

宏观点评

关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1月金融数据点评

事件：1月新增信贷3.23万亿，预期3万亿，前值1.08万亿；1月新增社融4.64万亿，预期3.3万亿，前值1.59万亿；1月M2同比8.4%，预期8.2%，前值8.1%；M1同比0.4%，预期1.9%，前值1.5%。

核心结论：

1、新增信贷创新高，结构改善；社融存量增速触底回升，表外融资由负转正；M1创新低、M2回升，剪刀差继续走阔。总体看，新增贷款对实体经济的支持力度增强，但剔除季节性因素，M1-M2剪刀差进一步走阔，反映“宽货币”向“宽信用”的传导路径尚未完全打通。

- 新增信贷高增源于1月银行集中放贷的季节性因素，也与央行加大逆周期调节有关。结构上居民中长贷、企业短贷、企业中长贷、表内外票据均有了不同程度的超季节性表现，其中票据融资仍是超季节性最强的因素，表明银行风险偏好提升尚需数据的进一步印证。
- 新增社融创新高，新增表外融资由负转正，表内贷款持续担当主力，企业债券和地方政府专项债均大幅增加。1月新增信贷较社融信贷少0.34亿元，指向该部分流入非银机构的贷款为负，反映信贷对实体经济支持力度加强。社融存量增速历经12个月下行后首次触底回升，倾向于认为季节性因素占主导。
- M1增速创历史新低，M2小幅回升，M1-M2剪刀差连续12个月为负。M1与M2增速发生背离与春节期间企业集中发放薪资和奖金有关，但M1-M2剪刀差持续扩大仍反映当前企业有效投资不足。

2、提示两个细节：票据融资的真实作用、企业借新还旧的可能性。

- 关注点1：票据高增虽不尽然代表贷款质量差，但仍警惕套利成分。前期报告中，我们指出票据贴现高增主要源于银行存贷考核、民企融资需求以及票据融资成本降低的考虑。在此基础上，提示警惕企业利用票据融资与结构性存款的利差进行套利行为，导致票据融资虚增，同时票据融资高企但M1仍较低也指向了票据快速流转主要用来解决企业账款拖欠和资金周转，尚未转变为企业存款，并非长远之计。
- 关注点2：企业贷款增加的真实动机，是扩大再生产还是债务的借新还旧？综合中国私人非金融部门还本付息与新增信贷的比值，新增信贷与资产负债率走势，以及表内信贷和M1、M2趋势来看，倾向于认为，部分企业的新增信贷用于借新还旧，也即并非真实的投资需求。

3、在前期报告中，我们提示了跟踪2019年信用情况的四条线索，目前看，社融和信贷结构虽有改善，但受季节性因素影响较大，仍需结合2月数据综合看待。我们倾向于认为，社融存量增速的企稳回升可能在一季度末或者二季度，后续以下四条线索仍然有效：一是跟踪我国货币派生机制的转变，即基础货币的投放有望由依赖外汇占款转向依靠主权信用；二是跟踪表外融资走势，预计表外将持续修复；三是跟踪M1-M2剪刀差向零靠拢甚至转正，预计M1短期将继续承压。四是跟踪企业债信用利差，截至2月中旬，民企信用利差维持高位指向当前机构风险偏好并未得到切实提升。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmeili@gszq.com

相关研究

- 1、《春节宏观8看点：全球经济共振趋弱，全球政策共振趋松》2019-02-10
- 2、《关注2019年库存周期变化和民企加杠杆——兼评2018年工业企业利润数据》2019-01-29
- 3、《信用拐点将至，可跟踪4条线索——2018年金融数据点评》2019-01-16
- 4、《寻找超预期——2019宏观经济展望》2019.01.09
- 5、《信用仍紧，拐点何时可到？——11月金融数据点评》2018-12-12
- 6、《信用拐点依旧无期，民企政策作用几何？——10月金融数据点评》2018-11-14
- 7、《改口径不改趋势，信用拐点尚需等待——9月金融数据点评》2018-10-18
- 8、《化解隐性债务期限被拉长，信用拐点将至——8月金融数据点评》2018-09-13
- 9、《三论信用拐点的预判维度：最坏的时候未到，但已不远》2018-08-14
- 10、《再论信用拐点的预判维度》2018-07-15
- 11、《预判信用拐点的两个跟踪维度》2018-06-13



