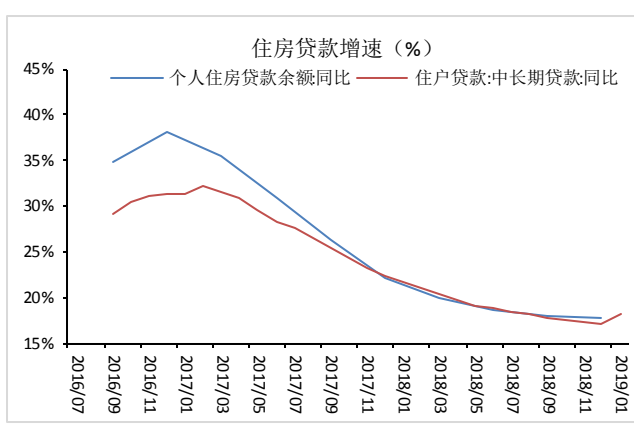
资料来源: WIND, 财富证券

图 13: 居民中长期贷款占比的变动规律



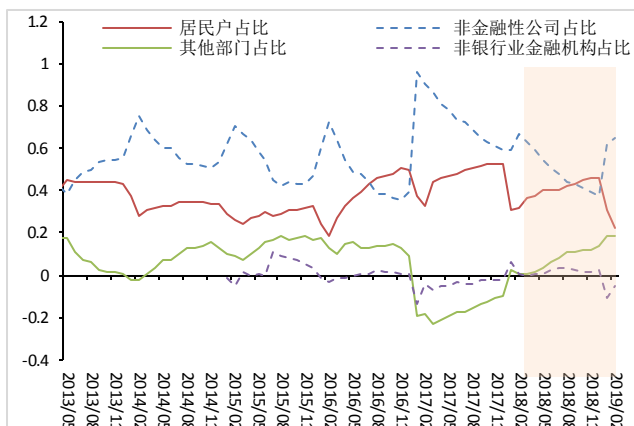
资料来源: WIND, 财富证券

图 12: 2017 年以来住户贷款增速持续回落



资料来源: WIND, 财富证券

图 14: 新增人民币贷款流向占比变化



资料来源: WIND, 财富证券

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_13733

