

银行业

增速反弹超预期，后续关注持续性

——2019年1月金融数据跟踪

2019年2月15日，央行公布1月金融数据。2019年1月底，社会融资规模存量205.08万亿元，同比增长10.4%，增速较上月末上升0.62个百分点。1月末，M2同比增长8.4%，增速较上月末上升0.3个百分点；M1同比增长0.4%，增速较上月末下降1.1个百分点。我们点评如下：

一、社融增速明显好于预期，非标及未贴现票据是主要超预期因素

整体来看，2019年1月当月社融增量4.64万亿元，其中新增人民币贷款3.57万亿，均创历史单月新增最高。一般来说，1月份是信贷和社融的季节性高点，在资产荒预期下，信贷的超季节性在预期之内，这从票据融资仍是主要边际增量中可以看出。**超预期的地方在于非标及未贴现票据：**

1、新增信托贷款由负转正。信托贷款渠道的非标畅通程度在增加，虽然这一趋势在去年底已有迹象，新增转正仍略超预期。

2、委托贷款萎缩大幅减少。目前，委托贷款存量余额仍在高位，资金来源受限，萎缩幅度大幅减少超出我们预期。可能原因有二：

- 1) 去年1月份委托贷款已经开始萎缩，从而形成今年到期压力下降；
- 2) 贷款和企业债融资大幅增加，大型集团企业融资好转，通过集团内委托贷款向集团内企业分配资金的活动增加，从而降低委托贷款萎缩压力。

3、新增未贴现银行承兑汇票大幅增加。经济下行期，未贴现票据和票据融资同时大增超出我们预期。可能的原因在于票据融资利率大幅下降，电票系统的便利度提升，导致银行与企业及企业间对票据接受程度都大幅提升。

二、关于M0、M1、M2增速差

- 1、今年春节较去年提前，取现效应形成了M0的高增长，这属于季节性。
- 2、M2增速的回升源自信贷高增长叠加财政存款少增，也属于正常现象。
- 3、市场关注点在于M2增速回升后，M1增速继续大幅下探，企业部门流动性仍然紧张。可能原因有三：

- 1) 春节在2月初，奖金、工资发放提前，从而形成单位活期存款向居民存款转移，居民新增存款较去年大幅多增（详见报告附图），降低M0增速。
- 2) 1月份地产销售欠佳，居民存款向企业活期存款迁徙减少。
- 3) 票据融资高企有部分企业套利因素，信贷派生的企业活期存款向结构性存款迁徙，导致信贷派生了M2而未派生M1，导致两者增速差扩大。

三、投资建议：金融数据超预期，但目前的反弹力度也超出我们前期预期，我们认为后续板块逐渐从单边反弹走向震荡上行。

风险提示：1、社融反弹背后有银行抢跑效应，超预期拐点提前到达对后续信用供给是形成透支，还是惯性持续有待观察。2、近期部分发债市场风险仍在暴露，其传染性及对金融体系的风险偏好的影响值得关注。3、票据融资高增的另一面是信用供给的久期下滑，实体融资的敏感度和脆弱性提升。

行业评级

买入

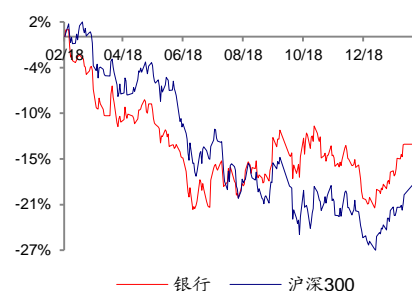
前次评级

买入

报告日期

2019-02-16

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

银行业最新观点及一周回顾 2019-02-11

20190211:单边反弹阶段结束，进入震荡上行格局

社融好于预期，反弹行情延续 2019-01-16

续—2018年12月金融数据点评

联系人：

王先爽 021-60750604

wangxianshuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
				2019/2/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
农业银行	601288.SH	买入	人民币	3.65	4.04	0.62	0.66	5.89	5.56	0.79	0.72	14.19	13.57
中国银行	601988.SH	买入	人民币	3.65	3.98	0.59	0.62	6.15	5.87	0.70	0.64	11.93	11.41
招商银行	600036.SH	买入	人民币	29.15	31.37	3.18	3.61	9.17	8.08	1.45	1.28	16.85	16.87
平安银行	000001.SZ	买入	人民币	10.95	12.10	1.39	1.46	7.87	7.52	0.84	0.76	11.20	10.59
上海银行	601229.SH	买入	人民币	11.40	12.30	1.72	2.09	6.63	5.44	0.86	0.76	13.79	14.75
宁波银行	002142.SZ	买入	人民币	17.61	19.11	2.20	2.63	8.02	6.70	1.50	1.26	20.24	20.44
杭州银行	600926.SH	买入	人民币	7.85	8.39	1.07	1.28	7.33	6.15	0.84	0.76	12.27	12.98
常熟银行	601128.SH	买入	人民币	6.73	7.05	0.71	0.86	9.48	7.87	1.28	1.14	14.24	15.30
农业银行	601288.SH	买入	人民币	3.65	4.04	0.62	0.66	5.89	5.56	0.79	0.72	14.19	13.57

数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

图表索引

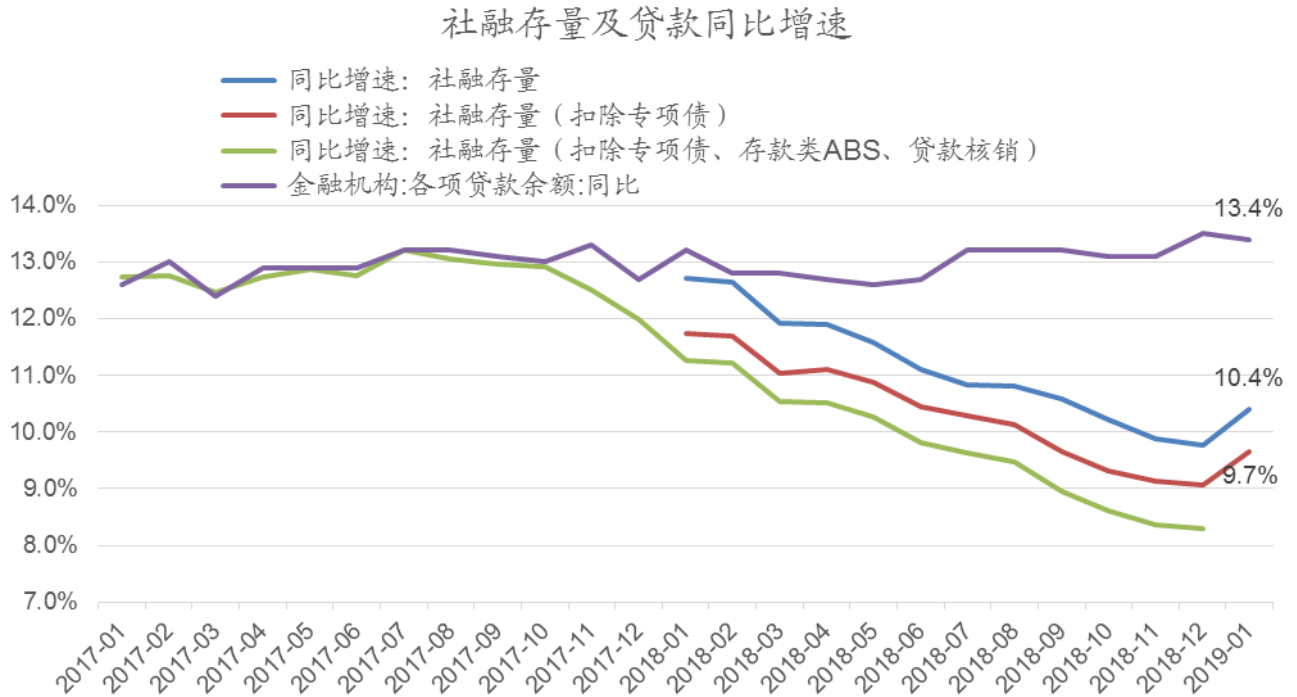
图 1:社融存量及贷款同比增速 (单位:%)	5
图 2:M1、M2 增速及剪刀差 (单位:%)	5
图 3:历年 1 月份新增社融结构 (单位:亿元)	6
图 4:历年 1 月份新增社融结构占比 (单位:%, 分项数据/社融总增量)	6
图 5:历年 1 月份新增贷款结构 (单位:亿元)	7
图 6:历年 1 月份新增贷款结构占比 (单位:%, 贷款分项/当月贷款总增量)	7
图 7:历年 1 月份新增存款结构 (单位:亿元)	8
图 8:历年 1 月份新增存款结构占比 (单位:%, 新增存款分项/总新增存款)	8
图 9:月度分布:社会融资规模:当月值 (单位:亿元)	9
图 10:月度分布:社会融资规模:新增人民币贷款 (单位:亿元)	9
图 11:月度分布:社会融资规模:新增外币贷款 (单位:亿元)	10
图 12:月度分布:社会融资规模:新增委托贷款 (单位:亿元)	10
图 13:月度分布:社会融资规模:新增信托贷款 (单位:亿元)	11
图 14:月度分布:社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票 (单位:亿元)	11
图 15:月度分布:社会融资规模:企业债券融资 (单位:亿元)	12
图 16:月度分布:社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值 (单位:亿元)	12
图 17:月度分布:社会融资规模:地方政府专项债:月度分布 (单位:亿元)	13
图 18:月度分布:M0:当月增加值 (单位:亿元)	13
图 19:月度分布:M1:当月增加值 (单位:亿元)	14
图 20:月度分布:M2:当月增加值 (单位:亿元)	14
图 21:月度分布:金融机构:新增人民币贷款:当月值 (单位:亿元)	15
图 22:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值 (单位:亿元)	15
图 23:月度分布:新增人民币贷款:票据融资:当月值 (单位:亿元)	16
图 24:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值 (单位:亿元)	16
图 25:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值 (单位:亿元)	17
图 26:月度分布:新增人民币贷款:居民户:当月值 (单位:亿元)	17
图 27:月度分布:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值 (单位:亿元)	18
图 28:月度分布:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值 (单位:亿元)	18
图 29:月度分布:新增人民币贷款:非银行业金融机构:当月值 (单位:亿元)	19
图 30:月度分布:金融机构:新增人民币存款 (单位:亿元)	19
图 31:月度分布:新增人民币存款:居民户:当月值 (单位:亿元)	20
图 32:月度分布:新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值 (单位:亿元)	20
图 33:月度分布:新增人民币存款:财政存款 (单位:亿元)	21
图 34:月度分布:新增人民币存款:非银行业金融机构 (单位:亿元)	21
图 35:月度分布:单位活期存款:当月增加值 (单位:亿元)	22
表 1:金融数据一览表	4

