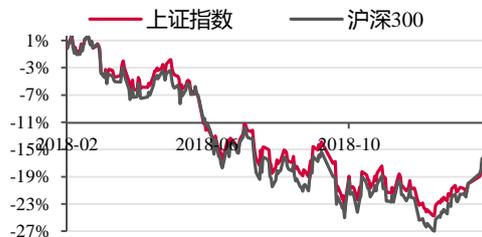


**宏观点评**
**“宽货币”向“宽信用”传导暂时性顺畅，企业有效融资需求仍不足**  
**——2019年1月货币数据点评**

2019年02月18日

**投资要点**
**上证综指-沪深300走势图**


%	1M	3M	12M
上证指数	3.33	0.12	-16.15
沪深300	5.38	2.49	-15.84

**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

- **逆周期调控全面发力助社融创新高，房企表外和债券融资有所松动：**1月份，社融增量为46400亿元，分别较上月和上年同期增加30502亿元和15607亿元，创历史单月新高，远超市场预期。这依旧是国家逆周期调控加码的结果，具体体现在：**从社会融资规模看**，人民币贷款、表外新增未贴现银行承兑汇票和企业债券净融资均增加较多，分别较去年同期多增8850、3768和2349亿元，其中后两者均连续5个月以上得到改善；**从社会融资结构看**，1月间接融资（新增人民币+外币贷款）、直接融资（债券和股票）、表外融资规模（委托+信托+承兑汇票）占比分别为77.7%、11.4%、7.4%，其中间接融资和表外融资占比提升较多，分别较上月增加23.7和18.1个百分点。**从对房企融资影响看：**1月新增（委托贷款+信托贷款）累计同比增长-36.6%，降幅明显收窄，通过表外融资和海外发债渠道流入房地产市场的资金或出现松动，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。
- **不宜过度乐观解读创新高的贷款数据，企业有效融资需求仍不足：**1月份新增人民币贷款3.23万亿元，分别较上月和上年同期增加21500亿元和3300亿元，亦创历史单月新高，企业信贷融资有所改善，但我们认为不宜过度乐观解读该现象。原因有三：一是人民币贷款同比高增仍主要依赖票据融资，本月票据融资为5160亿元，同比多增达4813亿元；二是人民币贷款主要流向基建等低活力领域，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，不利于经济持续增长；三是实体企业特别是民营企业有效需求仍不足，非金融性公司在中长期贷款中的比重虽环比有所改善，但同比仍下降，且这还是在居民加杠杆买房意愿减弱的背景下发生的。
- **广义社融增速跳跃回升转正，预示一季度名义GDP增速降幅或放缓：**2019年1月，广义社会融资规模（即社会融资总量与政府债券之和）增加52279.7亿元，较去年同期增加19586.7亿元，同比增速为59.9%；预示一季度名义GDP增速降幅或有所放缓，具体变化仍有待进一步观察和验证。
- **M2增速平稳回升，预计2019年M2约增长9%：**1月份，M2同比增长8.4%，较上月末增加0.3个百分点，原因有四：一是翘尾因素提高至6.16%，利于增速的提高；二是金融体系内部降杠杆有所放缓，其他存款性公司的总资产增速止跌，对其他存款性公司和其他金融机构的债权小幅减少；三是银行加大了资金在表内信贷、债券投资和股权及其他投资的运用；四是1月份新增财政存款5337亿元，较去年同期减少4472亿元，表明财政支出同比增大，积极财政政策效果有所显现。2019年2月份，M2翘尾因素较上月下降0.5个百分点、财政存款环比增加均不利于M2增速的提高，但国内逆周期调控的加码值得期待，预计2月份M2增长8.4%左右，全年约增长9%。
- **货币政策逆周期调控有望继续加码，具体表现为：**一要推动利率“两轨并一轨”疏通资金价格的传导，二要创新、扩大货币政策工具增强银行信用创造，三要放缓金融去杠杆力度并加大直接融资支持。预计未来仍存在降准的可能；如果前期经济政策刺激效果不及预期，或面临外部较大冲击如中美贸易战重新开打等，经济下行压力加大，不排除降低利率尤其是市场利率的可能。对于未来10年期国债收益率，金融部门去杠杆趋缓背景下金融机构债券配置需求的增加，也有利于利率的稳定甚至下行。
- **风险提示：**宏观经济下行过快、政策变动风险