内容目录

1 月信贷和社融均超预期，M1-M2 剪刀差连续 12 个月告负	3
新增信贷环比同比均上升，结构有一定改善，票据融资超季节性表现仍最佳	3
社融创新高，表外融资回升，新老口径下存量增速触底回升	4
M1 增速创历史新低，M2 增速回升，M1-M2 剪刀差连续 12 个月为负	5
提示两个细节：票据融资的真实作用和企业借新还旧的可能性	6
关注点 1：票据高增虽不尽然代表贷款质量差，但需要警惕可能的套利行为	6
关注点 2：企业贷款增加的真实动机，是扩大再生产还是债务的借新还旧？	6
信用拐点需结合 2 月数据综合判断，继续跟踪四个线索	7
风险提示	8

图表目录

图表 1：2019 年 1 月新增信贷超季节性走高	3
图表 2：社融存量增速触底回升	4
图表 3：社融存量增速弱于季节性	4
图表 4：2019 年新增社融的超季节表现主要依靠新增贷款	5
图表 5：M1-M2 超季节性走低	5
图表 6：M1 与 M2 增速趋势背离既有季节性因素也有经济活力衰减因素	5
图表 7：票据融资利率下行速度快于普通贷款利率	6
图表 8：票据融资与银行结构性存款同步上行	6
图表 9：中国私人非金融部门还本付息压力持续增加	7
图表 10：新增信贷增长并不总伴随着资产负债率的提升	7
图表 11：新增贷款与 M1、M2 走势发生背离，指向企业有效融资需求仍不足	7
图表 12：1996 年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已 12 个月连负	8
图表 13：5 年期企业债信用溢价仍处于高位	8

1月信贷和社融均超预期，M1-M2剪刀差连续12个月告负

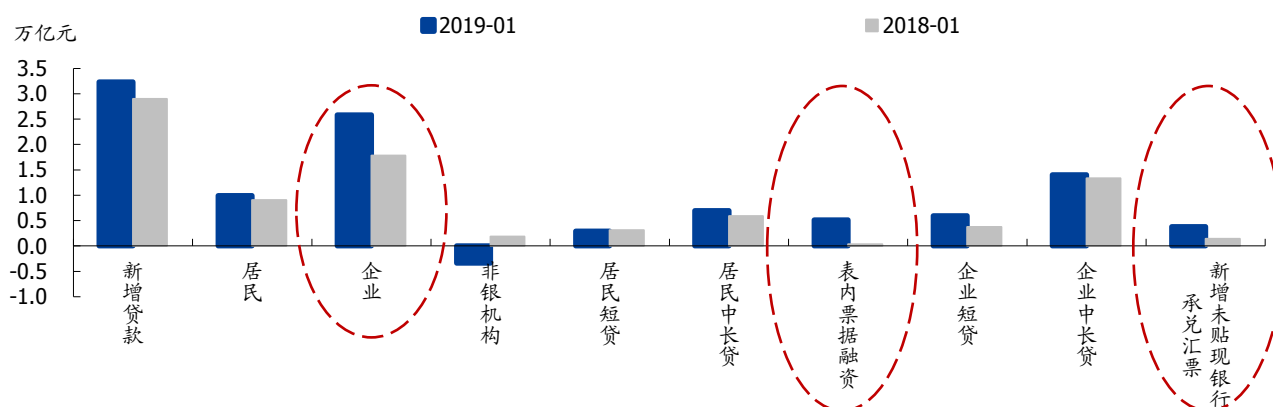
新增信贷环比同比均上升，结构有一定改善，票据融资超季节性表现仍最佳

新增信贷创新高，季节性因素是主因。1月新增信贷 32300 亿元，高于预期值（30000 亿元）和前值（10800 亿），环比多增 21500 亿元，同比多增 3300 亿元，创历史同期新高。历史上 1 月多为全年新增贷款最高月份，2018 年 1 月新增信贷占全年新增总额的 18%，主因银行偏好年初放贷以提早获益。

结构有所改善，居民、企业贷款同比均有不同程度的提高，同比多增反映央行逆周期调节效果逐渐显现，环比多增与季节性因素有关。1 月居民新增信贷 9898 亿元，同比多增 882 亿元；企业信贷新增 25800 亿元，同比多增 8000 亿元，应是与去年央行加大宏观逆周期调节力度，定向降准、TMLF 定向降息、调整普惠金融口径、全面降准、银行发行永续债等措施有关，宽货币向宽信用传导有了一定的成效。环比居民和企业信贷分别多增 5394 亿元和 21067 亿元，一方面与年初的季节效应有关，另一方面春节前的购物潮可能激发了居民短贷（历年居民短贷 1 月均比 2 月多），票据融资高增依旧为企业贷款提供正贡献，企业中长贷增幅扩大可能与国家加大基建补短板 and 中小企业被动加杠杆有关。2018 年下半年以来各部门综合采取对民营企业定向降息和减税等措施为民企纾困，2 月 14 日国务院印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》再次为民营企业融资提供政策支持，虽然银行对民营企业和中小微企业风险偏好仍较低，但政策的密集出台有望倒逼银行建立有效的风险定价机制，加大对民企的信贷支持力度。