表 1:金融数据一览表

指标名称	单位	2019/1/31	2018/12/31	2018/1/31	环比变化	同比变化
M0	亿元	87500	73208	74636	14292	12864
M0:同比	%	17.20	3.60	(13.80)	13.60	31.00
M1	亿元	545600	551686	543247	(6086)	2353
M1:同比	%	0.40	1.50	15.00	(1.10)	(14.60)
M2	亿元	1865900	1826744	1720814	39156	145086
M2:同比	%	8.40	8.10	8.60	0.30	(0.20)
社会融资规模存量	万亿元	205.08	200.75	185.77	4.33	19.31
社会融资规模存量:同比	%	10.40	9.78	12.71	0.62	(2.31)
社会融资规模:当月值	亿元	46400	15898	30793	30502	15607
社会融资规模:新增人民币贷款:当月值	亿元	35700	9281	26850	26419	8850
社会融资规模:新增外币贷款:当月值	亿元	343	(702)	266	1045	77
社会融资规模:新增委托贷款:当月值	亿元	(699)	(2210)	(714)	1511	15
社会融资规模:新增信托贷款:当月值	亿元	345	(509)	455	854	(110)
社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票:当月值	亿元	3786	1023	1437	2763	2349
社会融资规模:企业债券融资:当月值	亿元	4990	3757	1222	1233	3768
社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值	亿元	293	130	500	163	(207)
社会融资规模:地方政府专项债券:当月值	亿元	1088	362	0	726	1088
金融机构:各项贷款余额	亿元	1395300	1362967	1230255	32333	165045
金融机构:各项贷款余额:同比	%	13.40	13.50	13.20	(0.10)	0.20
金融机构:新增人民币贷款:当月值	亿元	32300	10800	29000	21500	3300
金融机构:新增人民币贷款:短期贷款及票据融资:当月值	亿元	14009	4129	7203	9880	6806
金融机构:新增人民币贷款:票据融资:当月值	亿元	5160	3395	347	1765	4813
金融机构:新增人民币贷款:中长期:当月值	亿元	20969	5055	19210	15914	1759
金融机构:新增人民币贷款:居民户:当月值	亿元	9898	4504	9016	5394	882
金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值	亿元	2930	1524	3106	1406	(176)
金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值	亿元	6969	3079	5910	3890	1059
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值	亿元	25800	4733	17800	21067	8000
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值	亿元	5919	(790)	3750	6709	2169
金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值	亿元	14000	1976	13300	12024	700
金融机构:新增人民币贷款:非银行业金融机构	亿元	(3386)	1518	1862	(4904)	(5248)
金融机构:各项存款余额	亿元	1807900	1775226	1679728	32674	128172
金融机构:各项存款余额:同比	%	7.60	8.20	10.50	(0.60)	(2.90)
金融机构:新增人民币存款:当月值	亿元	32700	916	38600	31784	(5900)
金融机构:新增人民币存款:居民户:当月值	亿元	38600	11541	8676	27059	29924
金融机构:新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值	亿元	(3911)	14244	221	(18155)	(4132)
金融机构:新增人民币存款:财政存款:当月值	亿元	5337	(10372)	9809	15709	(4472)
金融机构:新增人民币存款:非银行业金融机构	亿元	(5079)	(7821)	15900	2742	(20979)

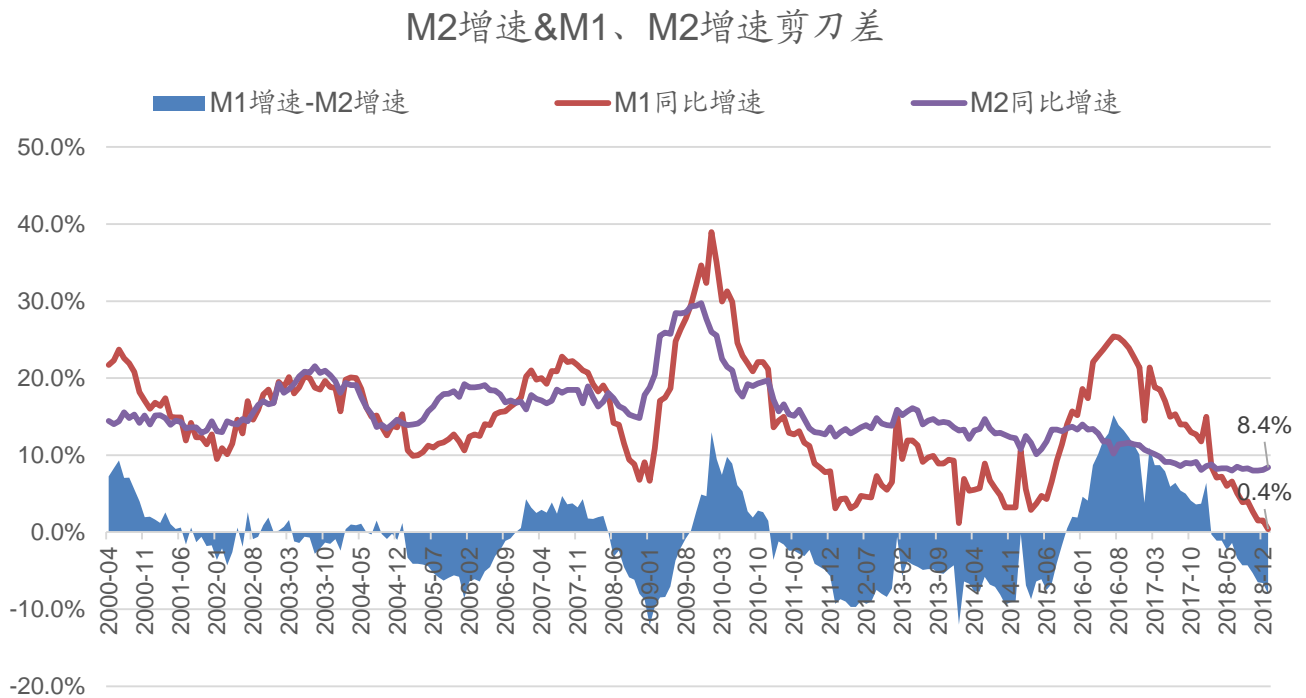
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图1:社融存量及贷款同比增速 (单位:%)



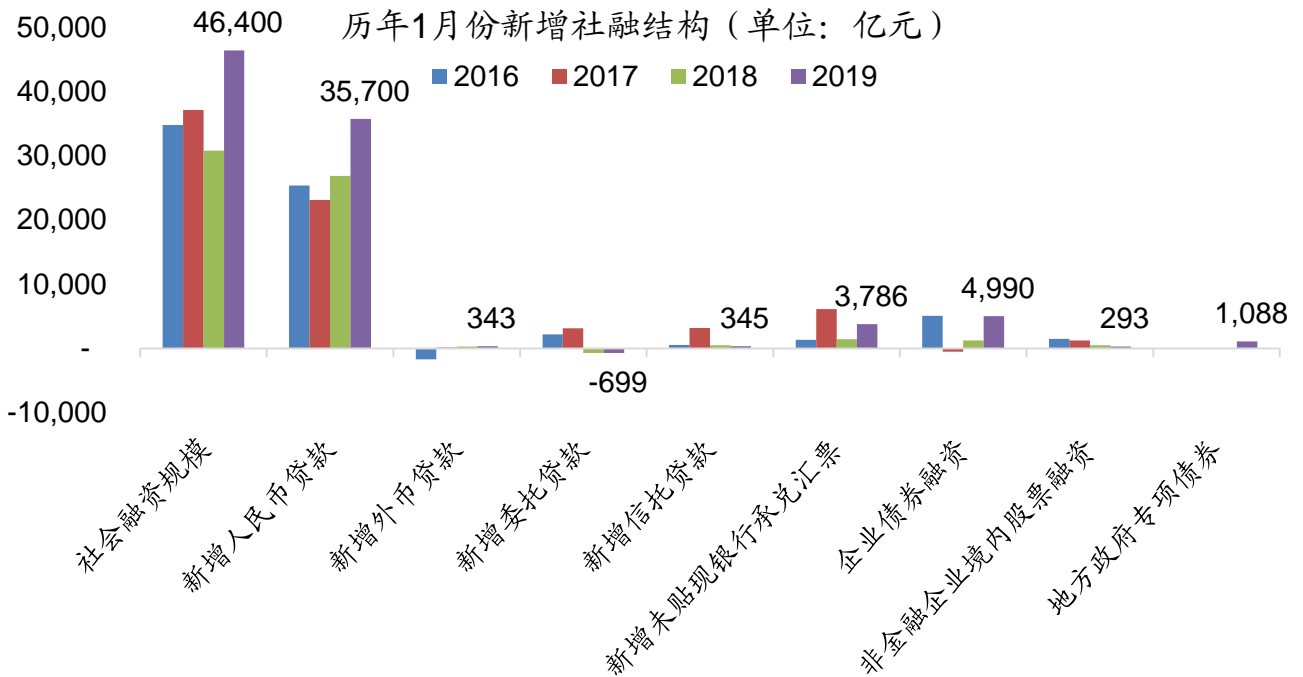
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图2:M1、M2增速及剪刀差 (单位:%)



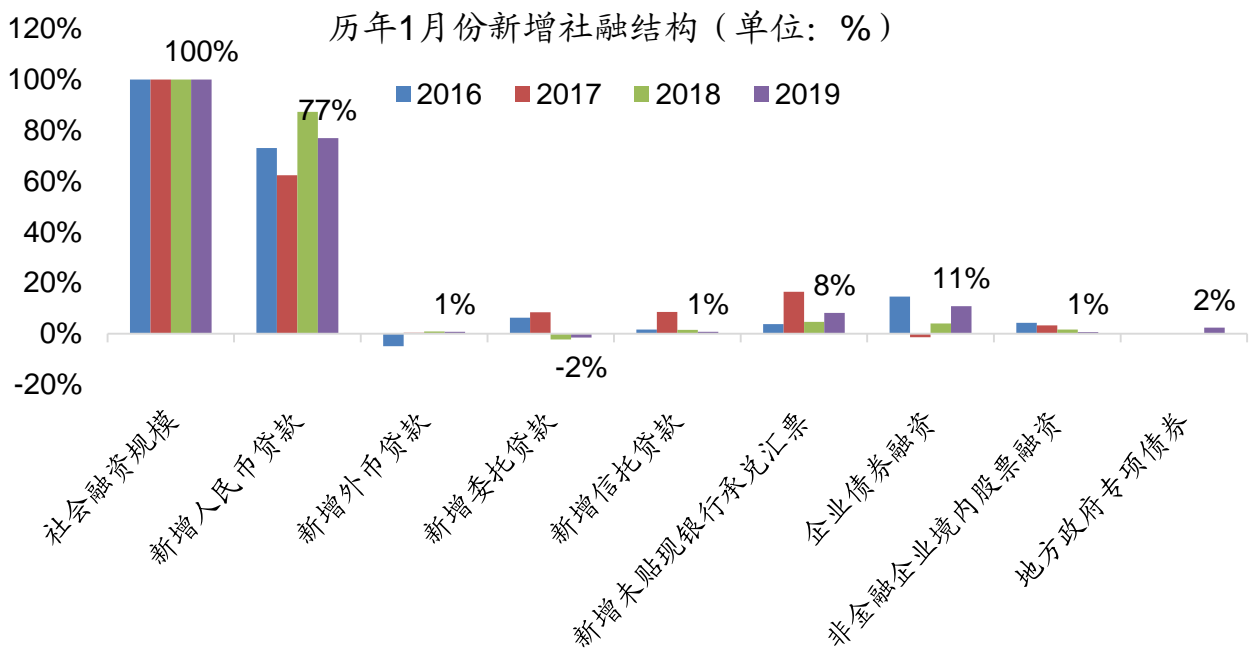
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图3:历年1月份新增社融结构 (单位:亿元)