## 内容目录

<b>1 逆周期调控全面发力助社融创新高，房企表外和债券融资有所松动</b> .....	<b>3</b>
1.1 社融增量创历史单月新高，表内、表外与债券融资齐发力 .....	3
1.2 房企表外和海外发债融资改善，但收入下滑及信贷未松致其现金流仍承压 .....	5
<b>2 不宜过度乐观解读创新高的贷款数据，但广义社融增速激升预示一季度名义 GDP 增速降幅放缓</b> .....	<b>6</b>
2.1 票据融资仍为信贷超预期的主推力，企业贷款主要流向基建领域 .....	6
2.2 广义社融增速跳跃回升转正，预示一季度名义 GDP 增速降幅或放缓 .....	9
<b>3 M2 增速平稳回升是逆周期调控的结果，货币政策未来重点在于推动利率“两轨并一轨”和创新扩大货币政策工具</b> .....	<b>9</b>
3.1 M2 增速平稳回升，预计 2019 年 M2 约增长 9% .....	9
3.2 预计货币政策逆周期调控继续加码，不排除降息的可能性 .....	10
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） .....	7
图 12：2017 年以来住户贷款增速持续回落 .....	7
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 17：1 月 M2 翘尾因素提高 .....	10
图 18：存款性公司总资产和金融企业债务增速降低 .....	10
图 19：存款性公司对其他金融机构的债权减少 .....	10
图 20：2 月 M2 翘尾因素有所下降 .....	10
图 21：景气指数的周期趋势项预示经济增长趋缓 .....	12
图 22：目前利率水平超调幅度在缩小 .....	12

**事件：**2019年1月份，新增人民币贷款3.23万亿元，分别较上月和上年同期增加21500亿元和3300亿元；1月，社融增量为4.64万亿元，分别较上月和上年同期增加30502亿元和15607亿元；货币供应量M1同比增长0.4%，较上月末降低1.1个百分点，较上年同期降低14.6个百分点；M2同比增长8.4%，较上月末增加0.3个百分点，较上年同期降低0.2个百分点。

