

2 月份金融数据点评

金融数据回归常态修正市场预期

■ 核心摘要

1) 2 月份新增社融与信贷数据基本回落至历史同期水平，与 1 月份显著高企的金融数据形成鲜明对比。我们认为，金融数据回归常态，印证了我们此前对于信用环境改善相对谨慎的看法，同时也一定程度修正了市场此前对货币和信用政策过度乐观的预期。

2) 2 月份新增社融规模较去年同期少增 4864 亿，其中居民短期信贷和未贴现银行承兑汇票是主要拖累。综合考虑 1-2 月份累计社融数据，社融延续改善趋势，2018 年 12 月社融存量增速 9.8% 大概率为本轮社融增速的底部。

3) 2 月份居民贷款尤其是短期贷款出现大幅下降，企业贷款的增加主要源于票据融资的大幅增加。从环比来看，企业中长期贷款占比呈上升趋势，企业信贷结构边际改善。综合分析 1-2 月累计信贷数据，居民累计贷款的放缓与 2019 年春节黄金周消费数据较弱以及春节返乡置业潮较为低迷有关；企业贷款主要还是源于短贷和票据融资，银行对中长期贷款仍较为谨慎。

4) 2 月 M1 增速的反弹和 M1-M2 负剪刀差收窄主要受春节错位的影响。综合 1-2 月份数据来看，M1 同比增速 1.2%，延续下行态势，M2 同比增速 8.2%，M1-M2 负剪刀差仍在走阔。这意味着当前经济下行的压力仍然存在，企业的经营状况并未明显好转，新一轮的信用扩张与经济改善可能是一个相对曲折的过程。

2019 年 3 月 10 日，央行公布了 2 月份金融数据：2 月份新增社融规模 7030 亿元（上期值 4.64 万亿元），新增人民币贷款 8858 亿元（上期值 3.23 万亿元），M2 同比增速 8.0%（上期值 8.4%）。

■ 2 月新增社融回归常态，1-2 月数据仍延续改善趋势

2 月份新增社融规模 7030 亿，较去年同期少增 4864 亿，其中居民短期信贷和未贴现银行承兑汇票是主要拖累。具体来看，表内信贷 7536 亿，较去年同期少增 2750 亿，主要源于居民短期信贷大幅下滑；表外非标融资下降 3648 亿，较去年同期少增 3664 亿。2 月份表外融资大幅收缩，延续了 2018 年表外融资收缩态势，与 2019 年 1 月份大幅增加形成鲜明对比。其中委托贷款和信托贷款的变化相对不明显，主要是未贴现银行承兑汇票从 1 月份大幅增长 3786 亿转为 2 月份大幅下降 3103 亿。2 月份未贴现银行承兑汇票的大幅下降既有春节因素也与监管当局加强对票据融资套利有关。但考虑到监管当局自 2 月下旬才开始关注票据套利，监管因素对 3 月份及以后的票据融资数据的影响可能更加显著。

由于历年 1 月份银行集中投放信贷，叠加春节因素，1 月份和 2 月份的社融数据会出现较大波动，综合考虑 1-2 月社融数据会更加合理。2 月份累计新增社融 5.34 万亿，同比多增 1.07 万亿，累计同比增速 25.1%，虽然较 1 月份同比增速 50.5% 大幅下降，但增速依然较高。从累计来看，社融各分项继续呈现普遍改善态势：第一，2 月累计新增表内贷款 4.35 万亿，同比多增 6145 亿，是拉动社融攀升的主要因素，这得益于年初以来央行降准、创设 CBS 支持永续债等鼓励银行投放信贷政

策有关;第二,2月累计新增表外非标减少216亿,同比下降1410亿,非标融资收缩幅度较2018年显著收窄,非标融资改善的趋势并未改变;第三,企业债券与地方政府专项债券发行均有提速,债券融资显著放量。平均1-2月份社融存量增速为10.2%,延续改善趋势,2018年12月社融存量增速9.8%大概率为本轮社融增速的底部。