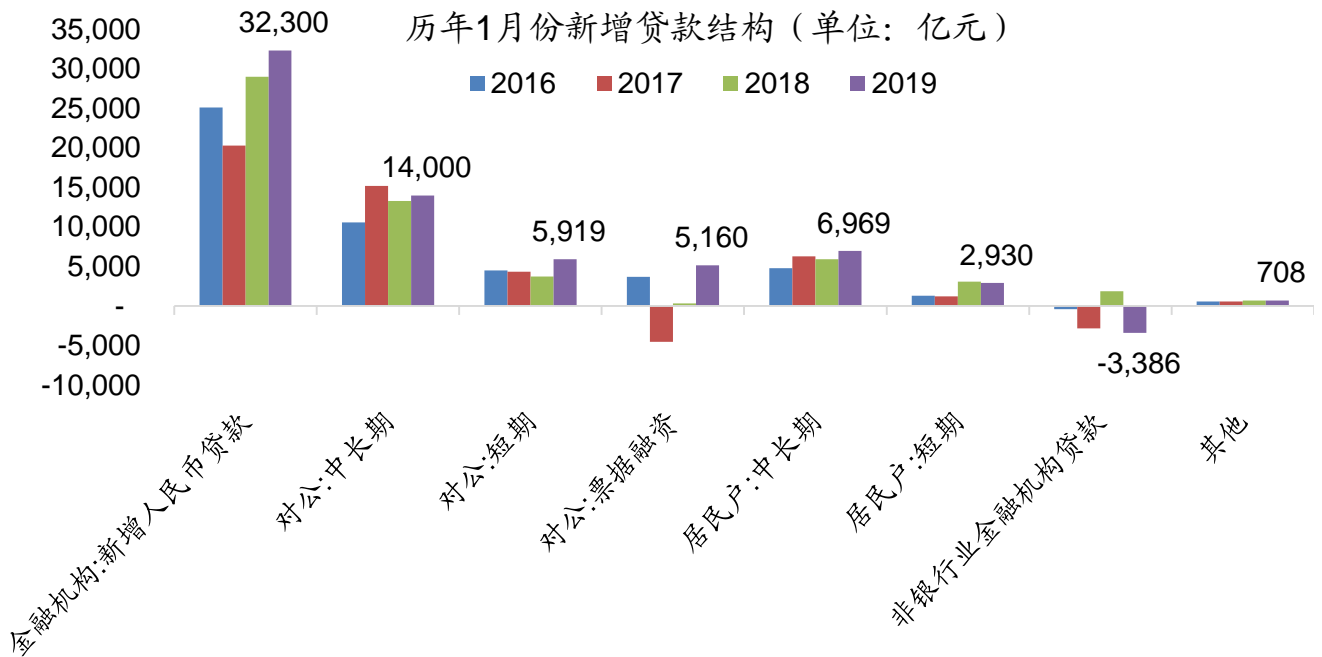
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图4:历年1月份新增社融结构占比 (单位:%, 分项数据/社融总增量)



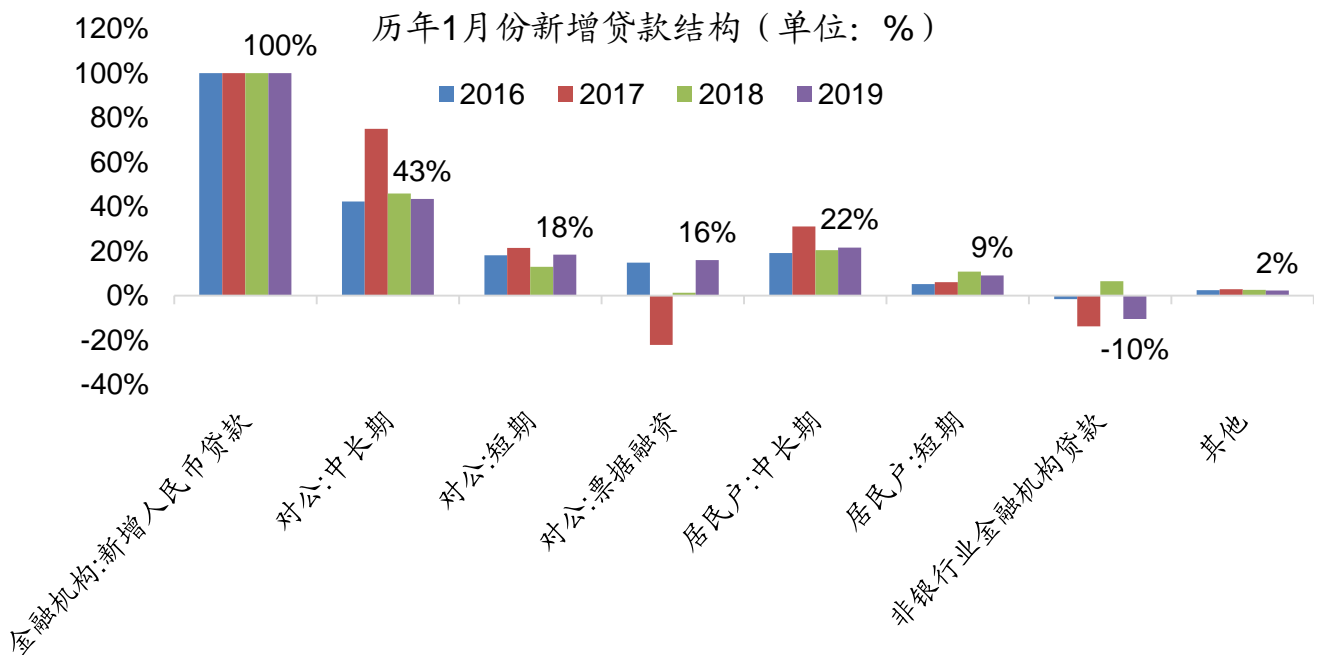
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图5:历年1月份新增贷款结构 (单位:亿元)



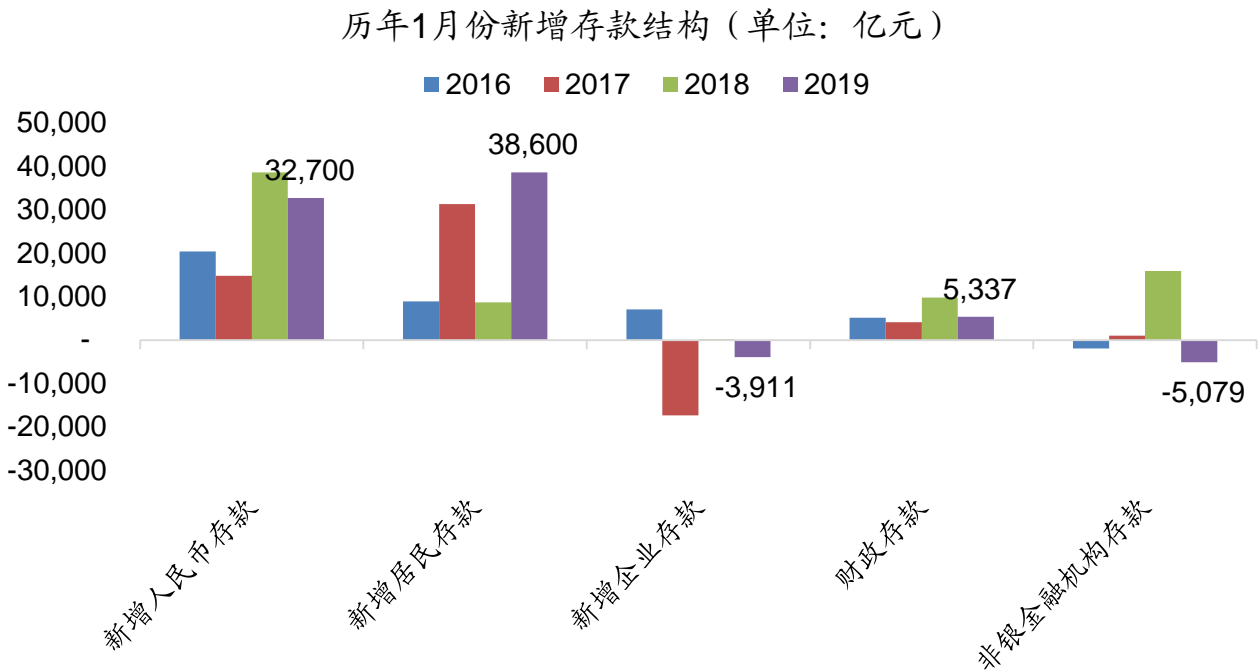
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图6:历年1月份新增贷款结构占比 (单位:%，贷款分项/当月贷款总增量)



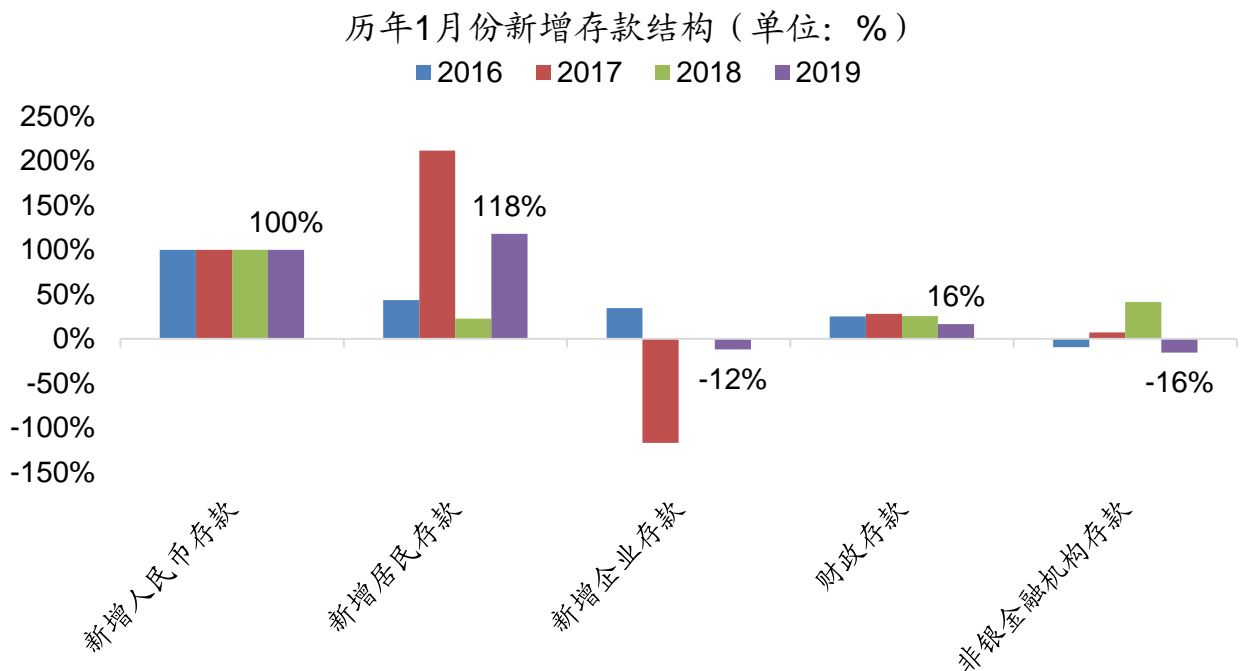
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图7:历年1月份新增存款结构 (单位:亿元)



