

宏观点评

如何理解2月金融数据的有强有弱？

事件：2月新增人民币贷款9057亿元，市场预期11960亿元，前值33400亿元；新增社会融资规模8554亿元，预期18750亿元，前值50674亿元；M2同比8.8%，市场预期8.5%，前值8.4%；M1同比4.8%，前值0.0%。

预期之内的变化：居民贷款减少，企业贷款增加；疫情冲击下，信贷和社融整体偏弱。1) 2月居民贷款减少4133亿元，同比多减3427亿元，其中居民短贷同比多减1572亿元，居民中长贷同比少增1855亿元。居民贷款减少基本符合市场预期，即疫情抑制了居民消费，短贷减少；2月房地产销售同比大幅下滑拖累了居民中长贷（2月商品房成交面积同比下降69.36%）。2) 企业贷款增加11300亿元，同比多增2959亿元。疫情冲击之下央行鼓励加大疫情防控的信贷投放，企业贷款多增也在预期之内。3) 2月属于疫情集中爆发期，受交通管制和延迟复工、开工等影响，企业融资需求下降，银行开展尽调也受阻，拖累了信贷和社融整体增量。

数据走弱的表与里：融资减少是“休克疗法”的必然结果，但从有效工作日看，实际信用环境可能并非很差。2019年2月受春节影响，实际工作日为17天（不包含节假日）；2020年2月受复工延迟影响，各行业加权平均复工率大概在48%左右，意味着实际工作日是 $20 \times 48\% = 10$ 天。从调整后的日均贷款来看，今年2月平均增长了74%；日均社融平均增长50%。此外，1-2月合并数据的新增信贷同比多增1299亿元、社融同比多增2772亿元。同时，2月信贷同比仅较前值下滑0.1个百分点至12.1%，社融同比持平前值的10.7%，仍处于高位。当然，这里面有疫情之下的逆周期调节作用，也指向去年下半年以来我们持续强调的信用环境改善仍在继续。

2月数据有何超预期？结构又是如何分化的？

1、企业融资期限结构发生分化。1) 2月企业短贷同比大幅多增5069亿元，应是主要与疫情下央行加大了信贷支持有关。中小企业贷款以短贷为主，近期多部门发文延长困难中小微企业还本付息日期至6月30日；对受疫情影响较大的零售、餐饮、物流、文旅等行业，以及有困难的小微企业，可展期或续贷；此外截至2月26日，银行抗击疫情信贷支持已近1万亿元。2) 企业中长贷同比少增970亿元，应是与疫情冲击实体经济需求，降低银行风险偏好有关。此外，尽管央行2月1日也提出要增加制造业中长期贷款投放。但是由于疫情最先冲击的是小微企业，小微企业又以短贷为主，所以政策意志的体现首先在短贷，中长贷的企稳仍需后续政策的持续发力。3) 表外融资减少与2月企业融资需求下滑、项目尽调开展不便有关；其中表外票据同比减少可能是因为贴现率下降，加速了票据承兑。

2、政府债券低估主因统计时滞。2月社融中政府债券同比少增2523亿元，低于市场预期。主要原因是社融中政府债券指托管机构的托管面值，而非发行值。一般从发行、上市到托管存在一定时滞，2月底发行但尚未计入托管的金额将在3月体现。

3、M1、M2为何反弹？一是因为2019年同期基数较低；二是因为春节过后现金回流企业；三是体现了“贷款创造存款”原理，即企业贷款同比多增对应企业存款的增加。分项看，居民存款同比减少可能与疫情降低居民收入有关；企业存款多增主因现金和部分居民存款春节后回流；非银存款尽管同比少增，但绝对金额仍高，可能与居民资金投入股市有关；财政存款环比下滑有季节性因素，同比少增体现了逆周期调节加码，并为M2回升释放了空间。

往后看：1) 随着企业陆续复工、交通限制的取消，3月信贷、社融有望回升，Q1信贷社融整体仍延续高增，全年M2和社融存量同比可能持平或略高于2019年。2) 投向上加大对重点领域复工复产、新老基建、制造业、居民消费等支持力度，也将继续对受疫情影响较大的地区和行业实施定向降息、扩大信贷、再贷款再贴现等措施。3) 稳增长和降成本仍是硬要求，3月有望再降准“降息”（3月11日国常会要求抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度）。

风险提示：政策执行力度不及预期，企业融资需求下降超预期。

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 刘新宇

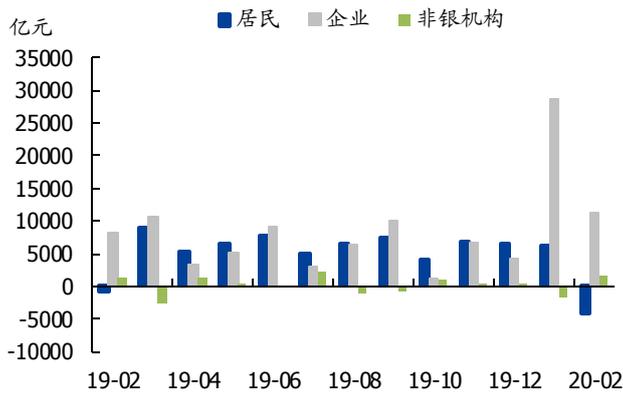
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《稳增长的手段与方向已定—17万人大会解读》2020-02-24
- 2、《5万亿社融，都去哪了？》2020-02-20
- 3、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2020-02-20
- 4、《“降息”空间还有多大？存款利率呢？》2020-02-17
- 5、《疫情下通胀怎么走？——兼评1月物价》2020-02-10
- 6、《全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02
- 7、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2019-11-16

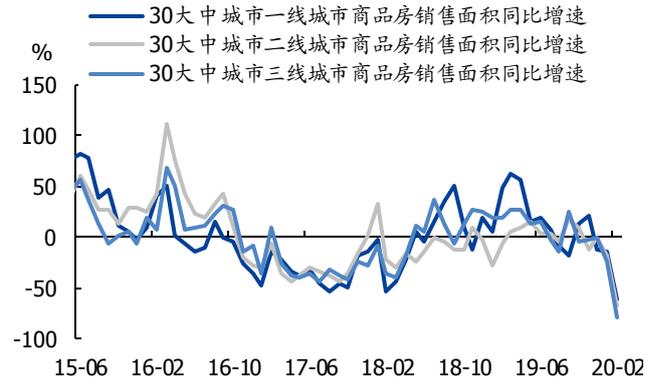


图表 1: 居民贷款和企业贷款发生分化



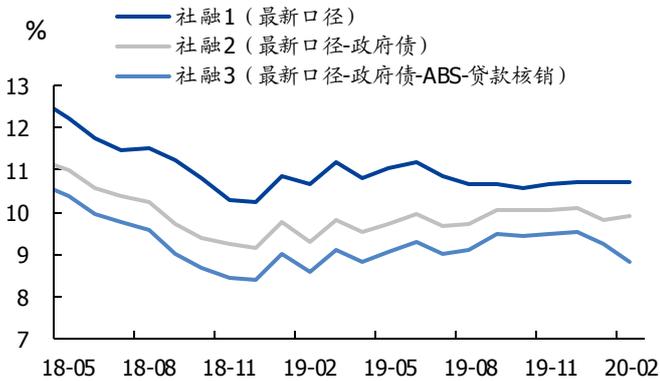
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2月商品房销售大幅下滑



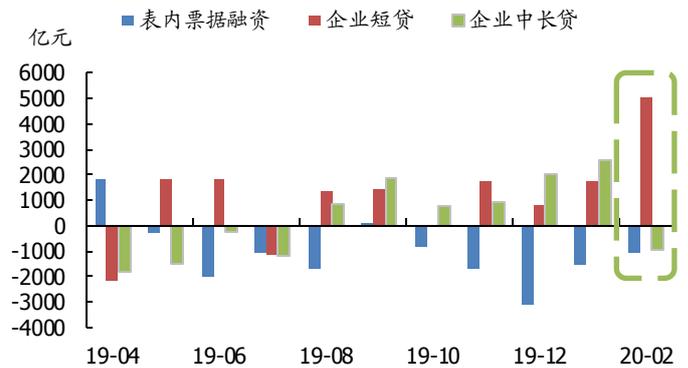
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 社融存量增速维持平稳



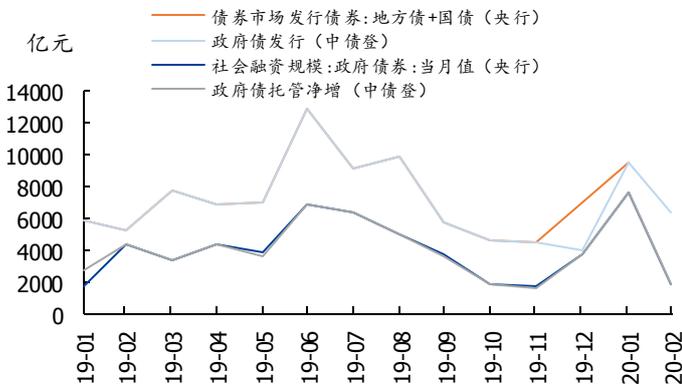
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 企业融资结构发生分化, 企业短贷同比大幅多增



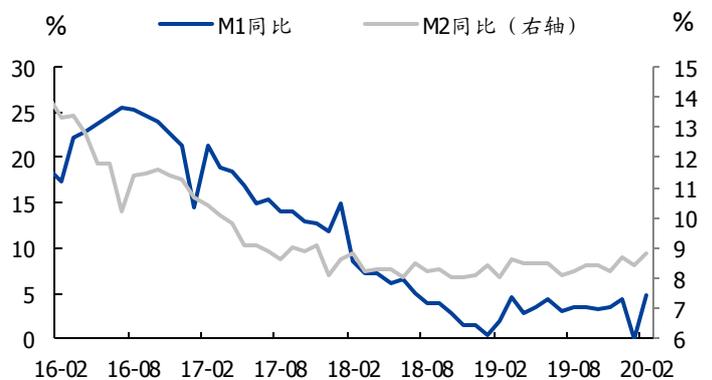
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据为信贷新增量的同比多增量

图表 5: 社融政府债券与政府债托管净增相等



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: M1、M2 同比双双改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_6602