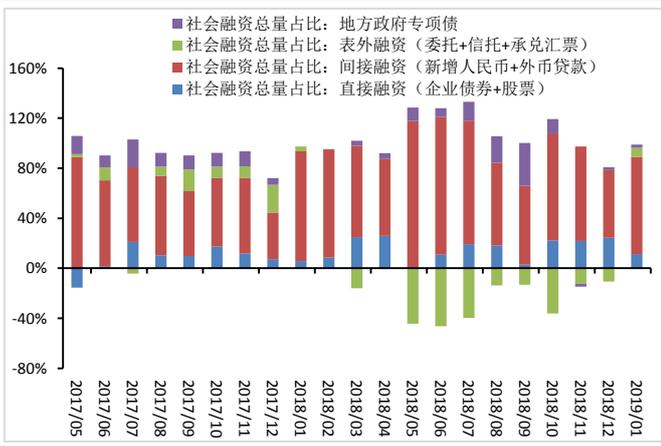
**点评：**

## 1 逆周期调控全面发力助社融创新高，房企表外和债券融资有所松动

### 1.1 社融增量创历史单月新高，表内、表外与债券融资齐发力

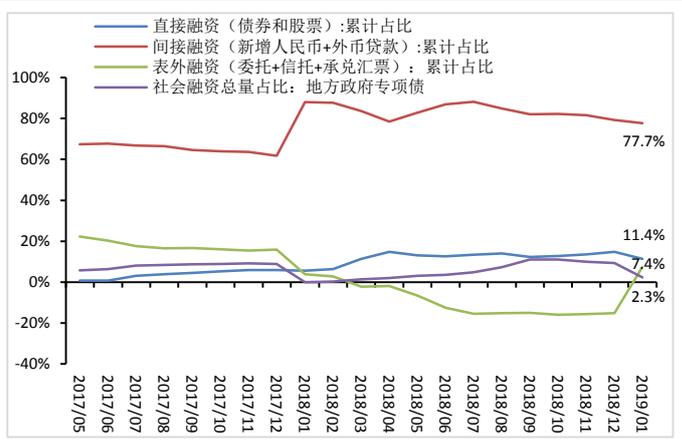
1月份，社融增量为46400亿元，分别较上月和上年同期增加30502亿元和15607亿元，其中间接融资、直接融资、表外融资和地方政府专项债占比分别为77.7%、11.4%、7.4%和2.3%，分别较上月变动23.7%、-13.1%、18.1%和0.1%（见图1）。从社融增量累计占比的变化看，1月份间接融资占比仍延续去年以来的下降趋势，但表外融资占比则由负转正，出现跳跃式增长（见图2）。这表明在国内总需求明显下降、信用违约风险提升背景下，国家明显加强货币政策逆周期调控力度，体现为金融去杠杆力度大幅减弱、银行体系的信贷供给激增。同时，本月直接融资（企业债券+股票）占比虽有所下降，但企业债券净融资额的绝对值，环比同比均明显改善，近期频繁出台的多项支持直接融资政策效果有所体现，且未来直接融资规模有望继续提升。

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，本月社会融资增量环比大增，主要受季节性因素影响较大。具体从构成看，新增人民币贷款、表外新增未贴现的银行承兑汇票、新增委托贷款、企业债券净融资均较上月增加较多（见图3）。1月新增人民币贷款、表外新增未贴现的银行承兑汇票、新增委托贷款、企业债券净融资规模分别为35700、3786、-699、4990亿元，分别较上月增加26419、2763、1511、1233亿元。其中，新增人民币贷款刷新历史单月最高值，超过第二高位近9000亿元；新增未贴现银行承兑汇票已连续7个月回升，且每月

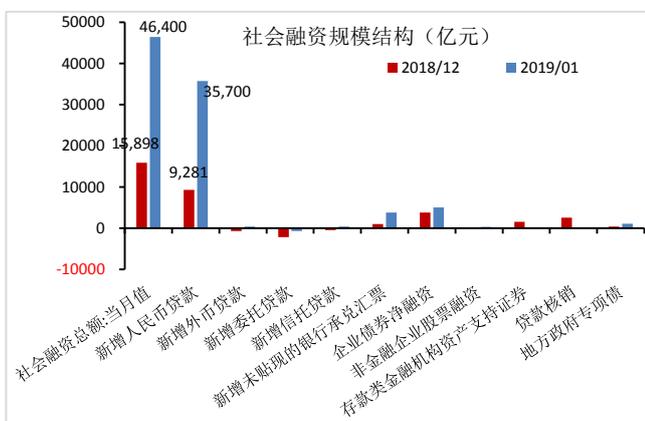
增幅呈扩大趋势；企业债券净融资连续 5 个月提升，本月值亦为历史单月第二高位。

除此之外，1 月社会融资增量同比亦大增 1.5 万亿以上，大幅超出市场预期，表明除季节性因素外，货币政策逆周期调控力度加大的贡献亦突出。具体看，与环比改善主要驱动因素一致，1 月新增人民币贷款、企业债券净融资以及表外新增未贴现的银行承兑汇票均同比增加较多，分别较去年同期多增 8850、3768 和 2349 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，稳增长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。本月，新增表外融资规模已由负转正，其中新增未贴现的银行承兑汇票、新增信托贷款、新增委托贷款三者均环比明显改善，且前两者已双双转正（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信用增长的判断。