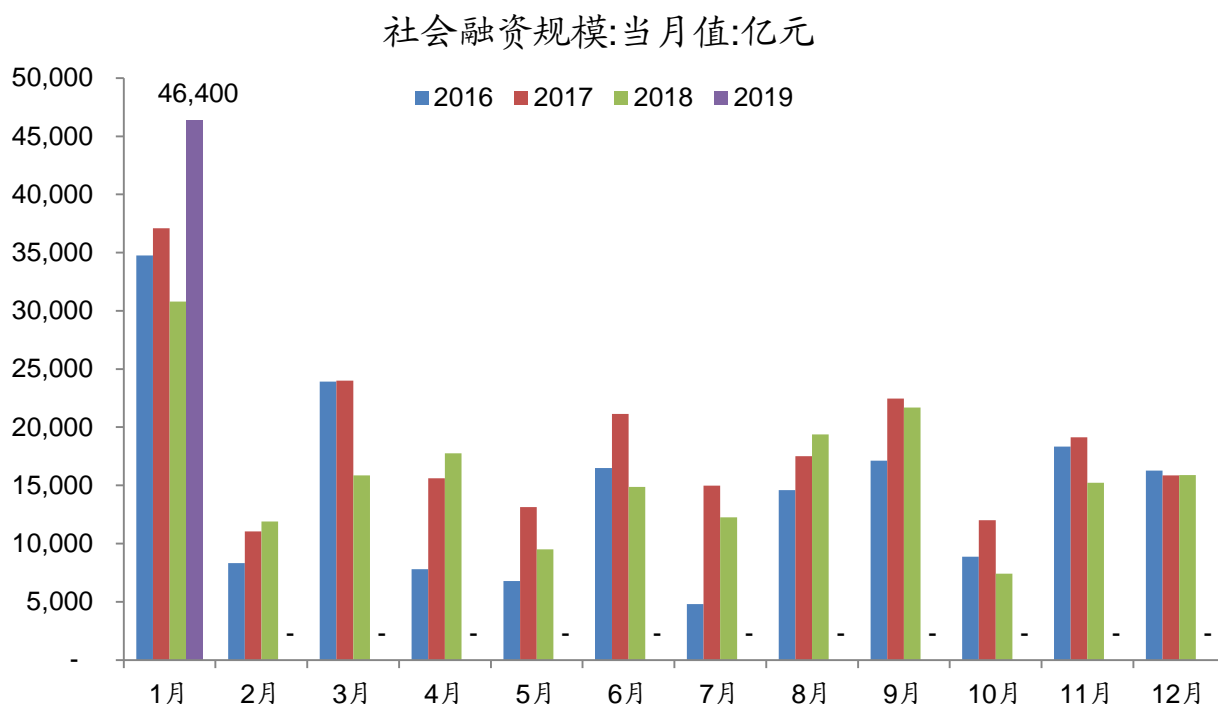
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图8:历年1月份新增存款结构占比 (单位:%, 新增存款分项/总新增存款)



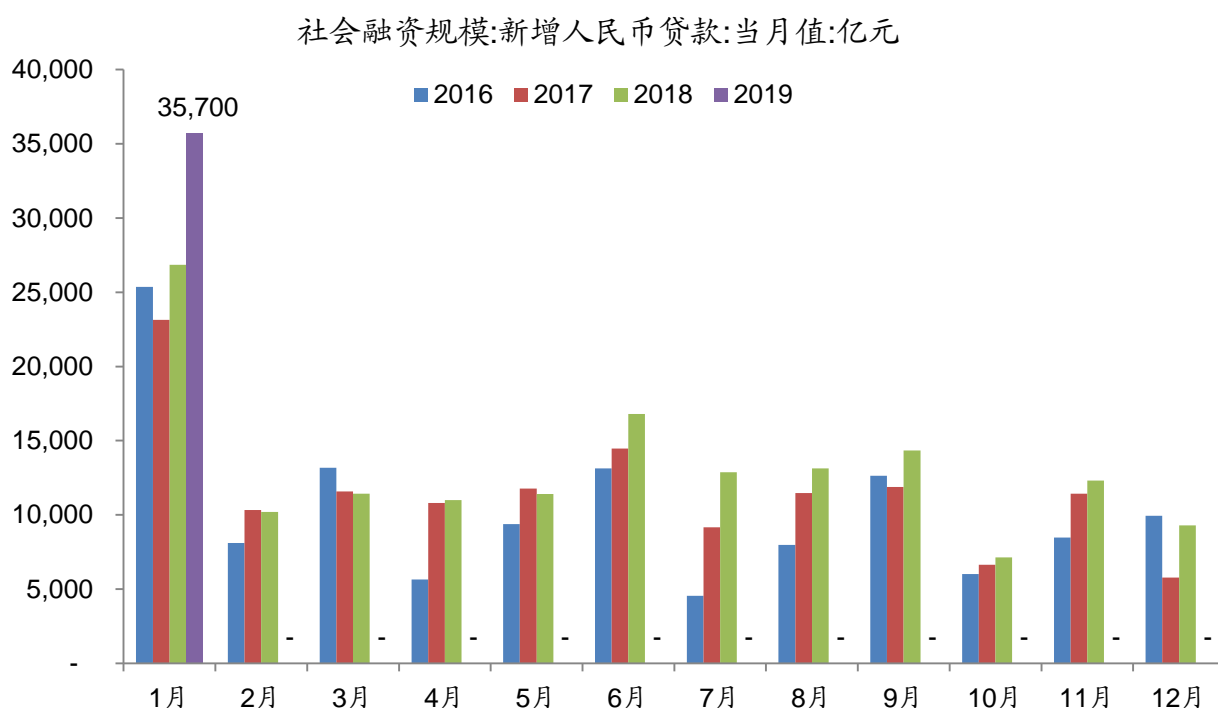
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图9:月度分布:社会融资规模:当月值(单位:亿元)



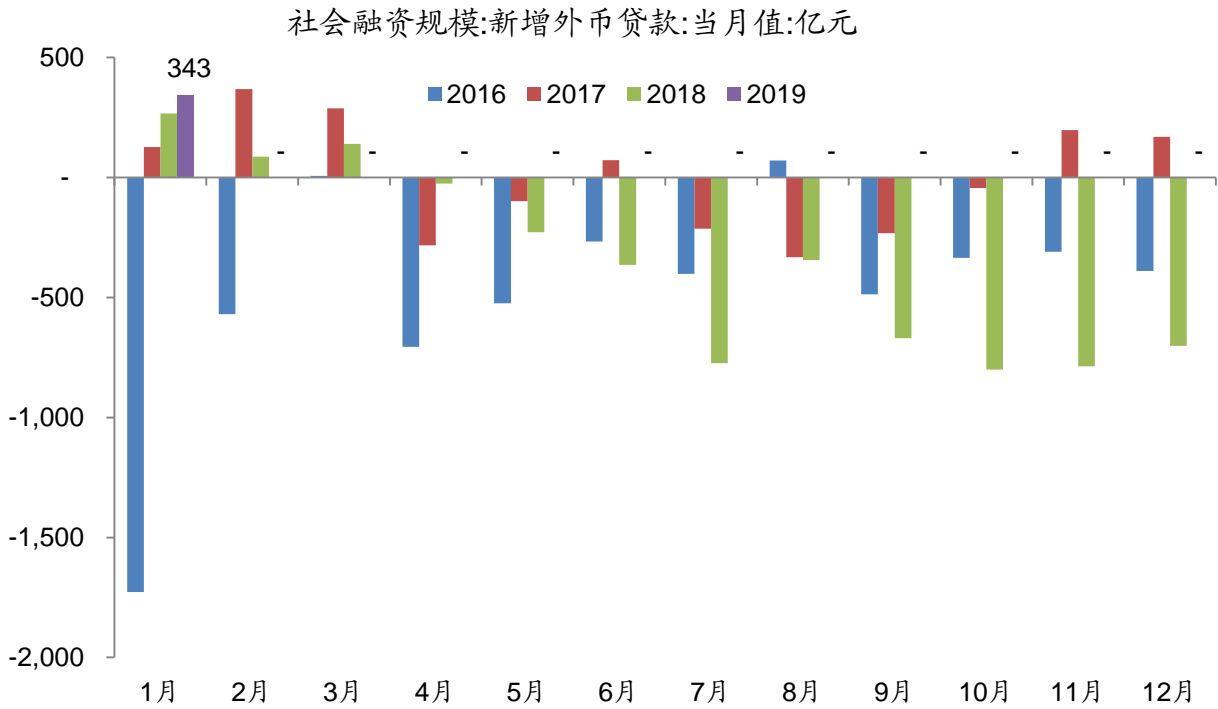
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图10:月度分布:社会融资规模:新增人民币贷款(单位:亿元)