倾向于认为，1 月信贷高增虽体现了我国货币政策传导有了一定效果，但更大程度是季节性因素导致，超季节性因素尚需等待 2 月数据来进行统筹考察（2 月 15 日央行召开的金融统计数据解读吹风会实录也如此表述）。结构上有一定改善，居民中长贷、企业短贷、企业中长贷、表内外票据均有了不同程度的超季节性表现。不过其中票据融资依旧是超季节性最强的因素（同比多增 7162 亿元，其中表内 4813 亿元、表外 2349 亿元），总体看，银行风险偏好大幅提升尚需等待。

图表 1：2019 年 1 月新增信贷超季节性走高

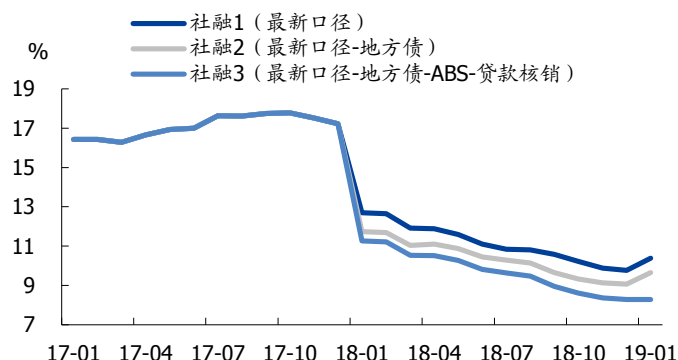


资料来源：Wind，国盛证券研究所

社融创新高，表外融资回升，新老口径下存量增速触底回升

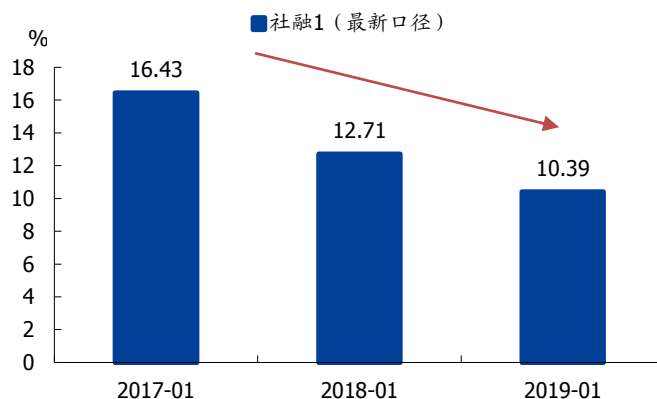
社融存量触底回升，持续性需结合2月数据综合看。在2018年7月和9月央行两次调整社融口径之后，可比口径下，新老口径社融存量增速已经连续12个月下行，时至2019年1月，首次触底回升。但是考虑到历史上1月社融存量增速均较高，因此社融是否真的迎来拐点，仍需结合2月数据综合来看。

图表2：社融存量增速触底回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：由于2019年1月央行未公布ABS和贷款核销具体数值，因此社融3估算方式与往期，及社融1和2有别