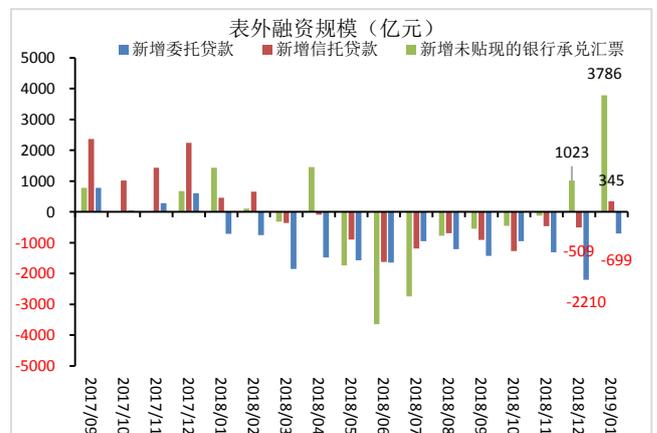
另外，虽 2017 年以来表外融资规模整体趋于下降，但除 2018 年 7 月和 10 月之外，新增信托贷款持续高于委托贷款（见图 4）。这主要是因为，在房地产常见的融资渠道如银行贷款、公司债、股权融资等被收紧后，房企逐渐转向相对较为宽松的信托业务。自 2016 年下半年开始，监管部门就逐步限制房地产开发企业的融资来源，相继出台了诸如限制房地产企业股市再融资、债券融资以及针对流入房地产行业的银行理财产品和私募房地产基金等一系列政策。在此背景下，尽管成本高企，但用途较为灵活的信托资金成为房地产企业青睐的融资方式，房地产信托贷款有所增长。但随着金融去杠杆的深入推进、房地产调控趋严，国内新增信托贷款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

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 房企表外和海外发债融资改善，但收入下滑及信贷未松致其现金流仍承压

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%，但2019年1月该增速大幅回升至-36.6%，通过表外融资渠道流入房地产市场的资金或出现松动。

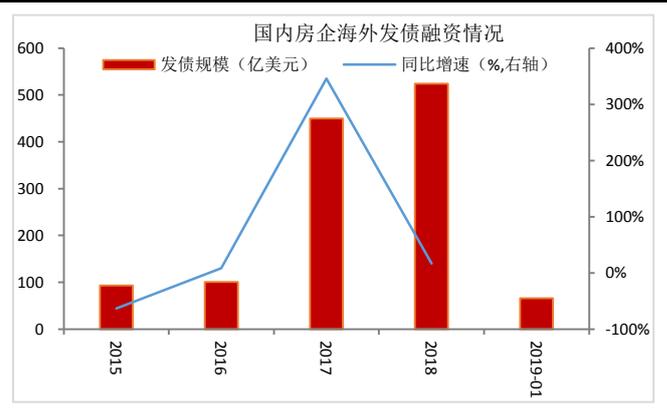
受国内贷款融资渠道限制影响，越来越多的房企亦尝试向海外发债。wind数据显示，2017年国内房企海外发债融资合计449.7亿美元，同比增长345.8%；2018年国内房企海外发债融资合计524.25亿美元，同比增长16.6%，且2018年房企海外发债融资主要集中在前四个月，其占全年的比重超过50%。2018年4月外汇管理局提出“对房企借外债持审慎态度”，6月发改委又表示将限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目，国内房企海外发债融资明显收紧（见图6）。值得注意的变化是，2018年12月发改委印发了《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，表示扩大优质民企债券发行规模，部分房企亦符合要求。2018年11月至2019年1月，国内房企海外发债融资有所回暖，分别达45.3、40.1和66.2亿元。