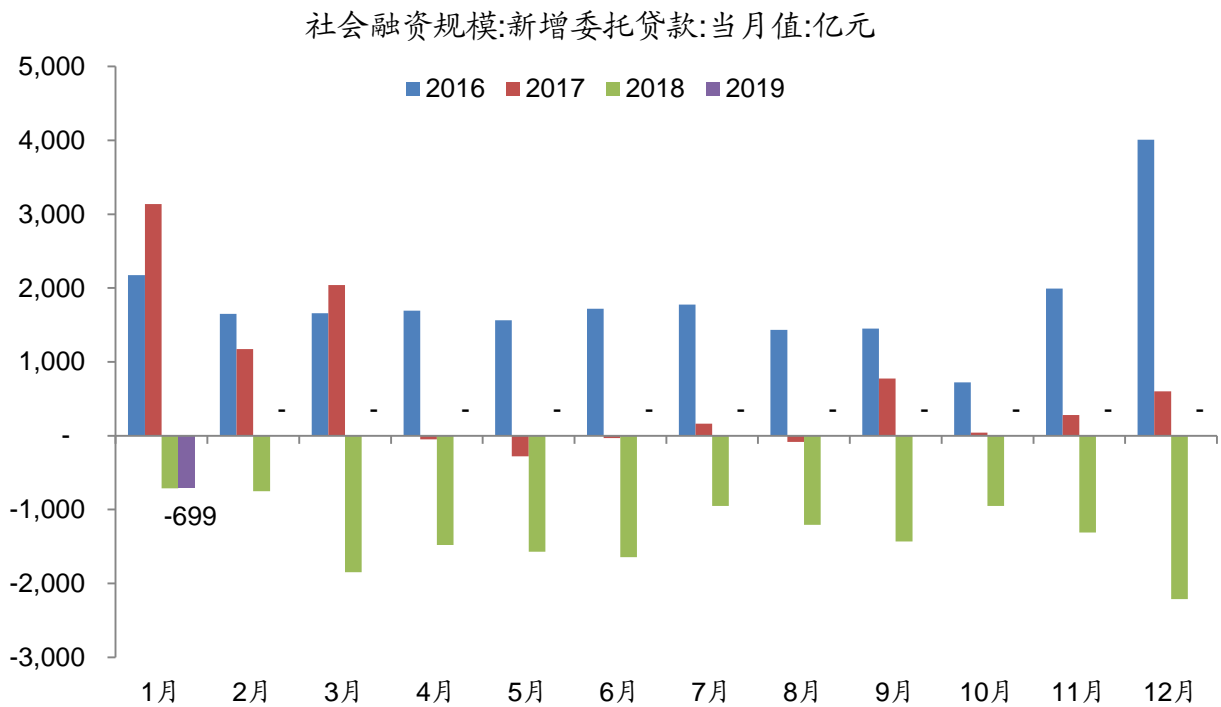
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图11:月度分布:社会融资规模:新增外币贷款 (单位:亿元)



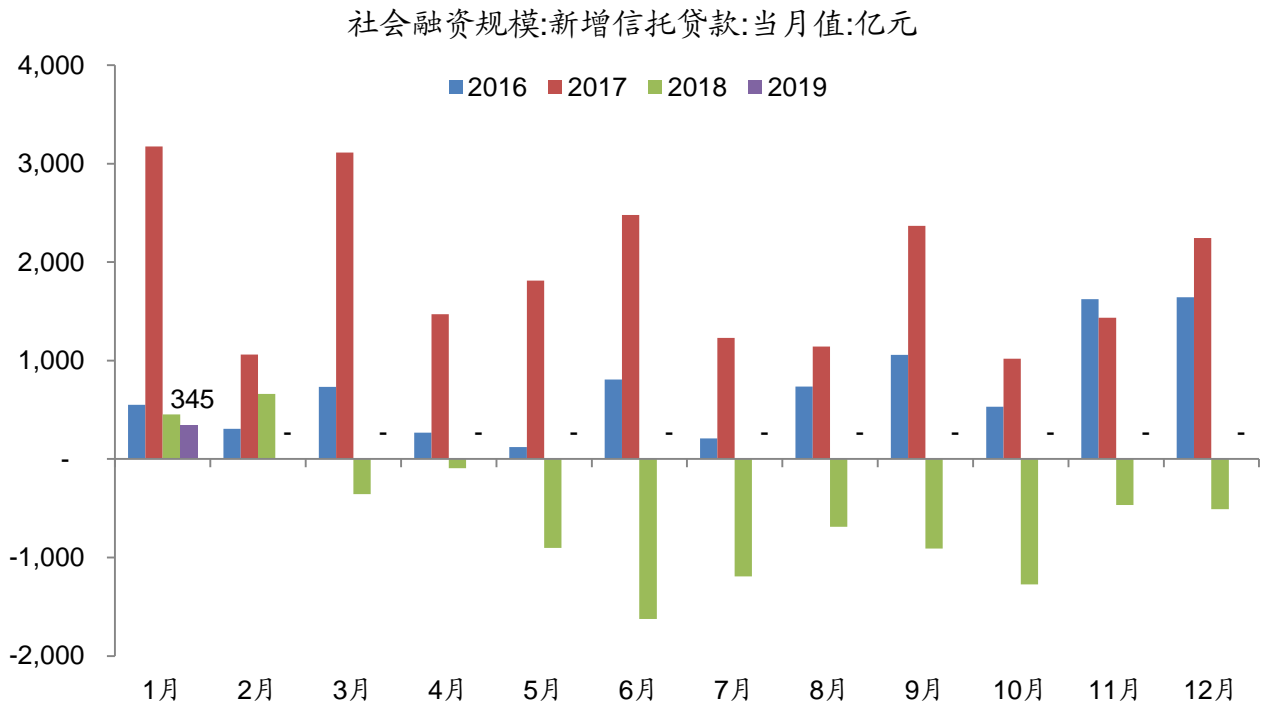
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图12:月度分布:社会融资规模:新增委托贷款 (单位:亿元)



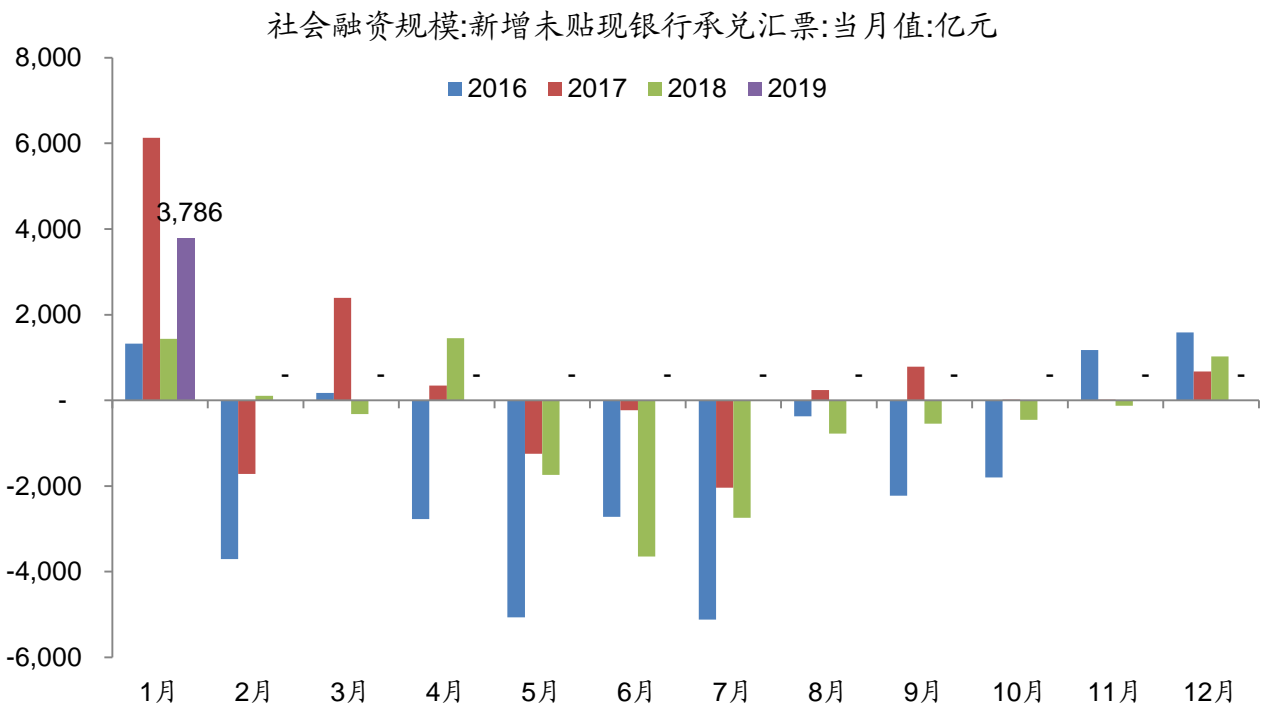
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图13:月度分布:社会融资规模:新增信托贷款 (单位:亿元)



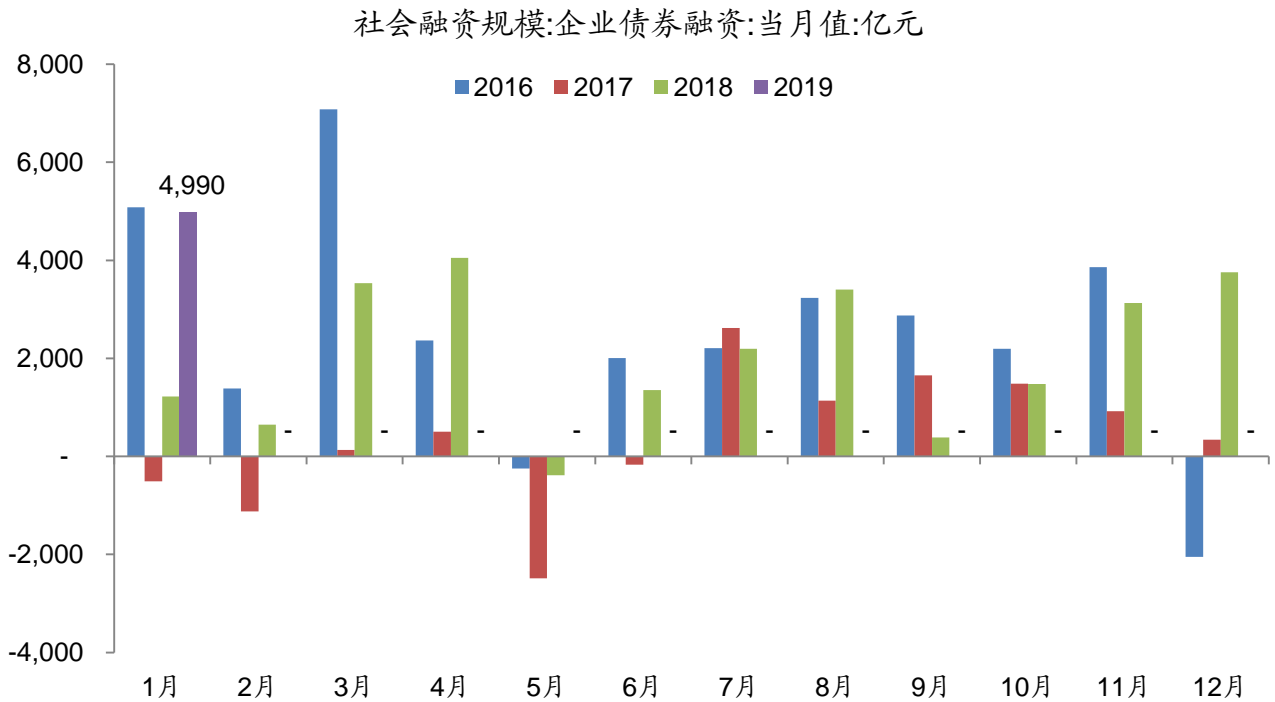
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图14:月度分布:社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票 (单位:亿元)