■ 信贷结构:票据融资为主,企业中长期信贷占比边际改善

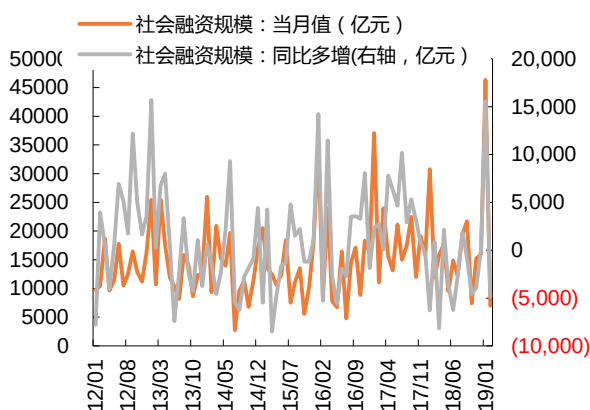
2月份新增人民币贷款8858亿,同比多增465亿。分期限来看,票据融资同比多增2470亿,仍是主要贡献;中长期贷款同比少增2452亿。结合部门数据来看,居民贷款尤其是短期贷款大幅下降是拖累贷款数据的主要因素,这可能与国家积极鼓励对民营企业信贷支持从而对居民贷款产生一定的挤出效应有关。企业贷款同比多增894亿,主要贡献源于票据融资,企业中长期贷款相较于去年同比少增1458亿。但从环比来看,企业中长期贷款占比呈上升趋势,企业信贷结构边际改善。

鉴于1月份和2月份信贷数据出现较大波动,我们综合分析1-2月累计数据。2月金融机构累计新增人民币贷款4.12万亿,同比多增3765亿。其中,票据融资同比多增7283亿,仍是推动信贷数据增加的主导因素。分部门来看,居民贷款1-2月累计增加9192亿,同比少增2575亿。其中,短期贷款大幅下降,中长期贷款基本持平。2月累计居民贷款的放缓与2019年春节黄金周消费数据较弱以及春节返乡置业潮在较为低迷有关。随着棚改货币化的退潮,三四线城市房地产销售的下滑可能会拖累2019年居民的信贷需求。2月累计企业贷款3.4万亿,同比多增8894亿,主要贡献源于短期贷款和票据融资,企业中长期贷款同比下降758亿。这说明银行对中长期贷款投放仍然持相对谨慎,但也可能是由于企业在经济下行压力较大的背景下,自身投资意愿并不强烈。

■ M1-M2负剪刀差收窄主要受春节错位的影响

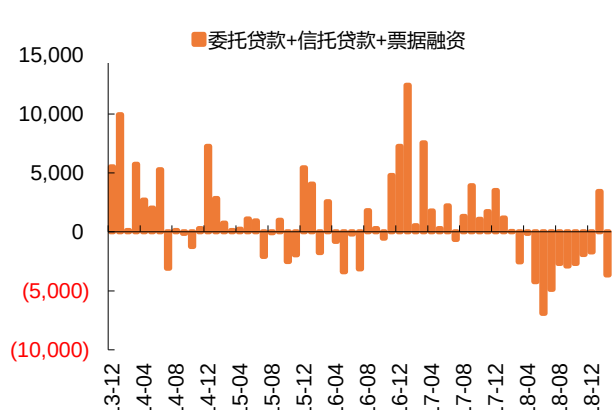
2月份M2同比8.0%,较上月回落0.4个百分点;2月M1同比2.0%,较上月反弹1.6个百分点,M1-M2负剪刀差收窄。1、2月份货币供应量数据受春节因素影响较大。2018年春节在2月中旬,大多数企业会在2月上旬发放年终奖,导致2月份企业活期存款大量转为居民存款。2018年2月M1的低基数会抬升2019年2月M1同比增速,导致M1-M2负剪刀差收窄。而2019年春节在2月初,大多数企业会选择在1月下旬发年终奖,甚至提前发放2月份工资,导致1月份企业活期存款大量转为居民存款,这会拉低2019年M1同比增速,导致M1-M2负剪刀差走阔。因此,M1的反弹存在春节错位带来的影响。综合1-2月份数据来看,M1同比增速1.2%,延续下行态势,M2同比增速8.2%,M1-M2负剪刀差仍在走阔。这意味着当前经济下行的压力仍然存在,企业的经营状况并未明显好转,新一轮的信用扩张与经济改善可能是一个相对曲折的过程。