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

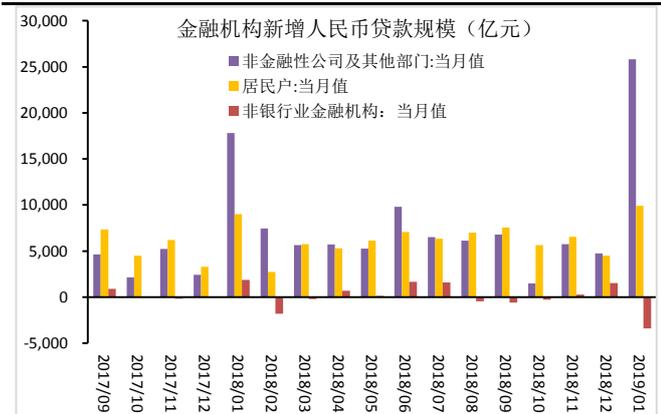
前居民部门加杠杆购房意愿开始出现一些变化，楼市热度有所下降，本月的货币数据亦对此提供支撑，2018年三季度以来居民新增存款首次高于新增贷款，且1月份居民中长期贷款占比亦大幅下降。当前，虽房企表外融资和海外发债融资途径均有所松动，但银行贷款融资渠道仍偏紧，且受房地产销售下滑、叠加即将迎来偿债高峰期的影响，房企整体现金流仍偏紧。

## 2 不宜过度乐观解读创新高的贷款数据，但广义社融增速激升预示一季度名义 GDP 增速降幅放缓

### 2.1 票据融资仍为信贷超预期的主推力，企业贷款主要流向基建领域

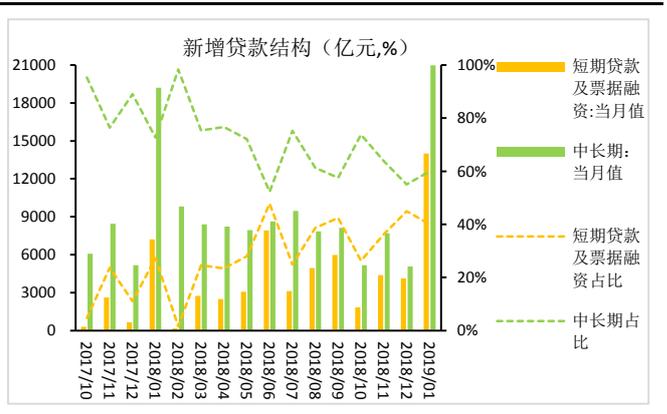
从新增贷款的规模看，1月份新增人民币贷款3.23万亿元，分别较上月和上年同期增加21500亿元和3300亿元，整体继续超市场预期。其中，投向非金融性公司及其他部门、居民、非银行业金融机构的贷款分别为25800、9898和-3386亿元，分别较上月增加增加21067、5394和减少4904亿元，较上年同期增加多增8000、多增882和减少5248亿元（见图7），前者是本期信贷超预期的主要推动力量。