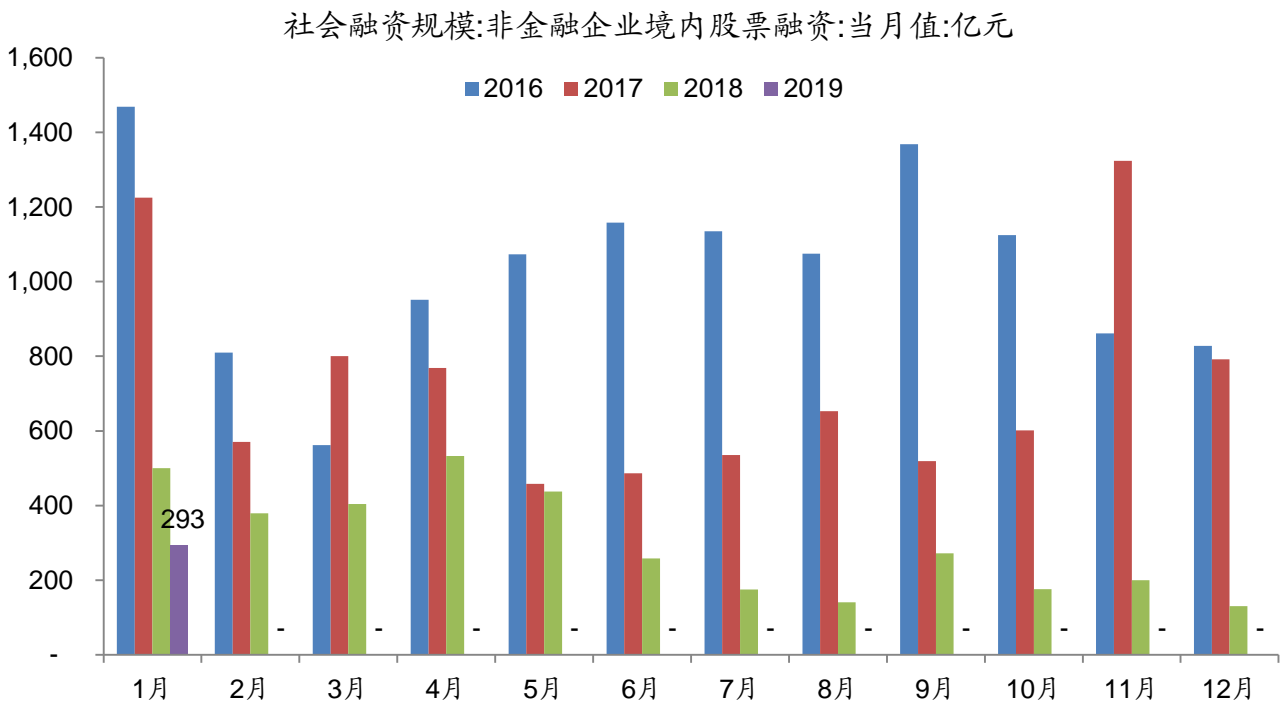
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图15:月度分布:社会融资规模:企业债券融资(单位:亿元)



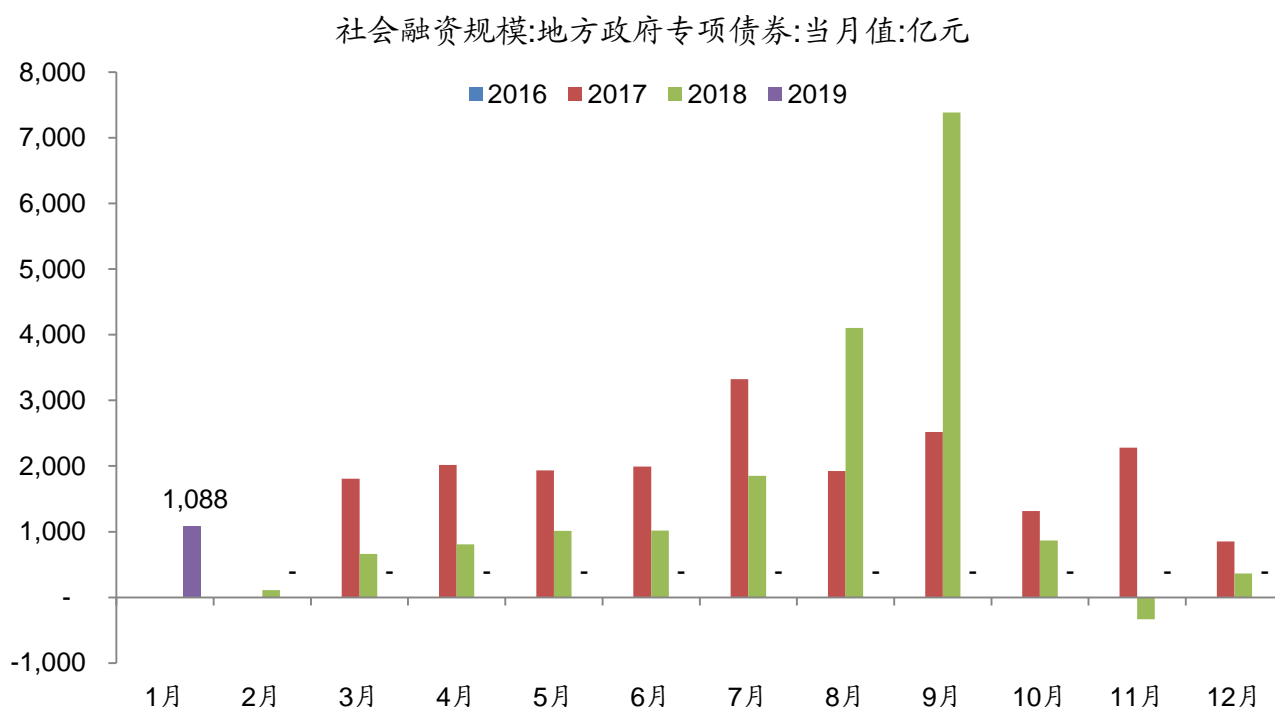
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图16:月度分布:社会融资规模:非金融企业境内股票融资:当月值(单位:亿元)



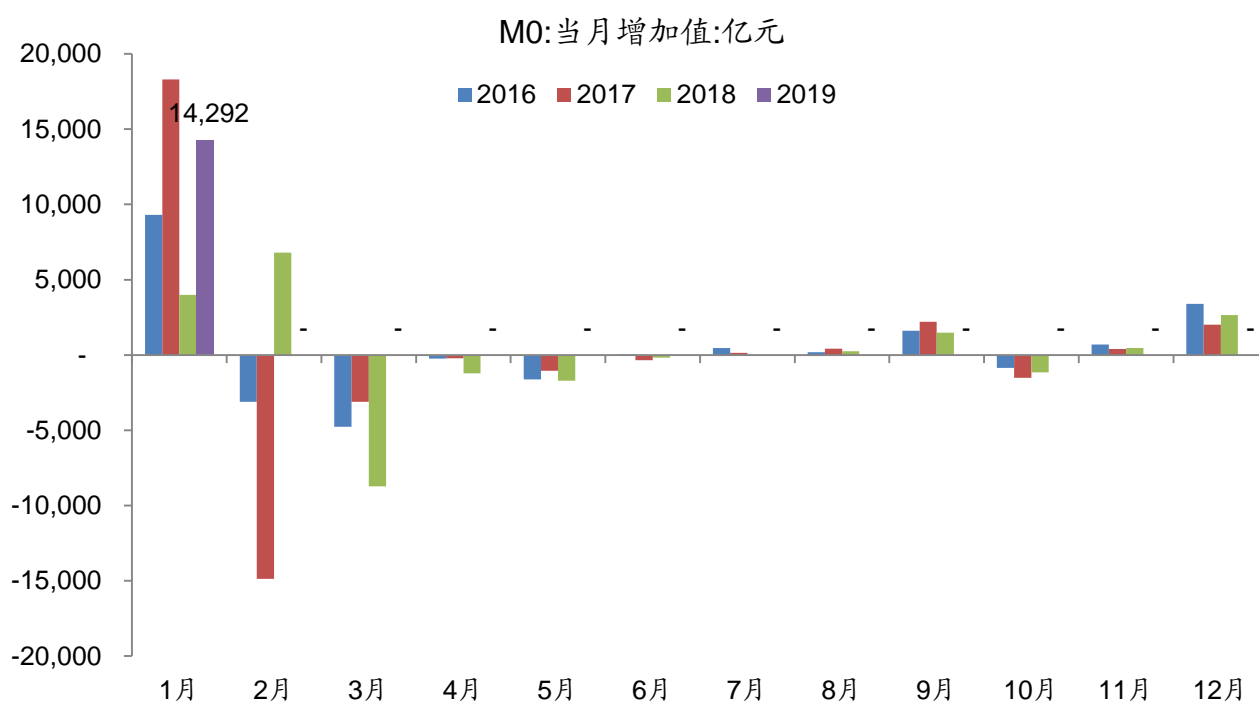
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图17:月度分布:社会融资规模:地方政府专项债:月度分布(单位:亿元)



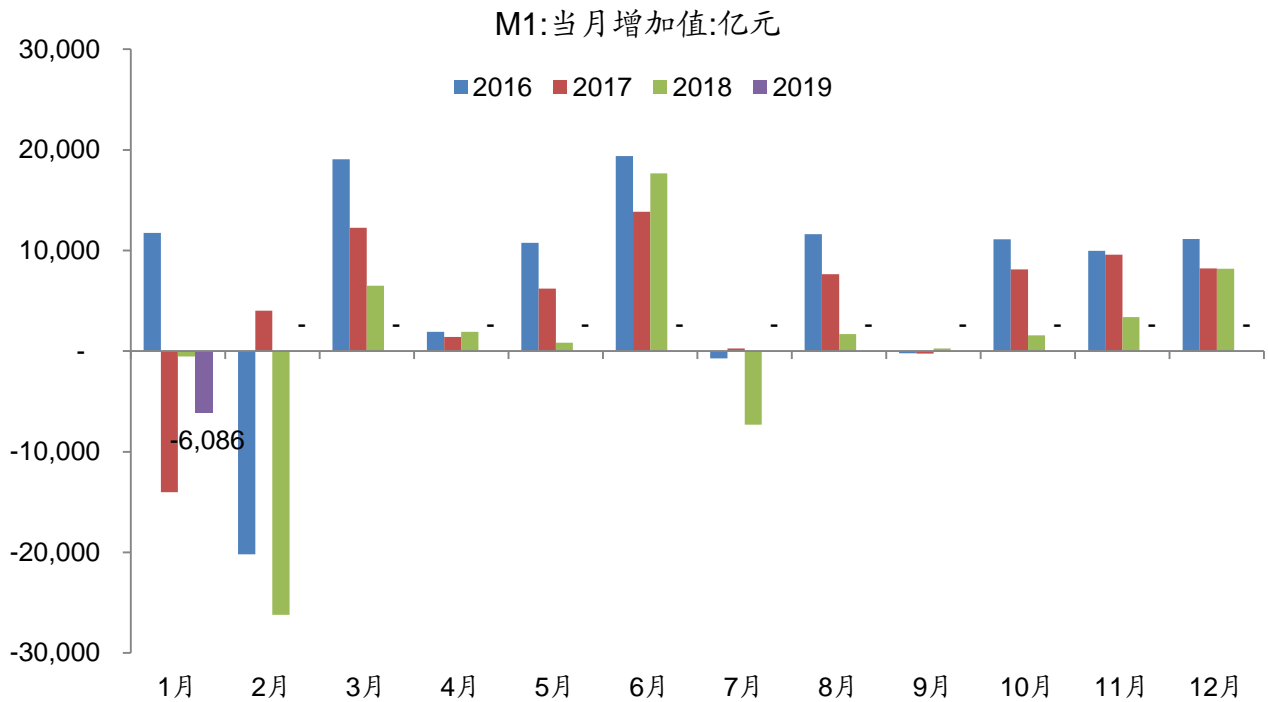
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图18:月度分布:M0:当月增加值(单位:亿元)



