

社融为何起不来？

——2月金融数据点评

报告摘要

- 2月金融数据大幅不及预期，原因主要在于：
 - 银行未贴现承兑汇票高位骤降，是社融大幅低于预期的主因。1月票据融资高增引起高层关注，克强总理指出票据融资、短期贷款上升较快可能带来新的潜在风险，银行2月或主要基于此做出调整。
 - 居民短贷创历史新低，是拖累整体信贷增长的关键。历年2月居民短贷均为全年低点，且短期贷款和票据一样被指出风险，因而调整幅度较大，我们认为不必过度解读。
 - 剔除翘尾因素的M1增长仍然非常疲弱。这意味着实体经济的现金流状况仍在变差，从而制约融资需求的扩张。
- 2月金融数据下滑的主要原因：一是对票据和短期贷款的监管要求，二是实体融资需求依然疲弱。基于此，我们谨慎看待后续社融回升的幅度：
 - 三方面因素决定M1或仍有新低，从而制约融资需求。房地产销售受制于三四线购买力下降，仍处于减速过程中；工业企业利润增长在国企带动下，仍处于进一步探底过程中；地方政府现金流受卖地收入放缓拖累及减税要求，仍将继续收紧。这些状况将从根本上制约实体经济的融资需求。
 - 高层对票据融资的关注可能持续压制社融数据。此前因期限短、利率低，票据成为融资供需不匹配情况下，银行偏爱的融资形式。但票据融资增长迅猛，引发了套利和资金空转的质疑。后续实体真实的融资需求将会在社融数据中得到更充分暴露。
 - 表外融资仍处收缩过程，今年到期量较大。当前金融监管并未实质放松，但政策态度出现边际缓和。在此情况下，新增表外融资受非标到期节奏影响较大，对其修复空间不宜期望过高。
 - 政府工作报告提出社融增速与名义GDP增速匹配的目标。考虑到今年名义GDP增速下行，也并不要求2019年社融增速有明显反弹。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