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

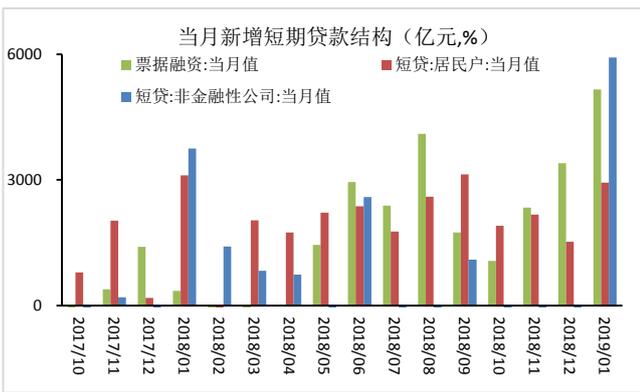
图8：新增人民币贷款规模：短期和中长期



资料来源：WIND，财富证券

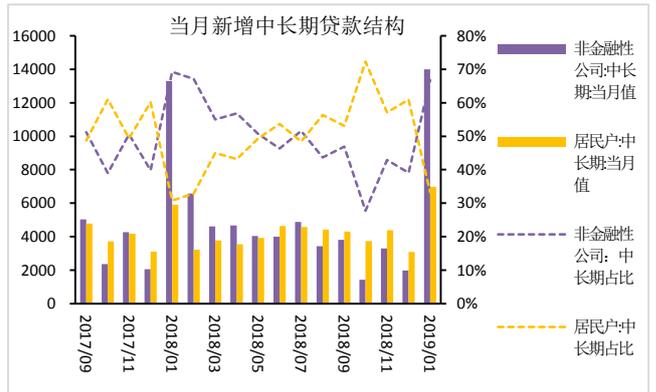
同时，1月份中长期贷款、短期贷款及票据融资分别为20969亿元、14009亿元，分别较上月多增15914和9880亿元，较去年同期多增1759和6806亿元（见图8），两者共同推动本月贷款同比改善，但从贡献率来看，后者仍是主因。具体看新增短期贷款及票据融资，其中，本月票据融资为5160亿元，创2010年以来单月新高，较上月增加1765亿元，较上年同期多增4813亿元，已连续9个月在1000亿以上，对信贷增长贡献明显；同时本月短贷亦增加较多，非金融性公司短期贷款为5919亿元，较上年同期多增2169亿元，是短贷增长的主要贡献力量（见图9）。中长期贷款中，居民户和非金融企业分别为6969、14000亿元，分别较上月多增3890和12024亿元，较去年同期多增1059和700亿元（见图10）。

图 9：新增短期贷款及票据融资结构



资料来源：WIND，财富证券

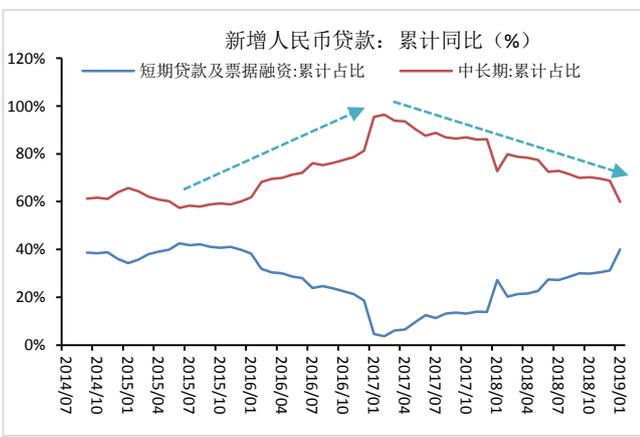
图 10：新增中长期贷款结构：居民户和非金融企业



资料来源：WIND，财富证券

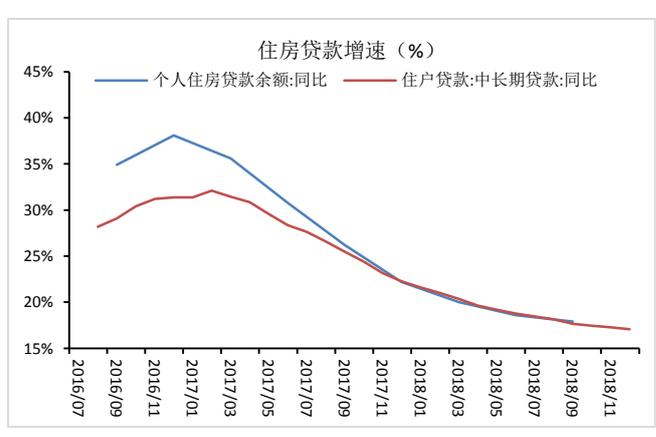
从新增贷款结构看，1 月新增中长期贷款占比（中长期贷款/（短期贷款及票据融资+中长期贷款））较上月增加 5 个百分点至 60%（见图 8），新增人民币贷款的期限结构较上期有所优化。但从累计占比的变化来看，2015-2016 年国内中长期贷款占比呈整体提高趋势，2017-2018 年则明显回落，2019 年 1 月份中长期贷款累计占比为 59.5%，较上月回落 8.7 个百分点，延续 2017 年以来的下跌趋势（见图 11）。因此，整体上当前的贷款结构不利于推动企业盈利企稳回升，仍有待优化。这一方面与经济下行、信用违约风险加大，银行惜贷和企业融资需求下降密切相关，另一方面住户贷款增速回落亦对整体中长期贷款增速形成拖累（见图 12），未来贷款结构能否持续改善仍有待进一步的观察。