图表3：社融存量增速弱于季节性



资料来源：Wind，国盛证券研究所

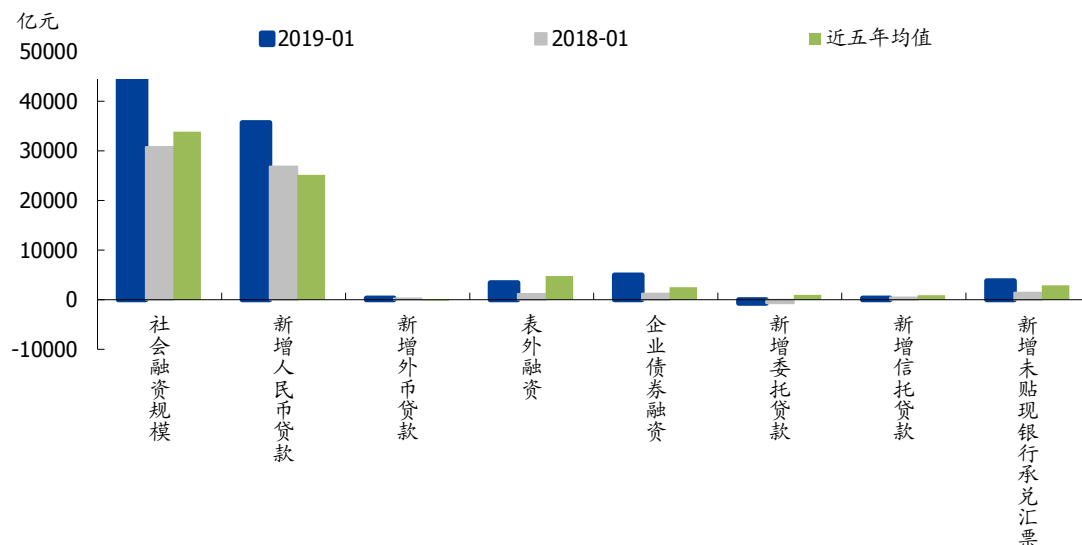
社融结构有所改善，新增表外融资由负转正，表内贷款持续担当主力，企业债券和地方政府专项债均大幅增加。从细项数据上看，我们发现以下两个特点：

第一，新增贷款对实体经济的支持力度增强。社融信贷与新增信贷存在口径差异，即2015年开始，新增信贷中包含了对金融机构贷款，但社融中的新增贷款不包括对金融机构贷款。1月数据显示新增信贷为3.23万亿元，社融信贷为3.57万亿元，也即新增信贷较社融信贷少0.34万亿元，指向该部分流入非银机构的贷款为负，表明信贷超越季节性的表现应是主要流入了实体经济。再结合1月新增信贷中企业中长贷有了大幅提升，央行也表示加大了对高技术制造业和不含房地产业的服务的中长贷支持，表明银行对实体经济的放贷力度在切实提升。

第二，新增表外融资经历10个月的负增之后首次由负转正。受2018年表外监管趋严和四季度非标集中到期影响，非标融资连续10个月负增长。2018年下半年以来，货币政策的逐渐宽松、去杠杆更加注重力度和节奏，银行理财子公司相继成立，表外融资缩量逐渐收窄，2019年1月实现由负转正。结合季节性来看，今年1月表外融资新增3432亿元，高于去年同期的1178亿元，但仍不及近五年均值的4787亿元，因此表外融资的切实修复仍需等待数据的进一步印证。

总体看，1月社融存量增速和社融结构双双改善，说明信用环境有所优化。不过，需要注意的是，社融规模超季节性走高存在2019年地方政府专项债限额提前下达的作用，且对比近五年均值来看，表内的新增人民币贷款仍担当主力，表外融资的切实改善和持续性仍需要结合2月数据综合来看。

图表4: 2019年新增社融的超季节表现主要依靠新增贷款



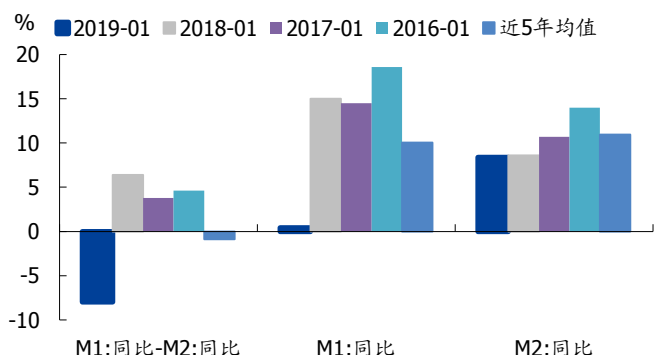
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

M1 增速创历史新低, M2 增速回升, M1-M2 剪刀差连续 12 个月为负

1月M2同比增长8.4%，高于预期8.2%和前值8.1%；M1同比增长0.4%，大幅低于预期1.9%和前值1.5%。M1-M2剪刀差自2018年2月以来已连续12个月为负，且缺口再次扩大。1月M1与M2一减一增的表现可能源于春节期间企业集中发放薪资和奖金，导致居民存款大增，企业存款减少（1月居民存款增加38600亿元，环比多增27059亿元；企业存款减少3911亿元，环比多减18155亿元）。但2019年春节与2016年春节时间较为类似，2016年却是M1和M2双增，且M1增幅较高。因此季节性因素不能解释全部，M1-M2剪刀差的持续扩大仍反映了经济活力在衰减、企业投资需求下滑的事实。且企业存款的同比下滑也指向了“宽货币”向“宽信用”的传导尚未完全打通。

