

信贷量大增，但质不乐观

——2019 年 1 月金融数据点评

宏观简报

◆ 要点

2 月 15 日央行公布 1 月金融数据，数据显示 1 月新增人民币贷款 3.23 万亿，新增社融 4.64 万亿，社融存量同比增速反弹至 10.4%（前值 9.8%）。

人民币贷款方面，企业票据和短贷放量带动人民币贷款创新高，但短期贷款大增而中长期贷款未改观或是银行额度充裕、信贷扩张仍谨慎的体现。新增社融大放量，更多是由贷款、表外票据和债券带动，1 月表内外票据融资合计创历史新高，由于票据期限短且部分出于套利动机而非真实融资需求，此部分信贷扩张质量存疑。

而 M1、M2 剪刀差与票据冲量相互印证。信贷扩张带动 1 月末 M2 同比反弹至 8.4%（前期 8.1%），但 M1 同比创新低，仅为 0.4%。M1 新低部分由于高基数和春节错位（今年更早，企业发放奖金等原因带来活期存款下降更快），但持续低迷也意味着释放的流动性未完全带来实体经济活力的提升，这与票据冲高相互印证，实体的真实信贷需求或并非如社融反弹幅度表现的那么显著。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 （执业证书编号：S0930516110004）
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

邓巧锋 （执业证书编号：S0930517100005）
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

2月15日，央行公布1月金融数据，数据显示1月新增人民币贷款3.23万亿，新增社融4.64万亿，社融存量同比增速反弹至10.4%（前值9.8%）。具体点评如下：

企业票据和短贷带动贷款创新高。1月人民币贷款新增3.23万亿元，略高于我们预期的2.8-3万亿。同比多增的3300亿元中，票据和短期贷款贡献最大，同比多增6800亿；企业中长期贷款同比多增700亿，居民中长期贷款同比多增1059亿，中长期贷款虽一改去年同比低增负增的态势，但更多是由于2017年高基数的消退，中长期贷款占比65%，与2018年均值差别不大。**短期贷款大增而中长期贷款未改观或是银行额度充裕、信贷扩张仍谨慎的体现。**短期居民贷款同比少增176亿，与去年1月按揭严控、倒逼居民短贷扩张的情形已有不同。居民和企业部门信贷之外，非银金融机构新增贷款-3386亿元，同比少增5248亿元，对总体贷款形成一定拖累。

贷款、表外票据和债券带动社融大放量。受贷款、表外非标和债券融资带动，1月社融存量同比反弹至10.4%（前值9.8%），新增社融4.64万亿，同比多增1.56万亿，亦超预期。社融口径新增贷款3.57万亿，同比多增8850亿；委托贷款、信托贷款与未贴现票据新增3432亿，扭转之前连续10个月负增的颓势，其中未贴现票据显著增加，新增3786亿，同比多增2348亿。去年11月以来债市融资趋势好转，1月新增债市融资4990亿元，同比多增3768亿。地方政府专项债亦同比多增1088亿元。

票据融资创历史新高，期限短且部分为套利而非真实融资需求，此部分信贷扩张质量存疑。1月表内和表外票据融资合计8946亿，创2007年有数据以来新高。去年下半年以来流动性改善，贴现利率显著下行，部分企业通过票据贴现融资转而进行结构性存款进行套利，而银行在风险偏好仍低、对私人贷款仍谨慎、小微民企有指标、贷款额度较宽裕的情况下亦愿意增多短期期限的票据贴现。这并不能反映企业融资条件改善。

M1、M2剪刀差与票据冲量相互印证。信贷扩张带动1月末M2同比反弹至8.4%（前期8.1%），但M1同比创新低，仅为0.4%。M1新低部分由于高基数和春节错位（今年更早，企业发放奖金等原因带来活期存款下降更快），但持续低迷也或意味着释放的流动性未完全带来实体经济活力的提升，这与票据冲高相互印证，实体的真实信贷需求或并非如社融反弹幅度表现的那么显著。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebcn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebcn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebcn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebcn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebcn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebcn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebcn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebcn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebcn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebcn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebcn.com
	中青雯	021-22169527	15921857444	shenqw@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	苏一耘		13828709460	su1y@ebcn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebcn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebcn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebcn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebcn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebcn.com
私募业务部	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebcn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebcn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebcn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebcn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebcn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebcn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebcn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebcn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebcn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebcn.com

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_14216