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 12：2017 年以来住户贷款增速持续回落



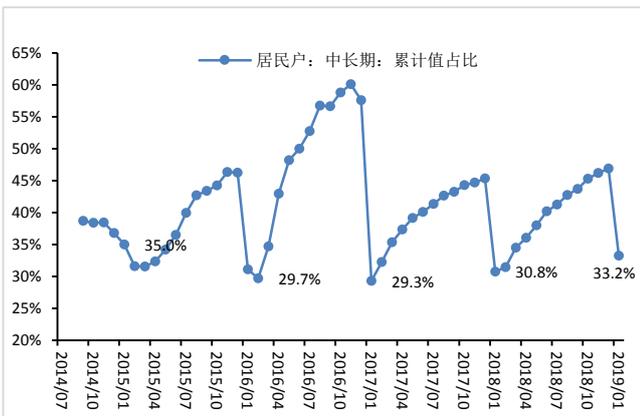
资料来源：WIND，财富证券

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的见顶回落；2018 年，房地产投资增速保持平稳，居民加杠杆购房意愿未减，居民中长期贷款占比中枢仍较 2017 年小幅

提升。2019年1月份，居民户中长期贷款累计占比为33.2%，较去年同期提高2.4个百分点，为2016年以来1月份的最高值。

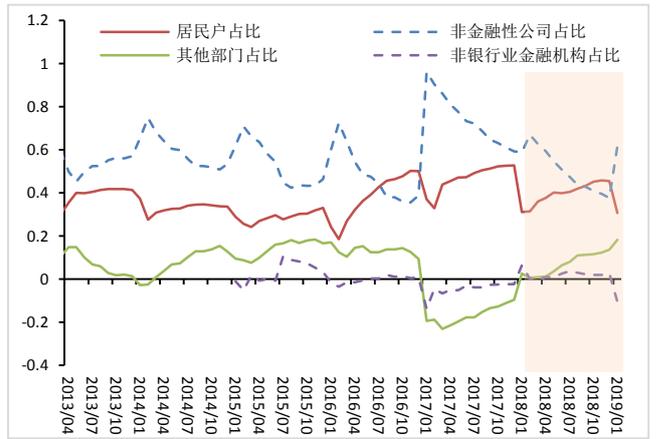
这表明，一方面，2019年房地产市场的表现对国内中长期贷款需求的影响较大，经济增长对房地产市场的依赖仍不可小觑，未来房地产市场波动对国内信用扩张和经济增长带来的冲击值得警惕；另一方面，2019年1月份，居民户中长期贷款占比为近四年同期的最高值，这与今年年初房地产市场量价齐跌、居民户存贷款差额回升、居民加杠杆意愿减弱的背景不相符，我们认为这从侧面反映出，当前国内非金融性企业中长期贷款需求严重不足，而这预示着未来经济下行的压力仍大。

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 14：新增人民币贷款流向占比变化



资料来源：WIND，财富证券

综合新增贷款的规模和结构，可以看到国内逆周期宏观调控全方位加码背景下，实体信贷活动有所回暖，新增人民币贷款超预期创下单月历史新高，但我们认为对此不宜过度乐观解读，数据背后对实体支持的实际情况或远弱于表面值。原因有三：一是人民币贷款高增仍主要依赖票据融资，其短期性特征本身表明资金供需双方对投资活动信心不足，这与实体经济投资对中长期稳定资金需求不匹配，而票据融资持续增加或与银行应对业绩考核冲量、企业在金融市场上进行套利以及企业还债有关，真正投入实体投资的资金或大打折扣；二是人民币贷款主要流向基建等低活力领域，与地方政府专项债增加形成配套，主要证据为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

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\\_14129](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14129)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn