发布时间：2019-02-16

证券研究报告

数据回升持续存疑，社融止跌压力未消

报告摘要：

事件：

2019 年 2 月 15 日，央行公布 2019 年 1 月金融数据，1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元，同比多增 3284 亿元，人民币贷款余额 139.53 万亿元，同比增长 13.4%，增速比 12 月末低 0.1 个百分点，比 2018 年同期高 0.2 个百分点。1 月份社融增量为 4.64 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元。而从存量口径(最新口径)来看，12 月社融存量为 205.08 亿元，增速收于 10.4%，高于前值（同样按第一次调整的口径计算，增速为 9.7%，增速同样高于 12 月的增速）。1 月末，广义货币(M2)余额 186.59 万亿元，同比增长 8.4%，前值 8.1%。

点评：

新增信贷： 票据贡献依旧较大，结构优化长期增长。2019 年 1 月新增人民币贷款 32300 亿元，环比多增 21500 亿，同比多增 3284 亿。对 1 月信贷，我们的分析主要集中在三方面：第一、从部门来看：1 月新增贷款同比增速收于 11.38%，其中非金融部门贡献最大（拉动高达 27.59 个百分点），而非银金融机构的贡献为-18.1%，由正转负，显示出结构的恶化。第二、从期限看：1 月短期贷款及票据业务对新增信贷的助力依大。相形之下，中长期贷款对新增信贷的助力相对较小，但结构已持续优化。第三、1 月票据业务单项对新增信贷的拉动就达 16.6 个百分点，票据融资高企主要系其灵活性可为银行谋得较好的资金来源，同时也反映银行风险偏好依旧相对较差。

社融： 增量大涨社融企稳，信贷债券发力明显。1 月份社会融资规模增量为 4.64 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元。新口径下 1 月社融余额为 205.08 万亿，同比增速为 10.4%，较 12 月 9.8%的增速上行了 0.6 个百分点，社融开始企稳。从分项角度来分析：第一、信贷以及债券融资对社融有所助力，1 月信贷以及债券融资对社融的拉动分别为 8.91 和 1.07 个百分点，均高于 12 月的水平。第二、非标三项下行趋势依旧，对存量增速拉动分别收于-0.85，-0.41 和-0.22 个百分点。非标三项整体的负向拉动整体有所好转。第三、从拉动来看，地方政府专项债提前发行对社融起到拉动作用，其拉动效果无想象般明显。

M2： 2019 年 1 月 M2 同比增速为 8.4%，稍高于 12 月的水平（8.1%）。整体来看 1 月 M2 增速回升符合预期，第一、2019 年 1 月在通过降准+MLF 置换、降准+税期对冲确保流动性。第二、债券融资力度仍强对证券性融资产生助力。与之一体两面的社融存量增速开始企稳，叠加 TMLF 操作释出的大量流动性，因此 1 月 M2 增速回升。

历史收益率曲线

收益率（%）	10Y	1Y
国债	3.0794	2.3094

相关数据

品种		2018/2/15
国债	1Y	2.3094
	3Y	2.6533
	5Y	2.8794
	7Y	3.0300
	10Y	3.0794

相关报告

【东北 FICC 李勇·12 月金融数据点评】信贷回升微助力社融，M2 低位仍需宽货币

2019-1-16

【东北固收李勇·11 月金融数据点评】需求不足社融依旧下行，放水难求 M2 低位波动

2018-12-12

证券分析师：李勇
执业证书编号：S0550517090001

证券分析师：刘辰涵
执业证书编号：S0550517100001
010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

研究助理：付昊
执业证书编号：S0550118020005
010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤
执业证书编号：S0550118010025
010-58034586 zoukun@nesc.cn

事件：

2019 年 2 月 15 日，央行公布 2019 年 1 月金融数据，1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元，同比多增 3284 亿元，人民币贷款余额 139.53 万亿元，同比增长 13.4%，增速比 12 月末低 0.1 个百分点，比 2018 年同期高 0.2 个百分点。1 月份社融增量为 4.64 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元。而从存量口径（最新口径）来看，12 月社融存量为 205.08 亿元，增速收于 10.4%，高于前值（同样按第一次调整的口径计算，增速为 9.7%，增速同样高于 12 月的增速）。1 月末，广义货币(M2)余额 186.59 万亿元，同比增长 8.4%，前值 8.1%。

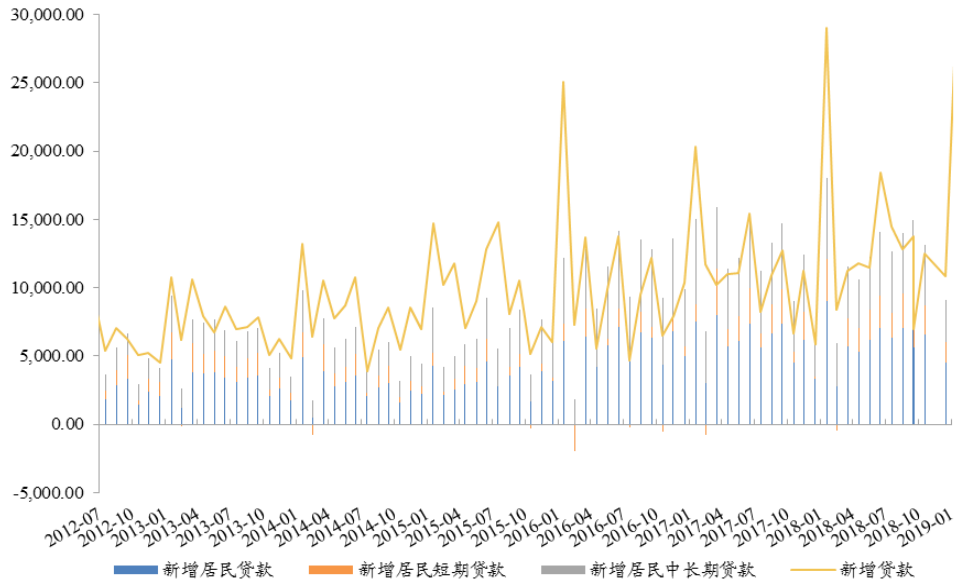
对此，我们点评如下：

1. 新增信贷：票据贡献依旧较大，结构优化长期增长

2019 年 1 月新增人民币贷款 32300 亿元，环比多增 21500 亿，同比多增 3284 亿。对 1 月信贷，我们的分析主要集中在四方面：第一、从部门来看：1 月新增贷款同比增速收于 11.38%，其中非金融部门贡献最大（拉动高达 27.59 个百分点），而非银金融机构的贡献为-18.1%，由正转负，显示出结构的恶化。第二、从期限看：1 月短期贷款及票据业务对新增信贷的助力依大。相形之下，中长期贷款对新增信贷的助力相对较小，但差距在缩小。第三、1 月票据业务单项对新增信贷的拉动就达 16.6 个百分点，票据融资高企主要系其灵活性可为银行谋得较好的资金来源。第四、2018 年 12 月以及 2019 年 1 月央行进行的 TMLF 以及降准置换为银行提供了低成本长钱，因此本月长期贷款发放相对有所抬升。

1 月信贷各分部门的贡献呈现如下特点：本月非金融部门对信贷拉动值为 27.59 个百分点，居民部门信贷拉动为 3.04 个百分点，均低于 12 月的水平。贷款结构上，种长期贷款上行反映信贷结构改善。

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：东北证券，Wind

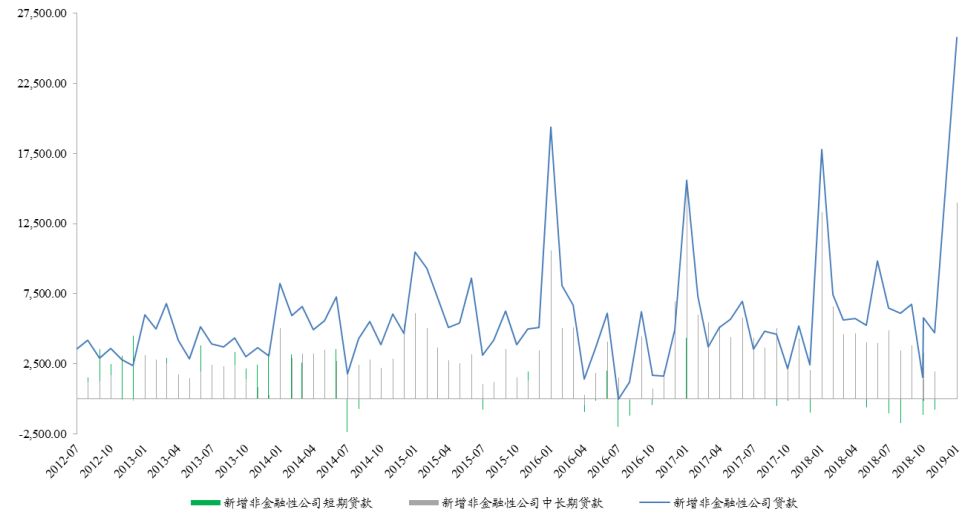
1 月人民币贷款累计增加 3.23 万亿元，同比多增 0.33 万亿元。分部门看，住户部门贷款累计增加 0.99 万亿元，其中，短期贷款累计增加 0.29 万亿元，中长期贷款累计增加 0.7 万亿元；非金融企业及机关团体贷款累计增加 2.58 万亿元，其中，短期贷款累计增加 5919 亿元，中长期贷款累计增加 1.4 万亿元，票据融资累计增长 0.52 万亿元；非银行业金融机构贷款累计减少 3386 亿元。

表 1：人民币贷款细项的拉动情况（单位：%）

年份	2018 年										2019 年
月份	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
新增信贷同比	9.80	7.27	3.60	19.48	75.65	17.43	8.66	5.10	11.61	84.80	11.38
居民部门	-22.00	-3.87	0.33	-2.02	8.82	3.46	1.54	17.11	3.17	20.70	3.04
非金融企业	19.28	5.81	-3.66	18.62	35.93	11.90	16.83	-9.64	4.80	39.37	27.59
非银金融机构	11.11	4.95	6.92	5.43	29.47	0.68	-11.74	-3.98	3.98	26.78	-18.10
票据融资	37.00	18.24	26.27	29.51	49.06	34.69	13.89	21.74	17.46	34.08	16.60

数据来源：东北证券，Wind

图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元）



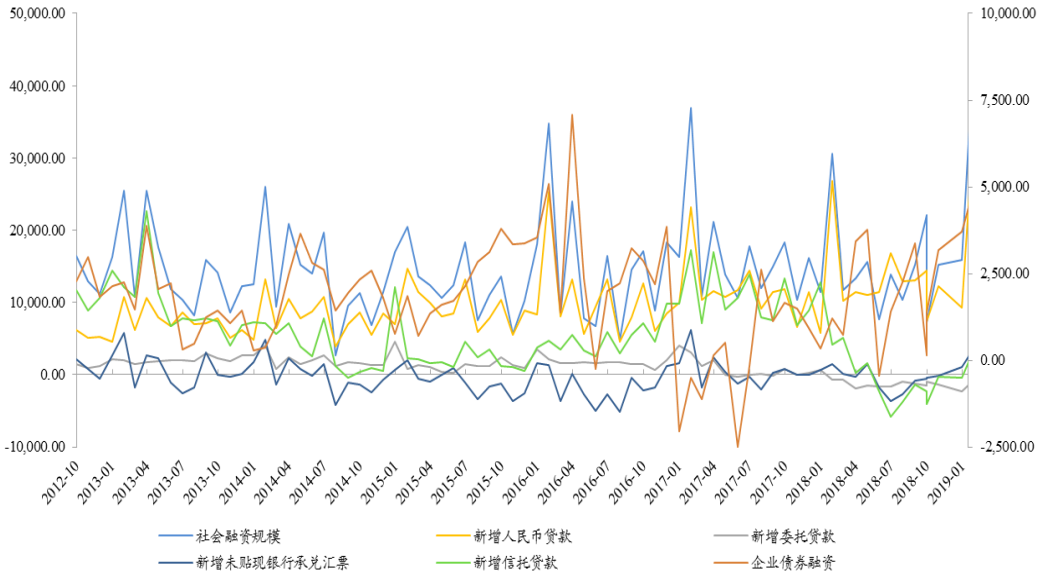
数据来源：东北证券，Wind

2. 社融：增量大涨增速回升，信贷债券发力明显

社融：增量大涨增速回升，信贷债券发力明显。1 月份社会融资规模增量为 4.64 万亿元，比上年同期多 1.56 万亿元。新口径下 1 月社融余额为 205.08 万亿，同比增速为 10.4%，较 12 月 9.8%的增速上行了 0.6 个百分点，社融开始企稳。

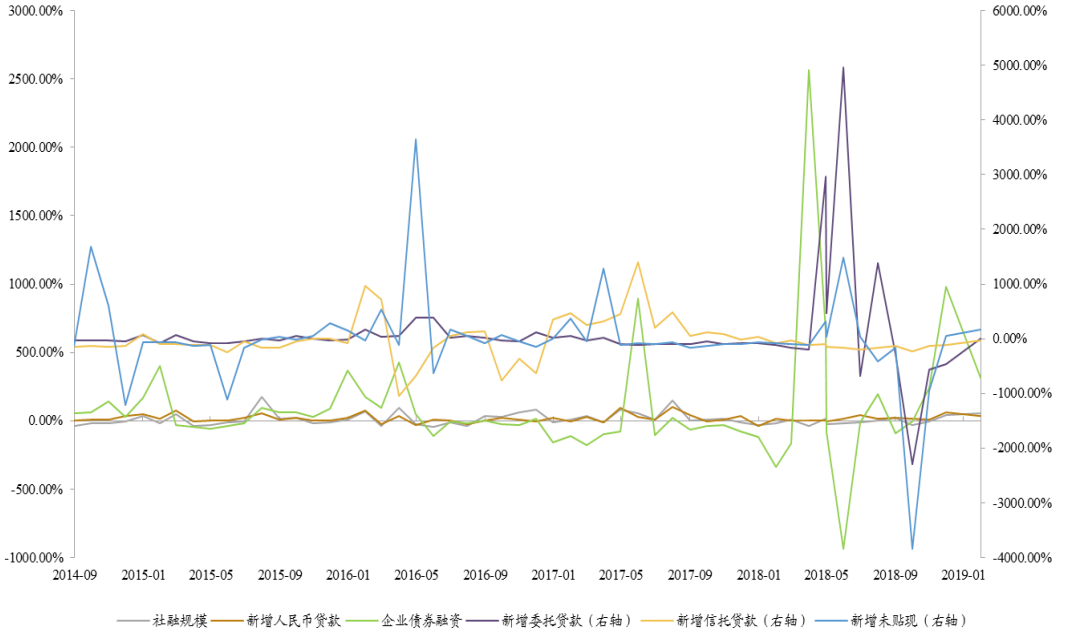
从分项角度来分析：第一、信贷以及债券融资对社融有所助力，1 月信贷以及债券融资对社融的拉动分别为 8.91 和 1.07 个百分点，均高于 12 月的水平。第二、非标三项下行趋势依旧，对存量增速拉动分别收于-0.85，-0.41 和-0.22 个百分点。但负向拉动的力量已开始下行。第三、从拉动来看，地方政府专项债提前发行对社融起到一定的拉动作用，但限于体量其拉动作用并未有想象中大。

图 3：社融规模（单位：亿元）



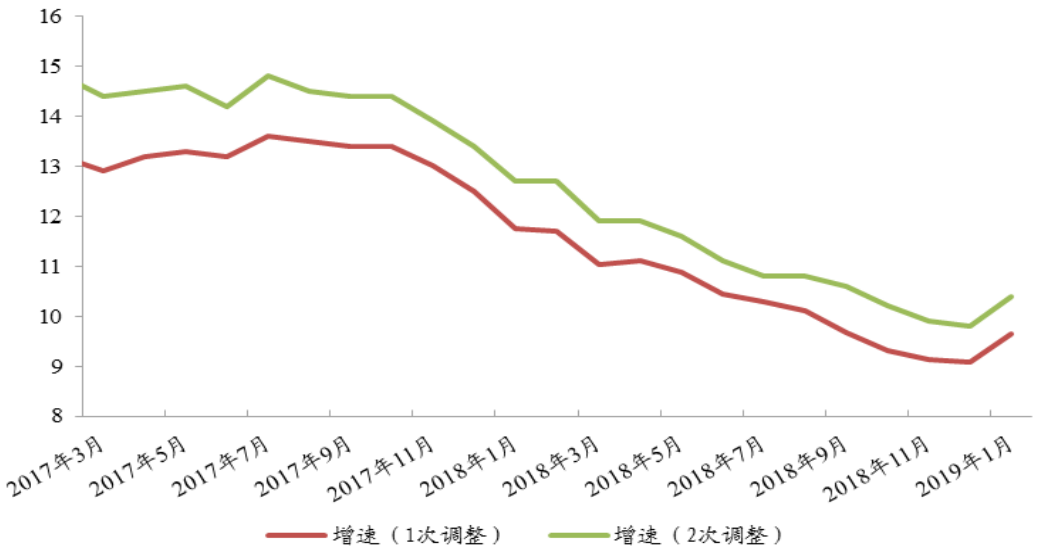
数据来源：东北证券，Wind

图 4：社融各项同比增速（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 5：社融新旧口径同比增速对比（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

表 2：社融存量及增速新旧口径对比（单位：万亿、%）

指标名称	社融（1次调整）	社融（2次调整）	增速（1次调整）	增速（2次调整）
2019/1/18	180.29	185.77	11.74	12.7
2019/2/18	181.43	186.92	11.69	12.7
2019/3/18	182.81	188.37	11.03	11.9
2019/4/18	184.38	190.02	11.1	11.9
2019/5/18	185.2	190.94	10.87	11.6
2019/6/18	186.53	192.37	10.45	11.1
2019/7/18	187.45	193.46	10.3	10.8
2019/8/18	188.8	195.24	10.1	10.8
2019/9/18	190.12	197.3	9.67	10.6
2019/10/18	190.62	197.89	9.32	10.2
2019/11/18	192.07	199.3	9.14	9.9
2019/12/18	193.5	200.7	9.08	9.8
2019/1/19	197.7	205.08	9.7	10.4

数据来源：东北证券，Wind

表 3：社融存量角度各细项的拉动情况（单位：%）

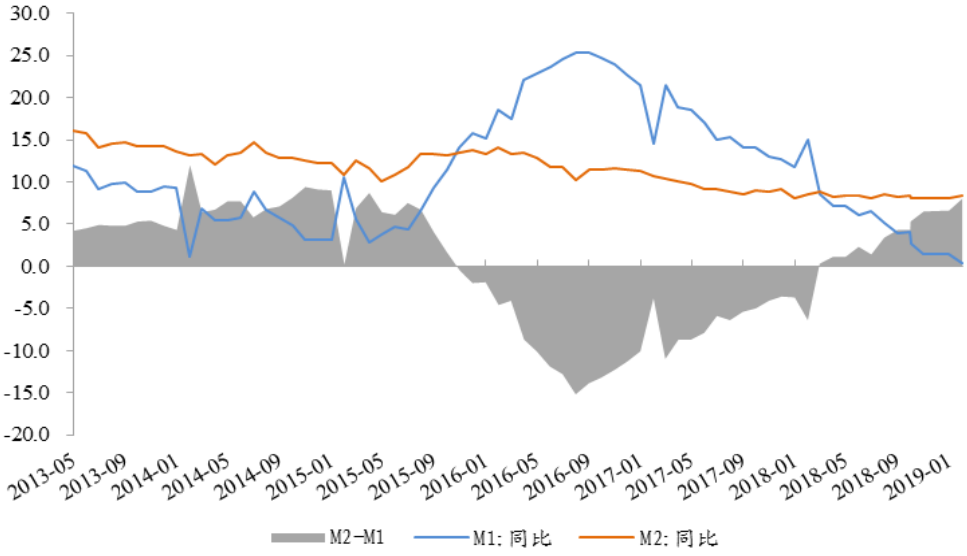
年份	2018 年										2019 年
月份	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
人民币贷款	8.42	8.36	8.27	8.31	8.45	8.47	8.50	8.48	8.44	8.56	8.91
外币贷款	-0.14	-0.11	-0.09	-0.05	-0.03	0.00	-0.02	-0.05	-0.10	-0.15	-0.15
委托贷款	-0.12	-0.20	-0.27	-0.36	-0.42	-0.48	-0.60	-0.65	-0.73	-0.88	-0.85
信托贷款	0.95	0.85	0.69	0.44	0.30	0.19	0.01	-0.12	-0.22	-0.37	-0.41
未贴现银行承兑汇票	-0.01	0.05	0.02	-0.17	-0.21	-0.27	-0.34	-0.36	-0.37	-0.34	-0.22
企业债券	0.75	0.86	0.88	0.79	0.84	0.69	0.67	0.80	0.37	0.96	1.07
非金融企业境内股票	0.42	0.42	0.42	0.38	0.38	0.35	0.30	0.30	0.24	0.20	0.18
地方政府专项债券	1.12	1.04	0.98	0.91	0.82	0.94	1.20	1.17	1.01	0.98	1.02

数据来源：东北证券，Wind

3. M2：贷款回升助力 M2 略有回暖，宽货币向宽信用缓慢转换

2019 年 1 月 M2 同比增速为 8.4%，稍高于 12 月的水平（8.1%）。整体来看 1 月 M2 增速回升符合预期，第一、2019 年 1 月在通过降准+MLF 置换、降准+税期对冲确保流动性，且 TMLF 和降准置换均是低成本长钱。第二、债券融资力度仍强对证券性融资产生助力，进而对 M2 增长产生助力。与之一体两面的社融存量增速开始企稳，叠加 TMLF 操作释出的大量流动性，因此 1 月 M2 增速回升。同时我们还发现 1 月 M1 增速紧收于 0.4%，创历史新低。其原因在于 1 月底临近春节，是企业发放薪资、奖金的高峰期，企业存款有所减少，同时 1 月份受春节取现影响，M0 大幅抬升，因此 1 月存款更多体现成现金的形式，致使存款存量大减，M1 增速创历史低位。

图 6：M2-M1 剪刀差（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

从已公布细项上分析来看，3 月以来个人存款的拉动力度最强，而 12 月公布的数据中，8.94%的 M2 增速中，活期存款贡献了 0.32%。M0 贡献持续较低，12 月贡献仅为 0.15%，连续九个月不足 0.2%。1 月相关数据尚未公布，预计各分项拉动情况应当没有特别的变动。

表 4：M2 细项的拉动情况（单位：%）

年份	2018 年										2019 年
月份	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
活期存款	1.92	2.02	1.71	1.91	1.46	1.09	1.16	0.74	0.36	0.32	-0.61
定期存款	0.96	1.08	1.32	1.07	1.30	1.46	1.40	1.27	1.29	1.19	/
个人存款	3.08	3.02	3.07	3.03	3.33	3.34	3.50	3.78	4.11	4.31	/
M0	0.26	0.19	0.15	0.16	0.15	0.14	0.09	0.11	0.12	0.15	0.75
对其他金融性公司负债	1.58	1.42	1.45	1.33	1.34	0.98	0.96	0.98	0.90	0.95	/
M2 增速	8.77	8.85	8.85	8.51	9.04	8.72	8.82	8.60	8.57	8.94	8.43

数据来源：东北证券，Wind

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_14221