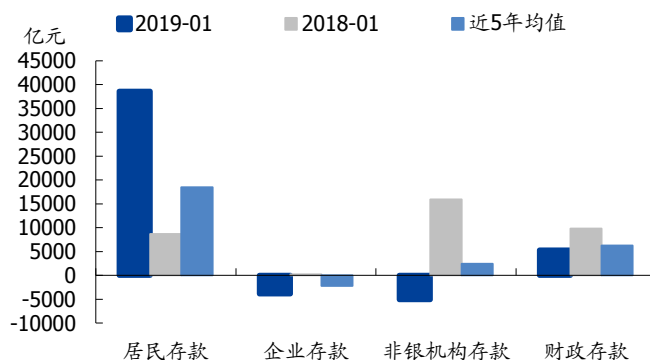
财政存款方面，1月新增财政存款5337亿元，同比减少4472亿元，环比增加15709亿元，符合财政存款的季节性效应，即季初高季末低。预计随着积极的财政政策的进一步落地和基建补短板力度的加大，财政存款有望降低，同时为M2的增长释放活力。

图表5: M1-M2 超季节性走低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: M1 与 M2 增速趋势背离既有季节性因素也有经济活力衰减因素



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

提示两个细节：票据融资的真实作用和企业借新还旧的可能性

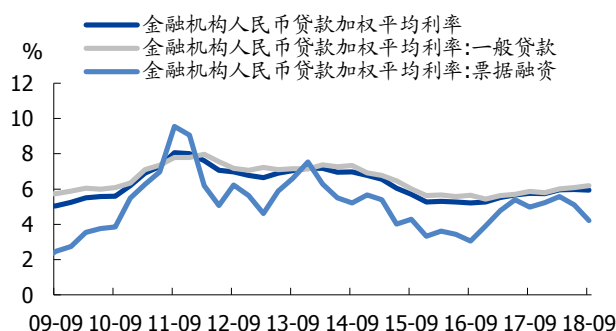
关注点 1：票据高增虽不尽然代表贷款质量差，但需要警惕可能的套利行为

在前期报告中，我们曾指出 2018 年，新增信贷一大突出结构性特点便是票据融资持续成为主支撑。票据贴现高增主要源于银行存贷考核、民企融资需求以及票据融资成本降低三方面的考虑。当前看，2019 年 1 月票据融资的高增仍与这三方面原因有关。但除此之外，我们补充提示，要警惕企业利用票据融资与结构性存款的利差进行套利行为，进而导致票据融资虚增以粉饰信贷和社融增量。

截至 2018 年 10 月，票据融资平均利率为 4.22%，而包括交通、农业、民生、华夏、中信等在内多家银行的结构性存款利率已接近或者超过这一平均水平，企业存在套利空间，2018 年 11 月份以来中资全国大型银行负债端的单位结构性存款与新增表内和表外票据融资同步上扬，可以侧面印证这一点。再结合票据融资高企但 M1 仍较低，表明票据快速流转应是解决企业账款拖欠和资金周转等问题，非转化为企业存款，并非长远之计。

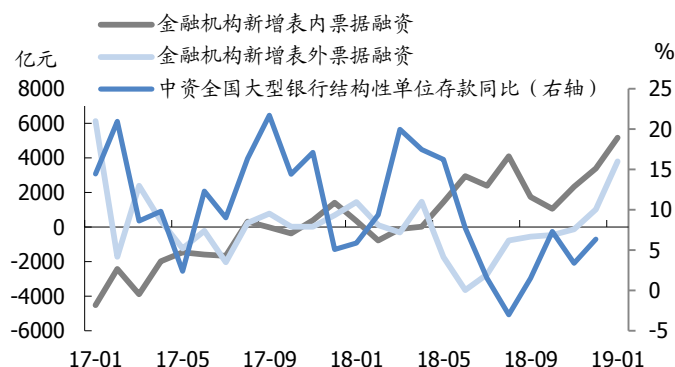
往后看，我们不否认票据融资放量可以一定程度上缓解中小企业融资难问题，但是另一方面也侧面反映出银行风险偏好较低，且需警惕企业利用票据融资成本降低进行套利对信贷高增的虚增影响。

图表 7：票据融资利率下行速度快于普通贷款利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8：票据融资与银行结构性存款同步上行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

关注点 2：企业贷款增加的真实动机，是扩大再生产还是债务的借新还旧？

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_14218