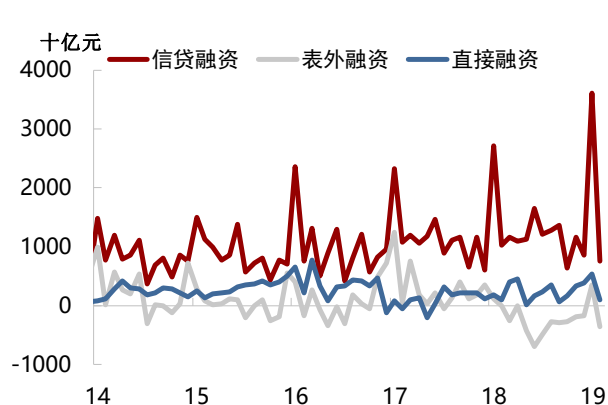
lzhang@cebm.com.cn

1、票据骤降致社融不及预期

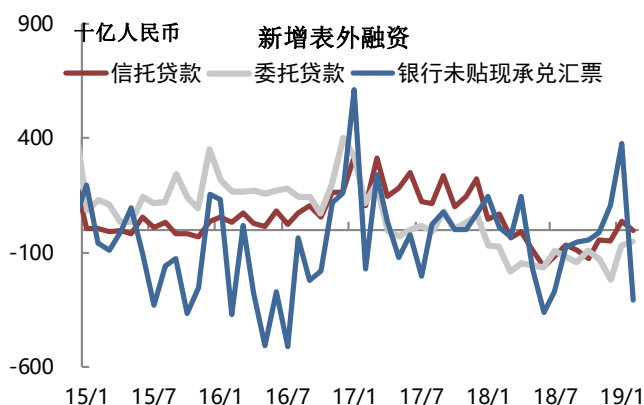
表外票据承压调整是2月社融大幅低于预期的主因。2月新增社融7030亿元，大幅不及预期，新口径社融存量同比回落0.3个百分点，至10.1%，体现年初以来社融较去年年底还是得到了一定修复，只不过来得并不那么猛烈。结构上，表内、表外和直接融资全线回落，表外融资拖累最大（图表1）。2月社融口径新增贷款（包含人民币和外币）显著下降至7536亿元的相对低位。2月表外融资再度负增-3648亿元，为去年8月以来新低。其中，银行未贴现承兑汇票是主要带动因素（图表2），1月票据融资高增引起高层关注，克强总理指出票据融资、短期贷款上升较快可能带来新的潜在风险，银行2月或主要基于此做出调整；委托贷款收缩-508亿，延续了上月进一步修复的状况；信托贷款回归负增-37亿，总体上也延续了去年底以来震荡修复的趋势。当前金融监管并未实质放松，但政策态度出现边际缓和，在此情况下，新增表外融资受非标到期节奏的影响较大，对其修复空间尚不宜期望过高。2月新增直接融资大幅回落至924亿元，主要是春节前后企业债券融资大幅减少。此外，2月地方政府专项债券贡献了1771亿，较上月进一步多增，存款类金融机构资产支持证券和贷款核销合计贡献了447亿。

高层对票据融资的关注，以及在此背景下票据融资的调整，可能持续压制未来数月的社融数据。此前因期限短、利率低，票据成为融资供需不匹配情况下，银行偏爱的融资形式。但票据融资增长迅猛，引发了套利和资金空转的质疑。那么后续实体真实的融资需求将会在社融数据中得到更充分的暴露。央行2018年第四季度银行调查问卷结果显示，贷款需求指数创下2017年以来最低。加之表外融资今年到期量较大，仍处收缩过程中。因而，2019年社融存量增速能够保持企稳的状态就很不容易了（意味着经济没有失速）。今年政府工作报告提出，社融增速与名义GDP增速匹配的目标，考虑到今年名义GDP增速下行，也并不要求2019年社融增速有明显反弹。