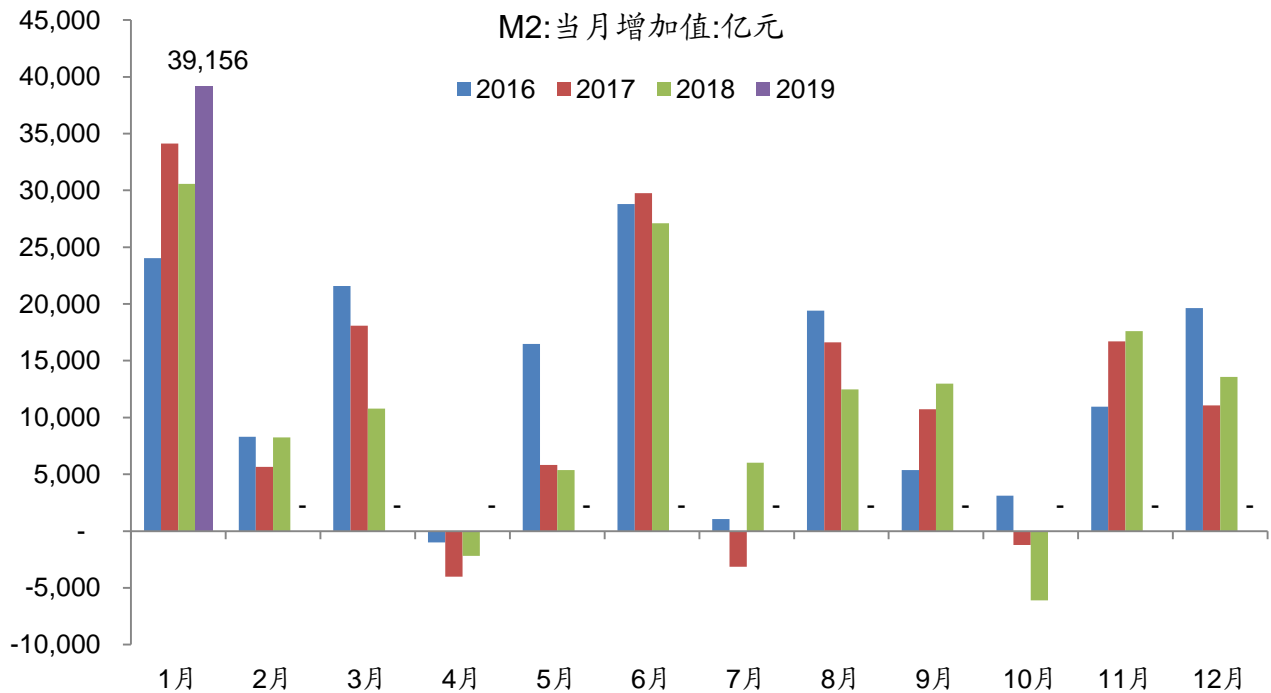
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图19:月度分布: M1:当月增加值 (单位:亿元)



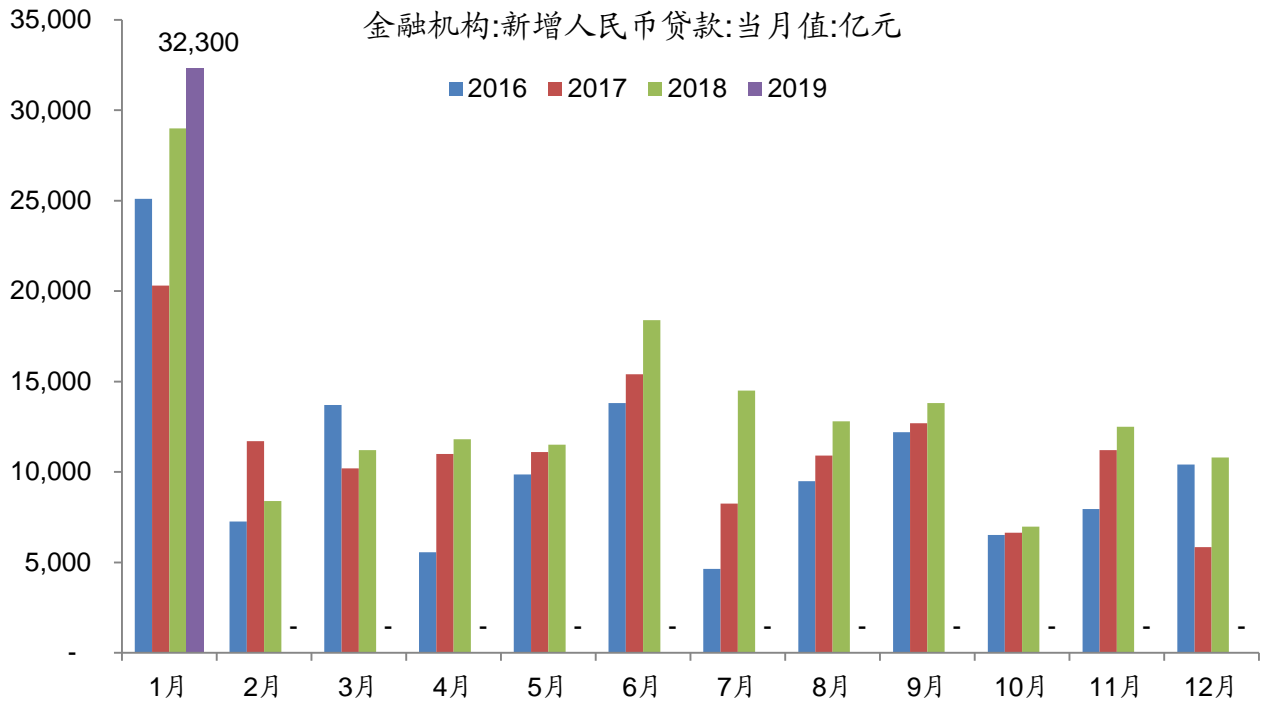
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图20:月度分布:M2:当月增加值 (单位:亿元)



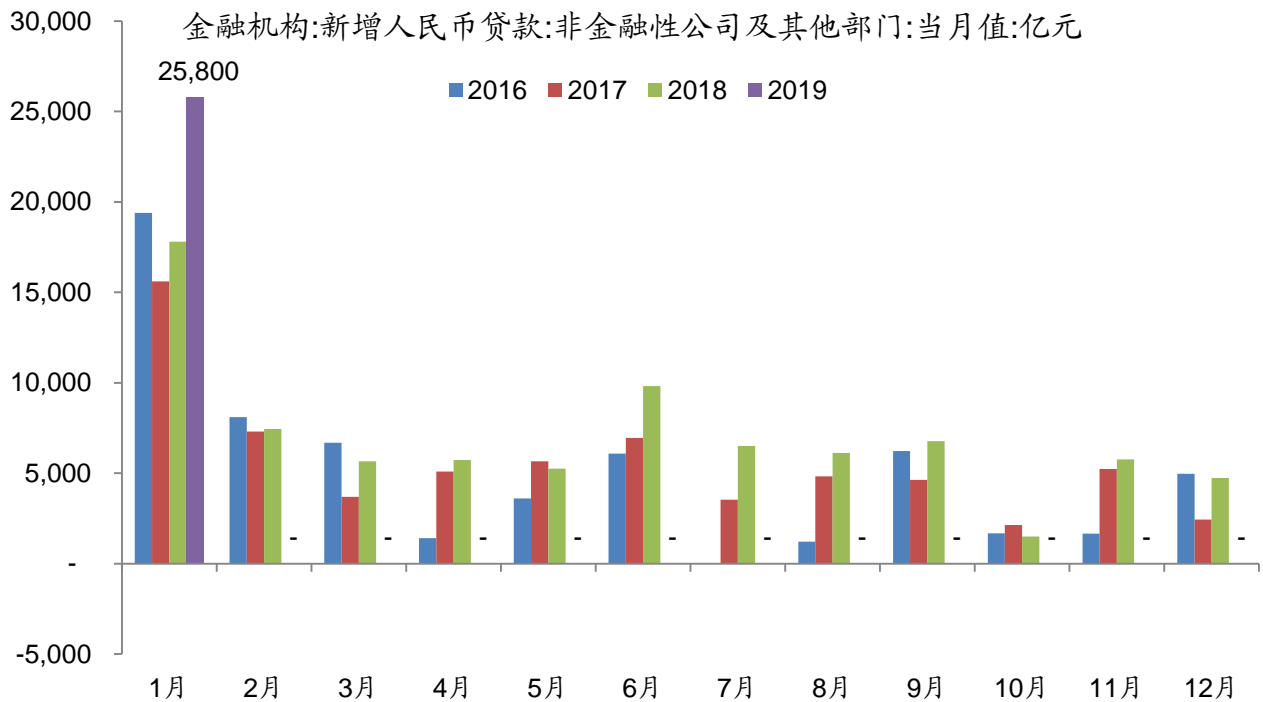
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图21:月度分布:金融机构:新增人民币贷款:当月值(单位:亿元)



