

2020 年 02 月 20 日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jinyi01@ghzq.com.cn
证券分析师: 张赢 S0350519070001
021-60338169 zhangy18@ghzq.com.cn

当经济的韧性遭遇疫情的考验

—— 1 月金融数据点评

投资要点:

相关报告

《1 月 CPI、PPI 数据点评: 1 月价格数据中的“三个因素”》——2020-02-10
《“新冠”肺炎疫情点评: “新冠”疫情对民营经济的影响研判及政策建议》——2020-02-08
《“新冠”肺炎疫情下市场策略点评: 从“非典”到“新冠”, 资本市场将如何演绎?》——2020-02-05
《2020 年 1 月 PMI 数据点评: 开局微落, 关注疫情控制进展》——2020-01-31
《2019 年 12 月经济数据点评: 谨慎乐观地看待经济数据转好》——2020-01-17

■ **事件** 央行公布 2020 年 1 月金融数据: 1) 新增人民币贷款 33400 亿元, 预期 28211 亿元, 前值 11400 亿元。2) 新增社会融资规模 50700 亿元, 预期 42863 亿元, 前值 21030 亿元。3) M2 同比 8.4%, 预期 8.6%, 前值 8.7%; M1 同比 0%, 前值 4.4%。

■ **企业信贷仍在好转, 疫情冲击尚未体现** 1 月份新增人民币贷款 3.34 万亿元, 同比多增 1109 亿元, 仍高于预期值, 主要受益于企业贷款和非银金融机构贷款同比大幅增加。当然, 由于“新冠”疫情临近春节假期才开始发酵, 对 1 月份金融数据影响有限, 所以 1 月份金融数据不能体现出疫情对经济与信贷的冲击。

具体来看, 企业贷款增加 2.86 万亿元, 同比多增 2,800 亿元。其中, 企业短期贷款增加 7,699 亿元, 同比多增 1,780 亿元; 企业中长期贷款增加 16,600 亿元, 同比多增 2,600 亿元; 企业票据融资增加 3,596 亿元, 同比少增 1,564 亿元。从中可以看出, 一方面, 企业中长期贷款新增要好于短期贷款和企业票据融资, 1 月份的企业贷款结构仍在优化; 另一方面, 在春节前置的情况下, 企业贷款同比保持较高正增长, 与商业银行开展基建贷款、政府隐性债务置换贷款以及 LPR 改革下银行提前放贷有关。

1 月份, 居民贷款增加 6341 亿元, 同比少增 3,558 亿元, 与春节假期错位密切相关。其中, 居民短期贷款减少 1,149 亿元, 同比多减 4,079 亿元; 居民中长期贷款增加 7,491 亿元, 同比多增 522 亿元, 这侧面反映出 1 月份居民房贷需求仍然不低。

■ **地方财政提前发力, 推高社融规模** 1 月份新增社融 5.07 万亿元, 同比多增 3883 亿元, 主要受政府债券净融资同比大增推动。政府债券净融资增加 7613 亿元, 同比多增 5913 亿元。这与 1 月份各地方政府专项债的提前发放有关。社融口径下, 新增信贷 35,413 亿元, 同比少增 599 亿元, 因不包含非银金融机构贷款变动, 所以与上述口径下信贷同比多增表现相不同。

表外非标融资增加 1,809 亿元, 同比少增 1,623 亿元。具体来看, 委托贷款减少 26 亿元, 同比少减 673 亿元; 信托贷款增加 432 亿

元，同比多增 87 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1403 亿元，同比少增 2384 亿元，主要因去年同期基数较高所致。

直接融资方面，企业债券融资增加 3865 亿元，同比少增 964 亿元；企业股票融资增加 609 亿元，同比多增 320 亿元，从 2019 年下半年开始企业股权融资规模处于持续回暖状态。

- **春节错位影响货币总量，未来社融如何变化？** 1 月末，M2 同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平；M1 同比增长 0%，分别比上月末和上年同期低 4.4 个和 0.4 个百分点；而 M0 同比增长 6.6%。住户存款增加 4.24 万亿元，同比多增 3,800 亿元；而企业存款减少 1.61 万亿元，同比多减 1.22 万亿元。这一变动背后主要还是受春节错位影响，居民手持现金同比大幅增加，企业存款大幅下降，货币派生受到一定影响，进而使得 M0 回升，而 M1、M2 增长回落。