图表 1：2 月社融各分项多大幅回落



图表 2：2 月表外票据骤降导致社融大幅低于预期

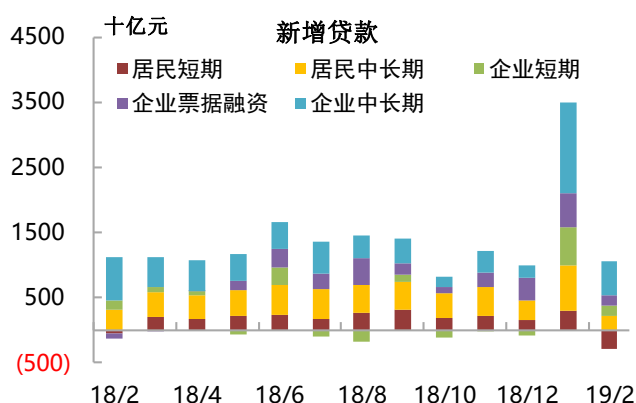


来源：Wind，莫尼塔研究

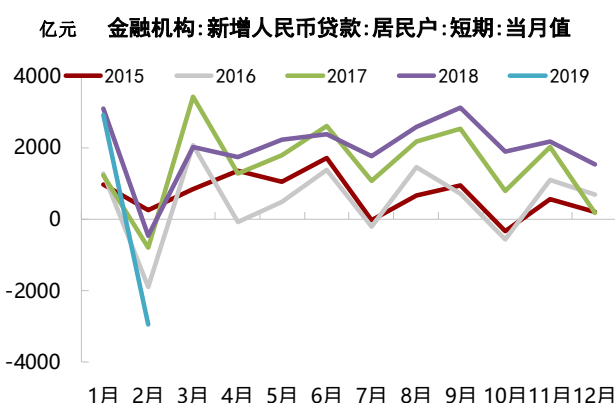
2、居民短贷超调拖累整体信贷

2月信贷投放总体不弱，居民短贷调整构成拖累。2月新增人民币贷款8858亿元，加上外币贷款为9020亿元，同比小幅多增；贷款余额同比持平于13.4%，表内贷款投放总体不差。结构上，居民部门贷款-706亿，企业部门贷款8341亿，贷款主要流向了企业部门（图表3）。居民部门贷款中，中长期贷款接近2226亿，创2016年3月以来新低，但1、2月平均来看仍达到4600亿的高水平；短期贷款创下-2932亿的历史最低。历年2月居民短贷均为全年低点，短期贷款和票据一样被克强总理指出风险，因而调整幅度较大，我们认为对此不必过度解读（图表4）。企业部门贷款中，新增中长期贷款保持在5127亿元的较高水平，短期贷款回落至1480亿，票据融资降至1695亿，表现都不算差。

图表 3：2 月信贷主要流向企业部门



图表 4：2 月居民短期贷款超季节性下降

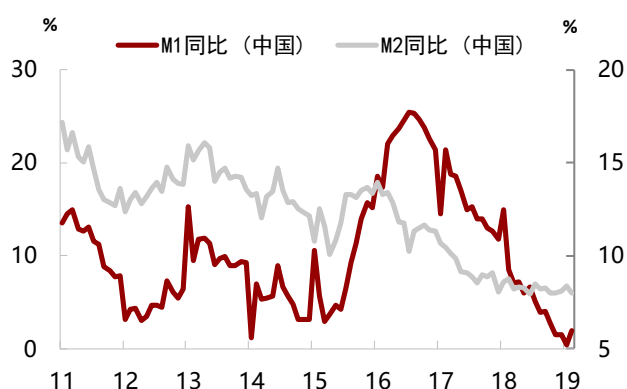


来源：Wind，莫尼塔研究

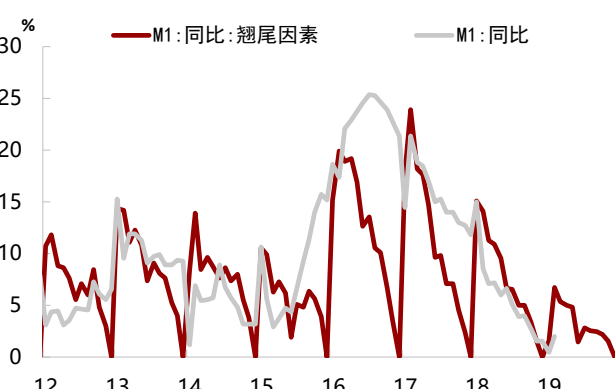
3、实体现金流不振将制约融资需求

货币派生仍延续弱势，实体现金流恶化制约融资需求。2月M2同比回落0.4个百分点，至8%，与社融增速放缓相匹配；M1同比显著回升至2%，主要因翘尾因素从1.55%攀升至6.7%，剔除翘尾因素M1增长仍然非常疲弱；M0同比负增-2.4%，主因春节错位，本月翘尾因素达-10.09%（图表5、图表6）。正如我们在报告《从社融企稳到经济企稳》中指出的，现阶段对金融数据更应关注M1：因为在宽信用政策导向下，最终起决定作用的是实体的融资需求。如果企业盈利状况还将进一步恶化，地方政府资金来源更加紧张，那么实体经济的融资需求就会很受限，从而影响信贷和社融的扩张。而M1恰恰是对企业和政府部门现金流状况的刻画。当前，三方面因素决定M1或仍有新低，社融企稳不易：1）房地产销售受制于三四线购买力下降，仍处于减速过程中；2）工业企业利润增长在国企带动下，仍处于进一步探底过程中；3）地方政府现金流受卖地收入放缓拖累及减税要求，仍将继续收紧。

图表 5：2 月 M1 反弹、M2 回落



图表 6：2 月 M1 因翘尾因素大幅攀升



来源：Wind，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1座18层1803室。邮编：100738

纽约

Address: 295 Madison Avenue, 12FL
New York, NY 10017 USA

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_13736