图表1 我国的社会融资规模变化



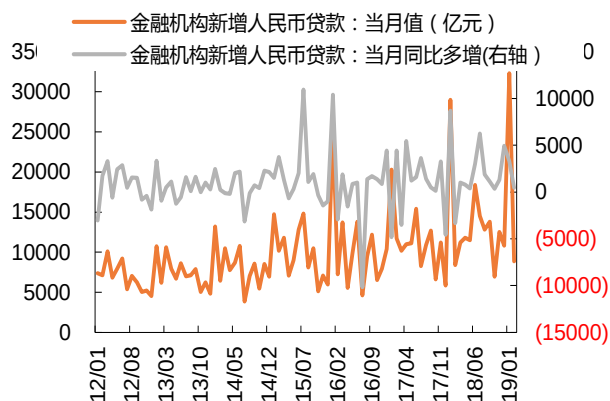
资料来源:WIND,平安证券研究所

图表2 表外非标融资变化(亿元)



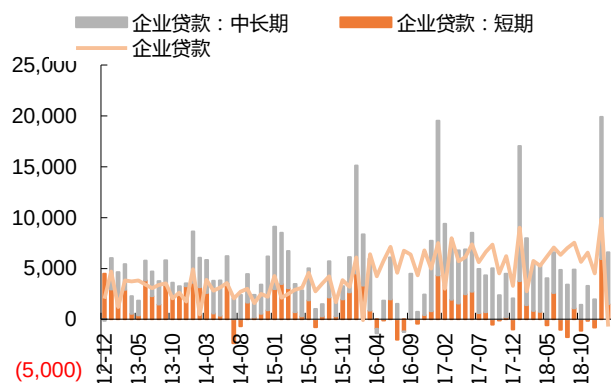
资料来源:WIND,平安证券研究所

图表3 金融机构新增人民币贷款变化（亿元）



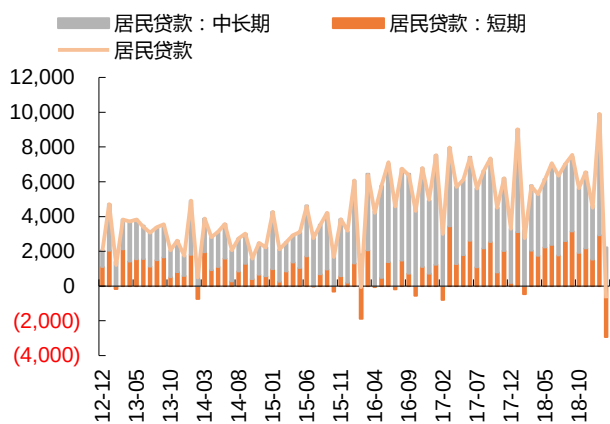
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 企业贷款变化（亿元）



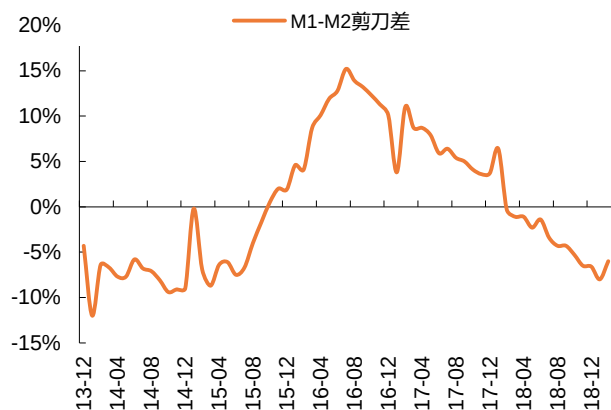
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 居民贷款变化（亿元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 M1-M2 负向剪刀差收窄



资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56800141）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

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_13810