整体来看，本次金融数据表现不弱的背后是银行开展地方隐性债务置换贷款、LPR 改革下银行提前放贷、地方专项债提前发放等因素推动，疫情的影响并未体现。这与我们前期认为“金融数据改善具备持续性以及经济具有韧性”的观点相一致。然而，在疫情发生后，2 月份各路交通受阻，企业复工与生产均受到影响。再加上，疫情救助下各地方财政压力加大，对基建发力形成一定拖累。因此，疫情影响下，原有的社融数据回暖的逻辑与节奏被打乱，后续社融数据难免会出现一定的回落，具体仍然需要持续关注疫情的变化，以及货币政策的实施情况。

- **风险提示** 1) 经济下行超预期；2) 疫情冲击超预期。

1、事件

央行公布 2020 年 1 月金融数据：1) 新增人民币贷款 33400 亿元，预期 28211 亿元，前值 11400 亿元。2) 新增社会融资规模 50700 亿元，预期 42863 亿元，前值 21030 亿元。3) M2 同比 8.4%，预期 8.6%，前值 8.7%；M1 同比 0%，前值 4.4%。

2、点评

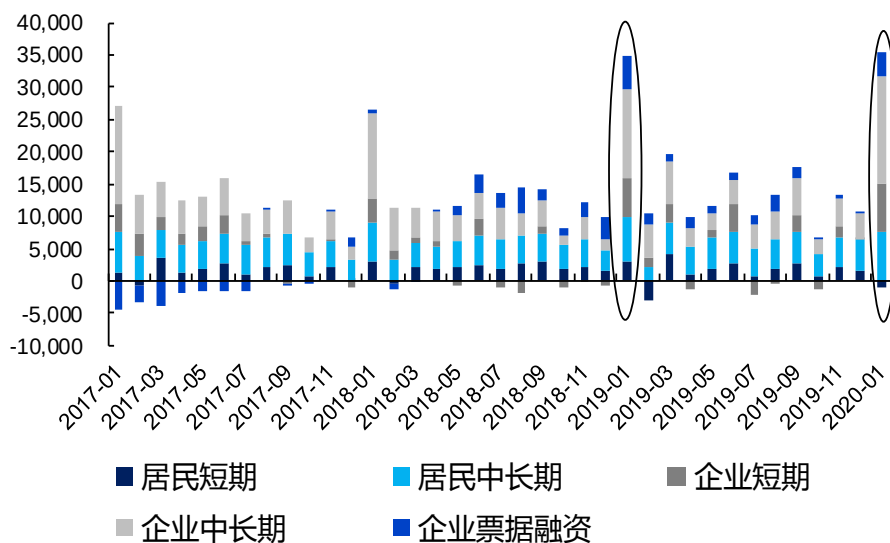
2.1、企业信贷仍在好转，疫情冲击尚未体现

1 月份新增人民币贷款 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元，仍高于预期值，主要受益于企业贷款和非银金融机构贷款同比大幅增加。当然，由于“新冠”疫情临近春节假期才开始发酵，对 1 月份金融数据影响有限，所以 1 月份金融数据不能体现出疫情对经济与信贷的冲击。

具体来看，企业贷款增加 2.86 万亿元，同比多增 2,800 亿元。其中，企业短期贷款增加 7,699 亿元，同比多增 1,780 亿元；企业中长期贷款增加 16,600 亿元，同比多增 2,600 亿元；企业票据融资增加 3,596 亿元，同比少增 1,564 亿元。从中可以看出，一方面，企业中长期贷款新增要好于短期贷款和企业票据融资，1 月份的企业贷款结构仍在优化；另一方面，在春节前置的情况下，企业贷款同比保持较高正增长，与商业银行开展基建贷款、政府隐性债务置换贷款以及 LPR 改革下银行提前放贷有关。

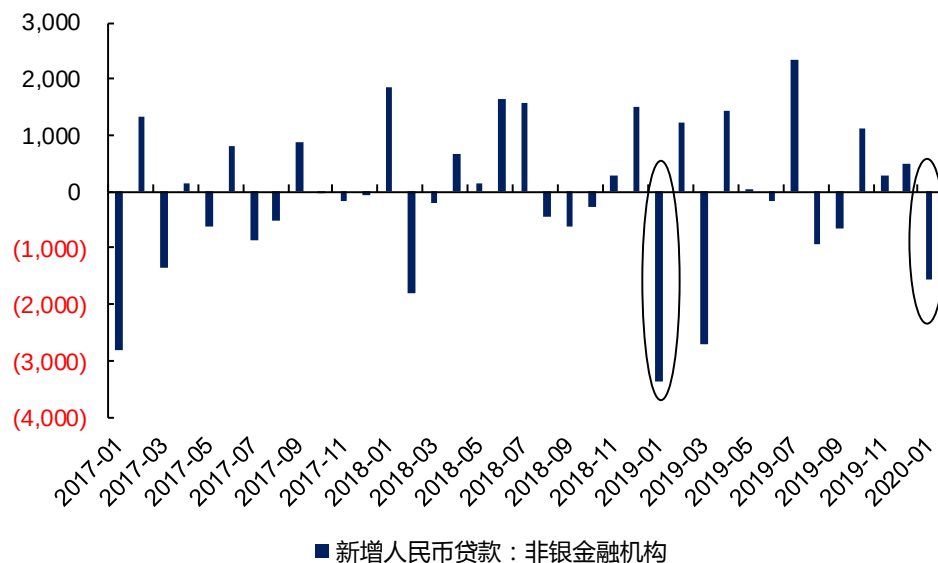
1 月份，居民贷款增加 6341 亿元，同比少增 3,558 亿元，与春节假期错位密切相关。其中，居民短期贷款减少 1,149 亿元，同比多减 4,079 亿元；居民中长期贷款增加 7,491 亿元，同比多增 522 亿元，这侧面反映出 1 月份居民房贷需求仍然不低。

图 1: 居民和非金融企业新增信贷各分项数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2: 非银金融机构新增信贷数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

2.2、地方财政提前发力，推高社融规模

1 月份新增社融 5.07 万亿元，同比多增 3883 亿元，主要受政府债券净融资同比大增推动。政府债券净融资增加 7613 亿元，同比多增 5913 亿元。这与 1 月份各地方政府专项债的提前发放有关。社融口径下，新增信贷 35,413 亿元，同比少增 599 亿元，因不包含非银金融机构贷款变动，所以与上述口径下信贷同

比多增表现相不同。

表外非标融资增加 1,809 亿元，同比少增 1,623 亿元。具体来看，委托贷款减少 26 亿元，同比少减 673 亿元；信托贷款增加 432 亿元，同比多增 87 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1403 亿元，同比少增 2384 亿元，主要因去年同期基数较高所致。

直接融资方面，企业债券融资增加 3865 亿元，同比少增 964 亿元；企业股票融资增加 609 亿元，同比多增 320 亿元，从 2019 年下半年开始企业股权融资规模处于持续回暖状态。

图 3：新增社融规模各分项数据（亿元）

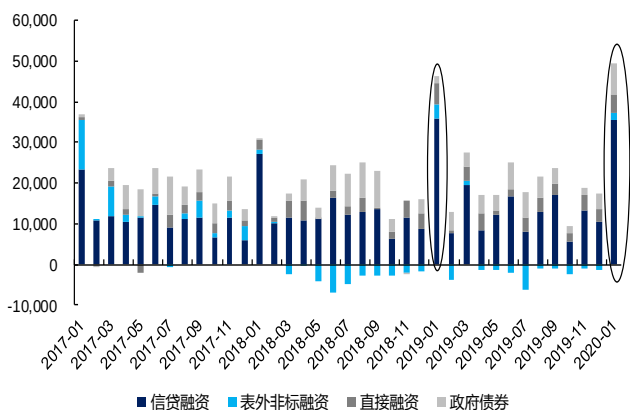
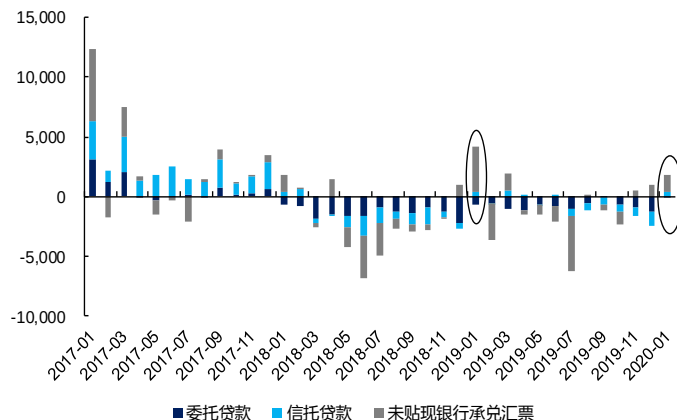


图 4：表外非标融资细分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

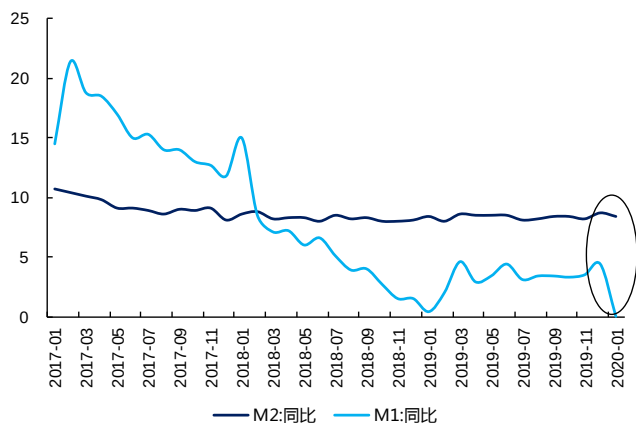
2.3、春节错位影响货币总量，未来社融如何变化？

1 月末，M2 同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平；M1 同比增长 0%，分别比上月末和上年同期低 4.4 个和 0.4 个百分点；而 M0 同比增长 6.6%。住户存款增加 4.24 万亿元，同比多增 3,800 亿元；而企业存款减少 1.61 万亿元，同比多减 1.22 万亿元。这一变动背后主要还是受春节错位影响，居民手持现金同比大幅增加，企业存款大幅下降，货币派生受到一定影响，进而使得 M0 回升，而 M1、M2 增长回落。

整体来看，本次金融数据表现不弱的背后是银行开展地方隐性债务置换贷款、LPR 改革下银行提前放贷、地方专项债提前发放等因素推动，疫情的影响并未体现。这与我们前期认为“金融数据改善具备持续性以及经济具有韧性”的观点相一致。然而，在疫情发生后，2 月份各路交通受阻，企业复工与生产均受到影响。再加上，疫情救助下各地方财政压力加大，对基建发力形成一定拖累。因

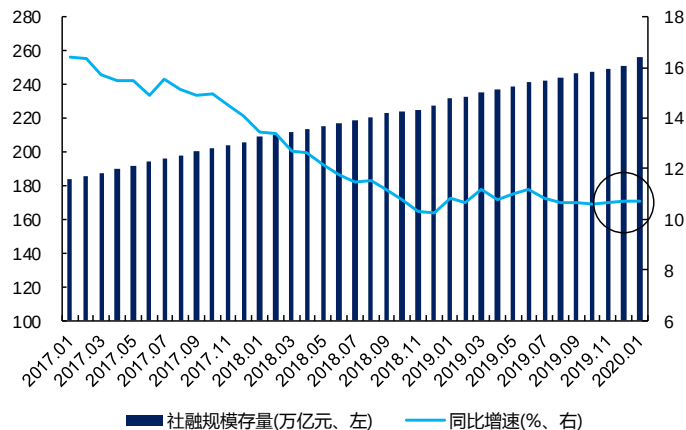
此，疫情影响下，原有的社融数据回暖的逻辑与节奏被打乱，后续社融数据难免会出现一定的回落，具体仍然需要持续关注疫情的变化，以及货币政策的实施情况。

图 5: M1 与 M2 同比增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 6: 社融存量规模及同比增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

3、风险提示

- 1) 经济下行超预期;
- 2) 疫情冲击超预期。

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_7131

