

1月社融存量同比有望转升

基本结论

- **表内信贷放量+非标融资降幅收窄+地方政府专项债发行提前有望支撑1月社融存量同比增速回升。**首先，1月表内信贷投放预计放量。政策支持，叠加商业银行年初信贷投放季节性（早放早受益），将支撑1月信贷投放力度继续放量。我们预计1月新增信贷有望超过3.5万亿元，票据融资可能仍占比较高，但企业中长期贷款有望边际改善。其次，**非标融资降幅收窄对社融的拖累也将下降。**从12月的非标融资数据来看，表外票据融资已经明显改善，但委托贷款和信托贷款依然形成拖累。在风险偏好偏低的环境下，企业融资改善先从“短期限”开始，如果后续政策、环境等进一步改善，期限有望拉长，从而带动委托和信托贷款的回升。而且决策层对非标的政策也有边际调整，明确“合法合规”的影子银行业务是金融市场的必要补充，意味着非标融资的政策环境也在边际改善（但监管严厉程度仍强于过去几年）。第三，**2019年的地方政府专项债发行提前也对社融存量形成正向提振。**2018年1季度的新增地方政府专项债发行为零。2019年的地方政府专项债发行提前，从基数上看也对社融存量同比增速形成正向提振。**整体来看，1月份的社融存量同比增速有望企稳回升，意味着金融条件改善，一方面对实体融资形成正面支撑；另一方面提振市场风险偏好，起到了稳预期的作用。**
- **中观层面，1月以来需求偏弱，供给有所改善。**从需求来看，1月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由涨转跌，100大中城市土地成交面积同比由涨转跌，土地成交总价同比跌幅扩大。乘联会数据显示，截止1月第四周汽车零售同比跌幅收窄，对消费的拖累作用减弱；从供给来看，1月以来高炉开工率上升，六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大；从价格的角度来看，1月以来原油价格均值上涨，煤炭、水泥、钢铁、有色价格均值下跌，预计1月PPI环比为负，由于基数抬升，PPI同比继续下滑。2月以来猪肉价格均值下降，蔬菜、鲜果价格均值上升，在季节性因素带动下CPI环比为正，不过，预计CPI当月同比有所下滑。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率平稳，离岸人民币兑美元贬值，全球股市分化。**货币市场方面，上周央行无公开市场操作。资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率平稳，期限利差小幅收窄，信用利差持平前置。外汇市场方面，离岸人民币兑美元贬值，美元指数上行。股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格下跌，原油价格下跌。
- **风险提示：1.名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2.金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3.内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。**

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

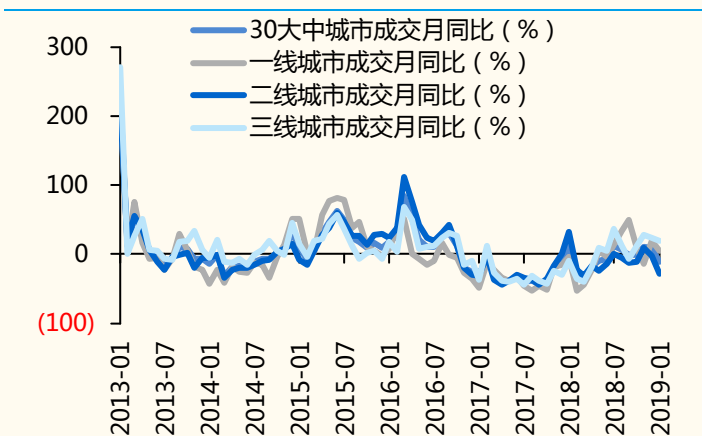
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，1月以来需求偏弱，供给有所改善

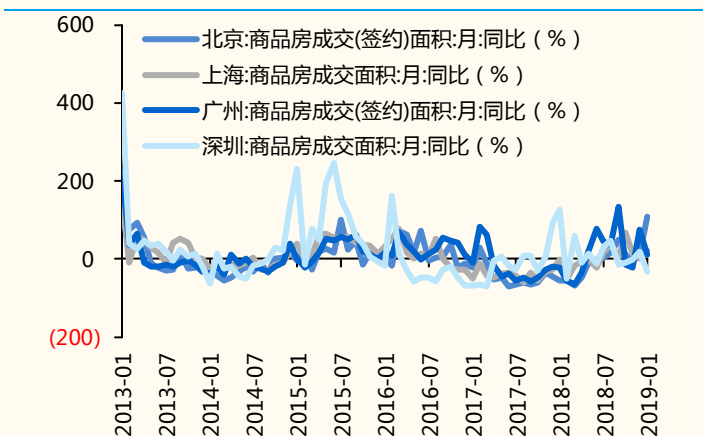
- 1月以来30大中城市商品房日均销售面积同比下降。内部结构上，一线城市同比涨幅收窄，二线城市同比跌幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-11.2%（前值8.5%）。一线城市同比4.9%（前值19.6%）、二线城市同比-29.0%（前值-2.6%），三线城市同比18.8%（前值24.0%）。北京地产销售表现较好，同比增幅大幅扩大，上海地产销售同比保持增长，广州地产销售增幅大幅缩小，深圳地产销售表现较差，同比跌幅大幅扩大。
- 1月以来土地成交面积和土地成交总价继续下跌。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积由涨转跌，土地成交总价同比跌幅扩大。其中成交面积同比-25.6%（前值9.7%），成交总价-26.2%（前值-8.6%）。
- 截止1月第四周汽车零售跌幅收窄。1月1-25日，乘联会车市零售同比较12月跌幅大幅收窄（-1.0%，前值-25.0%），批发同比继续回落（-24.0%，前值-23.0%）。1月汽车零售跌幅收窄，其对消费的拖累作用减弱。前一周，电影票房收入、观影人次下降，电影放映场次上升。

图表 1：1月以来商品房日均销售面积同比下降



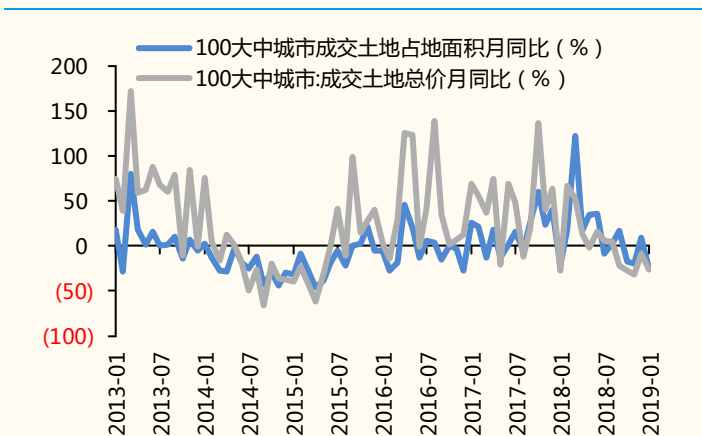
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：1月以来北京上海地产销售表现较好



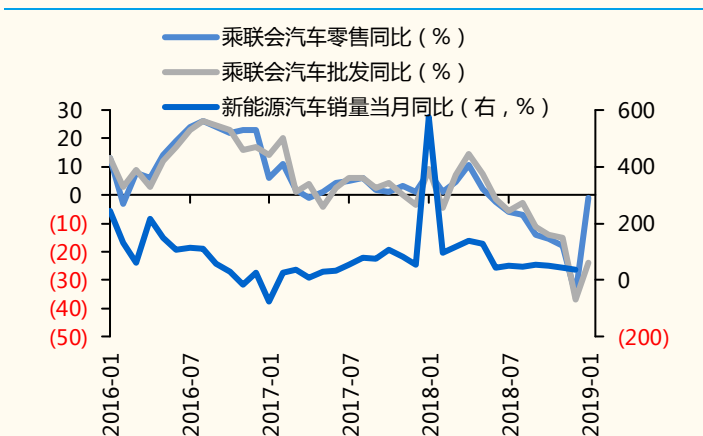
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：1月以来土地成交面积和总价同比下跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

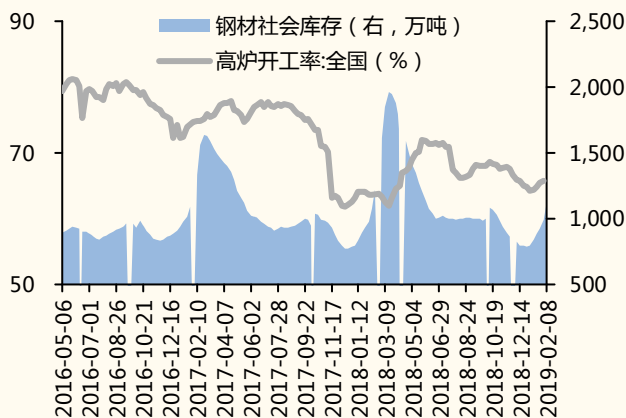
图表 4：1月第四周汽车零售同比跌幅大幅收窄



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

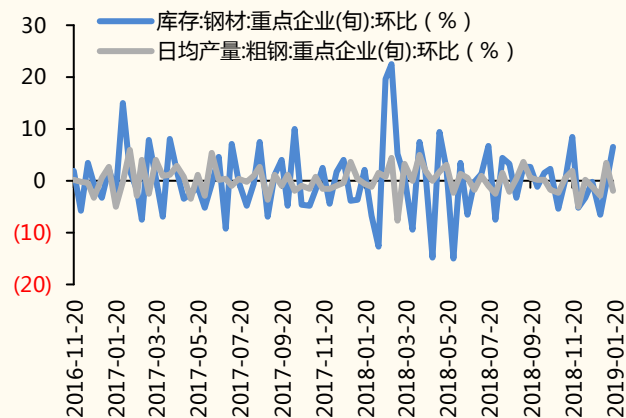
- 前一周高炉开工率上升，钢铁社会库存上升。具体来看，前一周高炉开工率上升0.4%，至65.8%。前一周钢铁库存上升至1118.0万吨。
- 1月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比跌幅扩大。具体来看，前一周六大发电集团日均煤耗下降25.8%，至50.7万吨。1月以来六大发电集团日均煤耗同比跌幅扩大（-7.0%，前值-2.0%）。

图表 5: 前一周高炉开工率上升, 钢铁社会库存上升



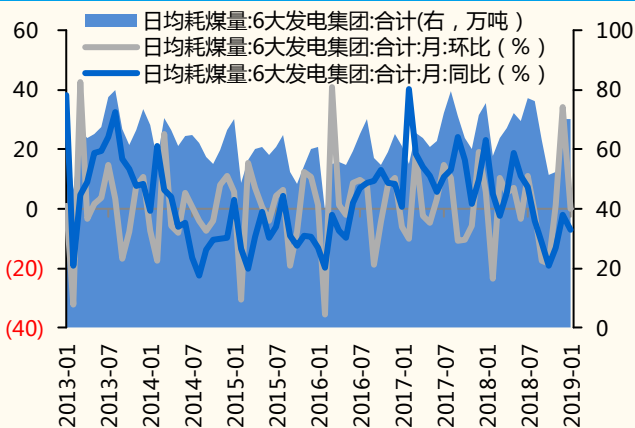
来源: 中国钢铁工业协会, 国金证券研究所

图表 6: 1月中旬重点钢铁企业生产下降, 库存下降



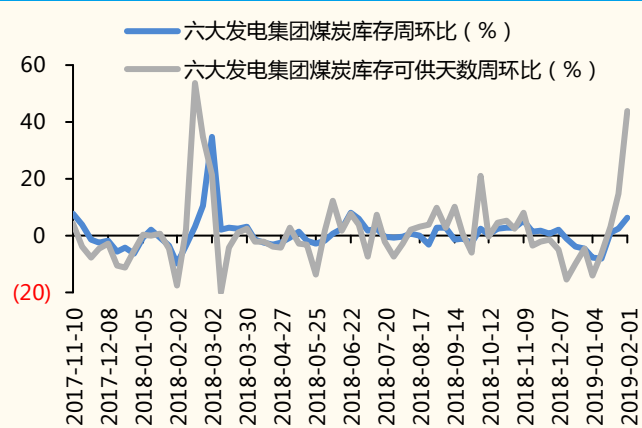
来源: 中国钢铁工业协会, 国金证券研究所

图表 7: 1月以来发电集团日均煤耗同比跌幅扩大



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

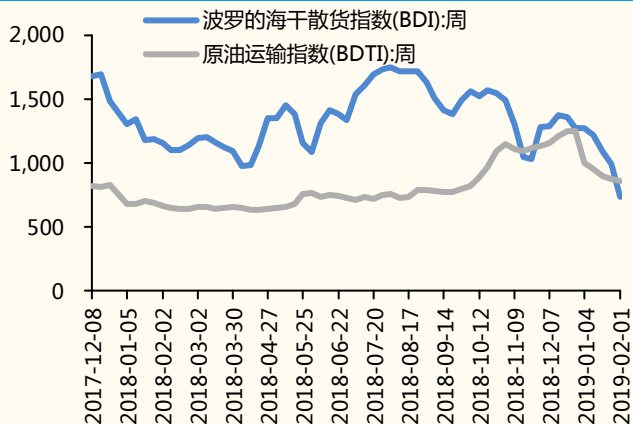
图表 8: 前一周发电集团煤炭库存上升



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

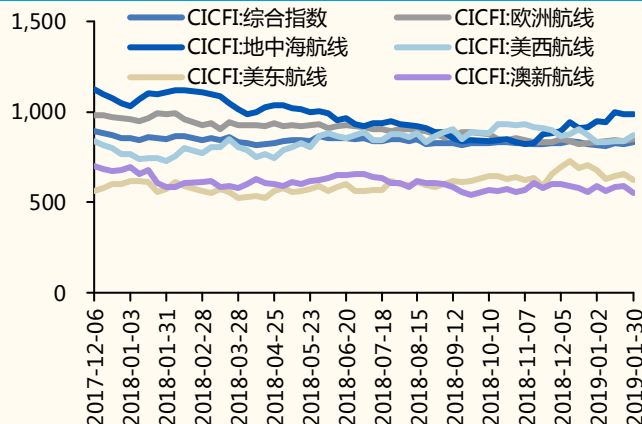
- 前一周 BDI 下降, BDTI 下降; 前一周 CICFI 上升, CCFI 上升。
- 前一周铁矿石日均疏港量上升 4.0%, 至 313.5 万吨, 港口库存下降。前一周焦炭港口库存下降 1.3%, 焦炭企业库存下降 9.4%。

图表 9: 前一周 BDI 下降, BDTI 下降



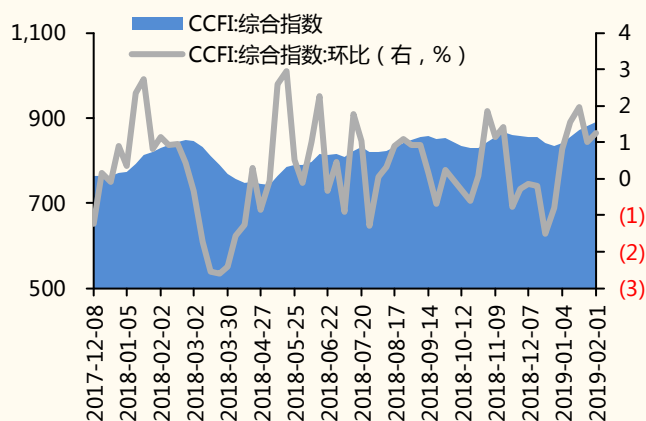
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 前一周 CICFI 上升



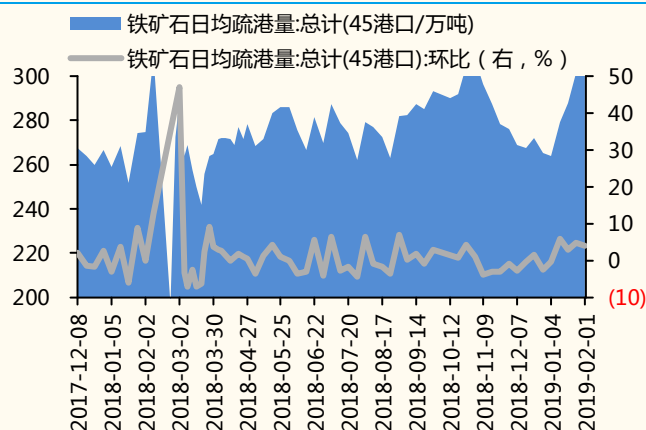
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 前一周 CCFI 上升



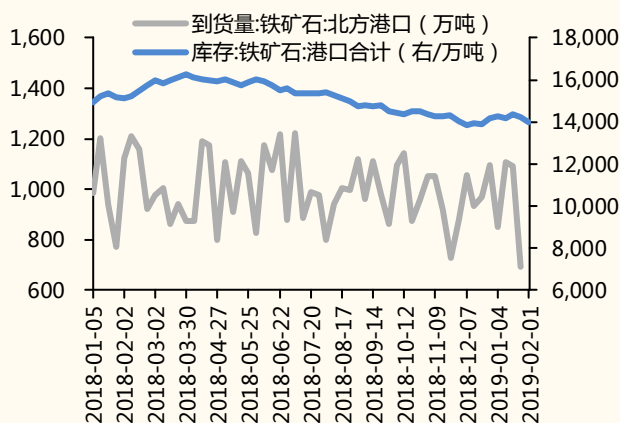
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 前一周铁矿石日均疏港量上升



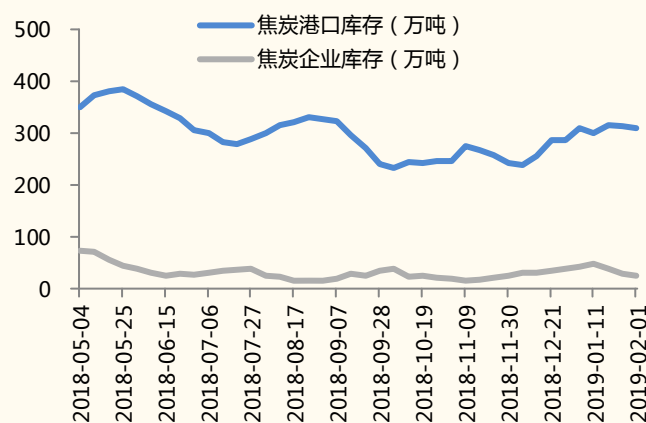
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 前一周铁矿石港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

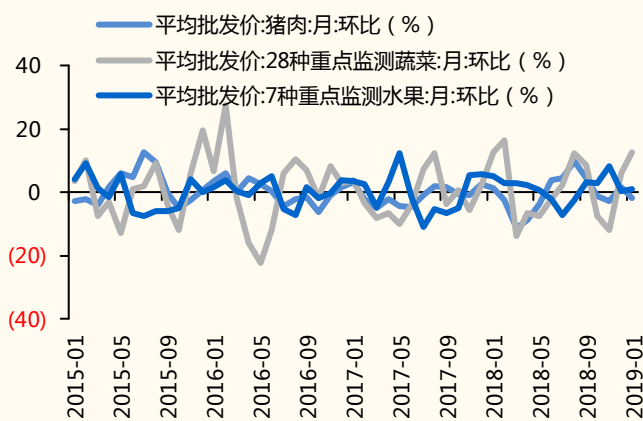
图表 14: 前一周焦炭企业库存下降、港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

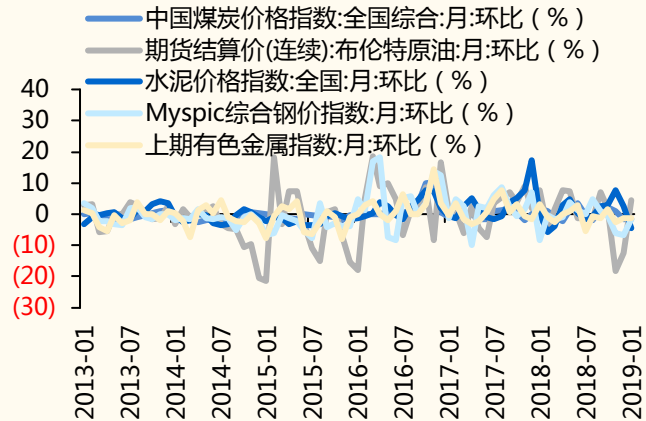
■ 1 月以来农产品价格涨跌互现, 工业品价格涨跌互现。农产品方面, 1 月以来猪肉价格均值由涨转跌 (-1.8%, 前值 1.7%), 蔬菜价格均值涨幅扩大 (12.6%, 前值 6.0%), 鲜果价格均值上升 (1.1%, 前值 0.4%); 工业品方面, 煤炭价格均值下降 (-1.7%, 前值-1.7%), 原油价格均值由跌转涨 (4.5%, 前值-12.6%), 水泥价格均值由涨转跌 (-4.4%, 前值 2.5%), 钢铁价格均值继续下跌 (-1.5%, 前值-6.7%), 有色价格均值继续下跌 (-1.2%, 前值-1.4%)。

图表 15: 1 月以来猪肉价格均值环比下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 16: 1 月以来水泥、钢铁价格均值环比下降

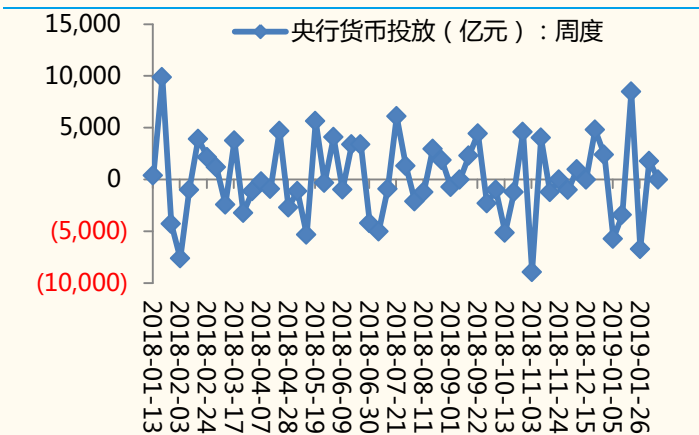


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率平稳，离岸人民币兑美元贬值，全球股市分化。

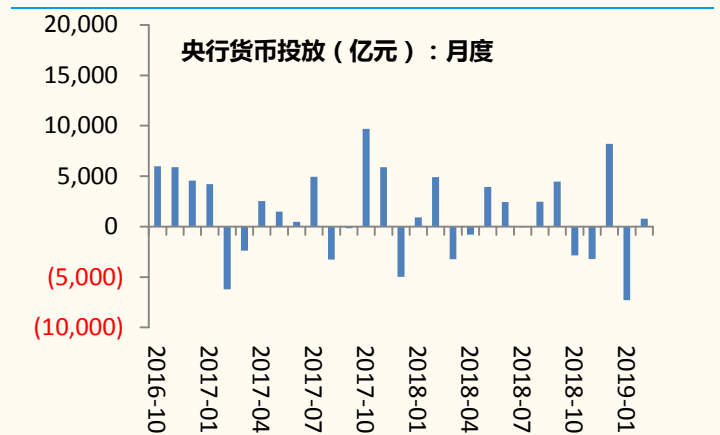
- 货币市场方面，上周央行无公开市场操作，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行无公开市场操作。资金价格持续下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下降 8bp，R007 下降 44bp；DR001 下降 4bp，DR007 下降 38bp。R001-DR001 下降 4bp，R007-DR007 下降 6bp，说明银行融出资金意愿上升，非银行金融机构融资成本下降。
- 债券市场方面，到期收益率平稳，期限利差整体小幅收窄，信用利差持平前置。具体来看，1Y 国债到期收益率持平前置，1Y 国开债到期收益率上行 1bp；10Y 国债到期收益率下行 1bp，10Y 国开债到期收益率上行 1bp；1YAAA 企业债、1YAA 企业债、10YAAA 企业债、10YAA 到期收益率均持平前置。
- 外汇市场方面，离岸人民币兑美元贬值，美元指数上行。上周，在岸人民币兑美元汇率不变，离岸人民币汇率贬值。美元指数上行，美元兑日元、欧元、英镑均升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市分化，黄金价格下跌，原油价格下跌。春节期间国内股市休市。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.2%，纳斯达克指数上涨 0.5%，德国 DAX 下跌 2.4%。国内商品市场休市。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 0.3%；ICE 布油价格下跌 1.5%，LME 铜上涨 1%。

图表 17：上周央行无公开市场操作



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：2月月以来央行净投放资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19: 02/04-02/08 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率:1天(R001)	2.01	(8)	(51)	(51)
银行间质押式回购加权利率:7天(R007)	2.32	(44)	(82)	(82)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.01	(4)	(46)	(46)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.32	(38)	(72)	(72)
R001-DR001(bp)	0	(4)	(5)	(5)
R007-DR007 (bp)	(0)	(6)	(10)	(10)
SHIBOR:隔夜	2.09	(1)	(47)	(47)
SHIBOR:1周	2.33	(39)	(57)	(57)
7日年化收益率:余额宝	2.69	0	7	7
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	4.36	(0)	(3)	(3)
票据直贴利率:6个月:长三角	4.22	0	0	0
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.87	0	72	72

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 02/04-02/08 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.35	2.35	2.35	(0)	(25)	(25)
中债国债到期收益率:10年	3.10	3.10	3.10	(1)	(13)	(13)
中债国开债到期收益率:1年	2.52	2.52	2.52	1	(23)	(23)
中债国开债到期收益率:10年	3.56	3.56	3.56	1	(8)	(8)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.19	3.19	3.19	0	(40)	(40)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.22	4.22	4.22	(0)	(11)	(11)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.66	3.66	3.66	0	(47)	(47)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.35	5.35	5.35	(0)	(7)	(7)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	75	75	75	(1)	12	12
中债国开债期限利差	104	104	104	0	14	14
中债企业债期限利差(AAA)	103	103	103	(0)	29	29
中债企业债期限利差率(AA)	169	169	169	(0)	40	40
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	84	84	84	0	(15)	(15)
中债企业债信用利差(AAA):10年	112	112	112	0	2	2
中债企业债信用利差(AA):1年	131	131	131	0	(22)	(22)
中债企业债信用利差(AA):10年	225	225	225	0	6	6
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	0.0%	0.4%	0.4%
CFETS 10年期国债期货	98	98	98	0.0%	0.2%	0.2%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 02/04-02/08 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	6.74	6.74	6.74	0.0%	-1.8%	-1.8%
美元兑离岸人民币	6.79	6.75	6.79	0.4%	-1.2%	-1.2%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	463	237	463	284	419	419
即期询价成交量: 美元兑人民币			0.0	-255.5	-360.6	-280.5
USDCNY: NDF 1年			6.80	0.5%	-1.4%	-1.4%
CFETS人民币汇率指数			94.29	0.0%	1.1%	1.1%
巨潮人民币实际有效汇率指数	121.62	121.62	121.62	0.0%	2.4%	2.4%
巨潮人民币名义有效汇率指数	115.66	115.66	115.66	0.0%	1.2%	1.2%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.72	7.72	7.72	0.0%	-1.8%	-1.8%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.19	6.19	6.19	0.0%	-0.4%	-0.4%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.83	8.83	8.83	0.0%	1.7%	1.7%
美元指数	96.70	95.58	96.64	1.1%	0.6%	0.6%
美元兑日元	110.17	109.50	109.75	0.2%	0.2%	0.2%
欧元兑美元	1.15	1.13	1.13	-1.2%	-1.3%	-1.3%
英镑兑美元	1.31	1.29	1.29	-1.0%	1.5%	1.5%

来源: 中国货币网, 美联储, ICAP, 深圳证券信息公司, 倚天财经, 国金证券研究所

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_14333



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>