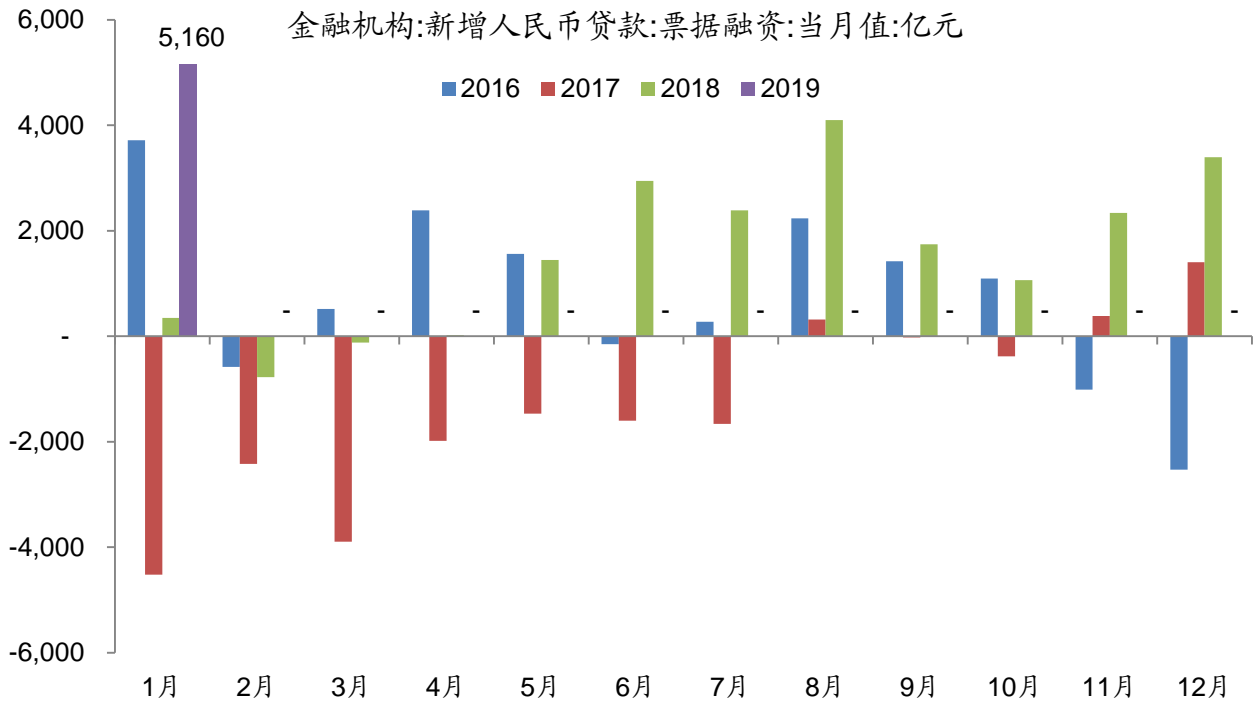
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图22:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值(单位:亿元)



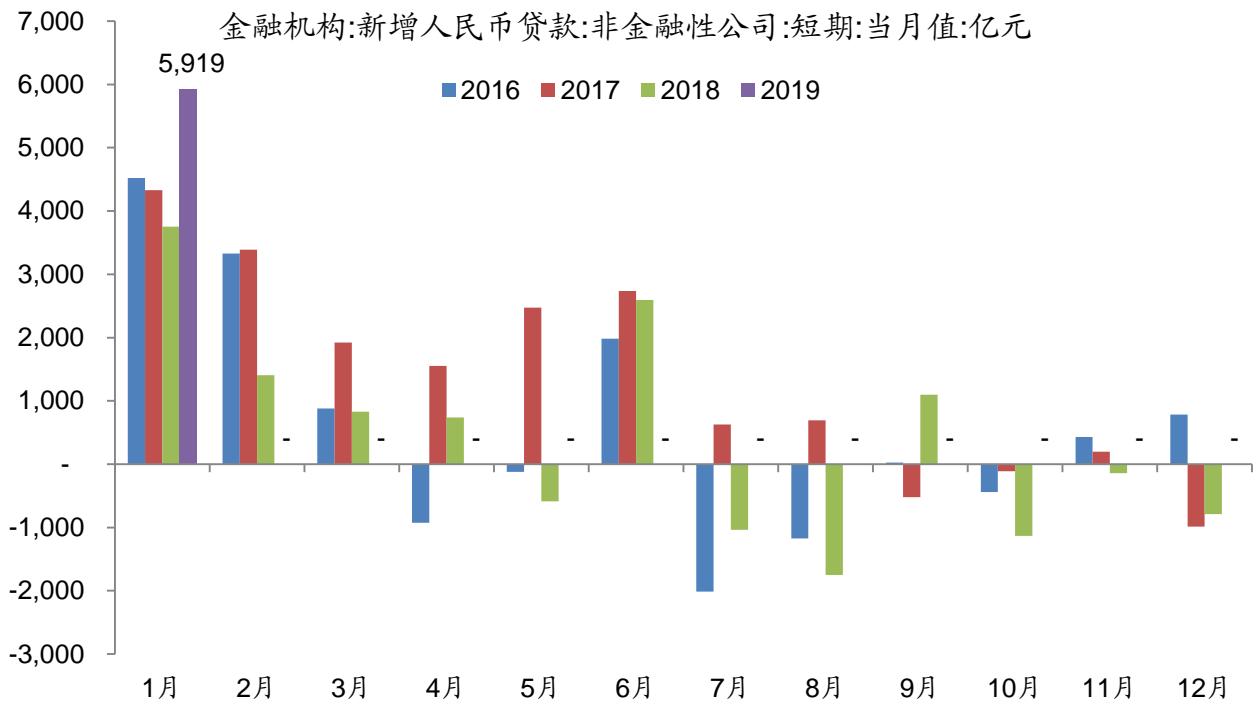
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图23:月度分布:新增人民币贷款:票据融资:当月值(单位:亿元)



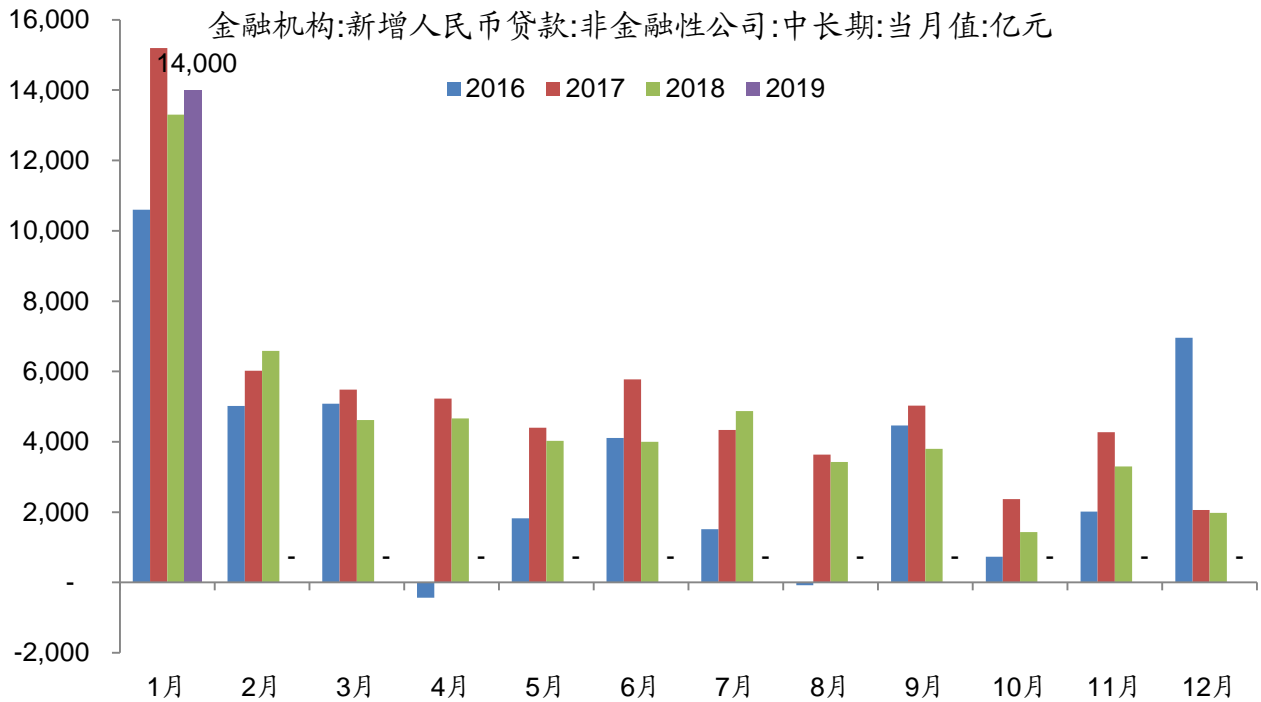
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图24:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:短期:当月值(单位:亿元)



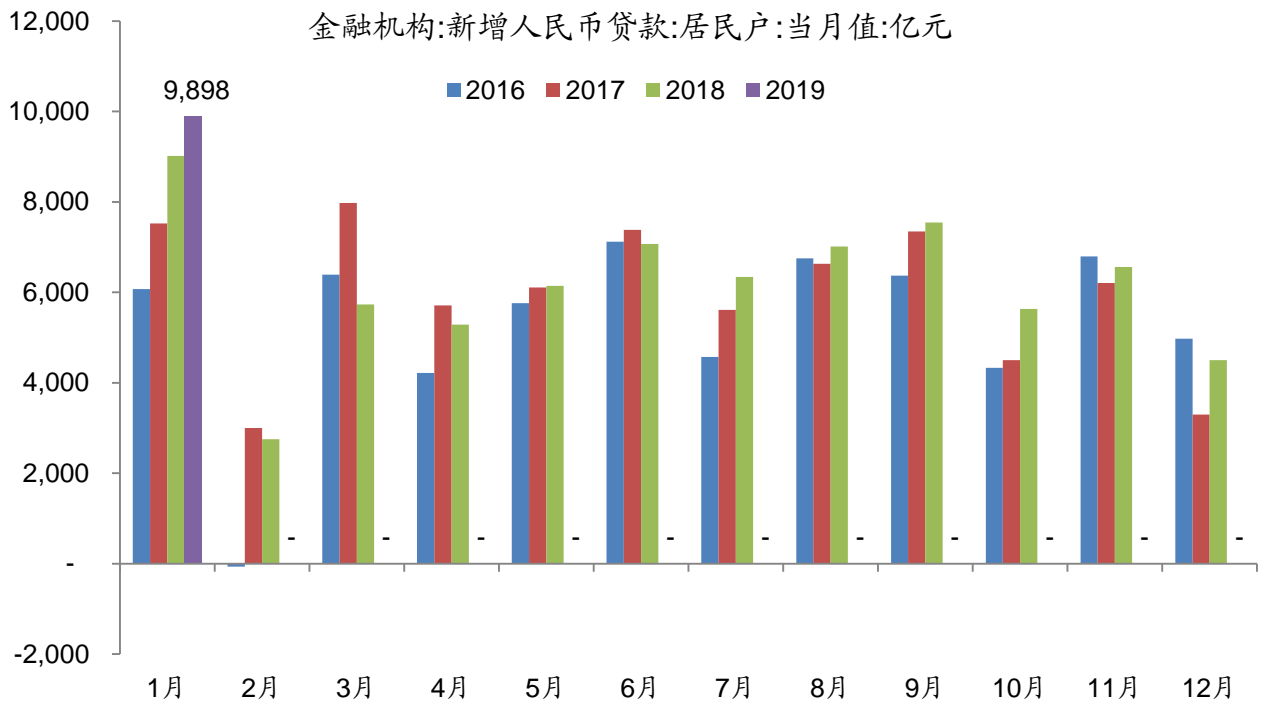
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图25:月度分布:新增人民币贷款:非金融性公司:中长期:当月值(单位:亿元)



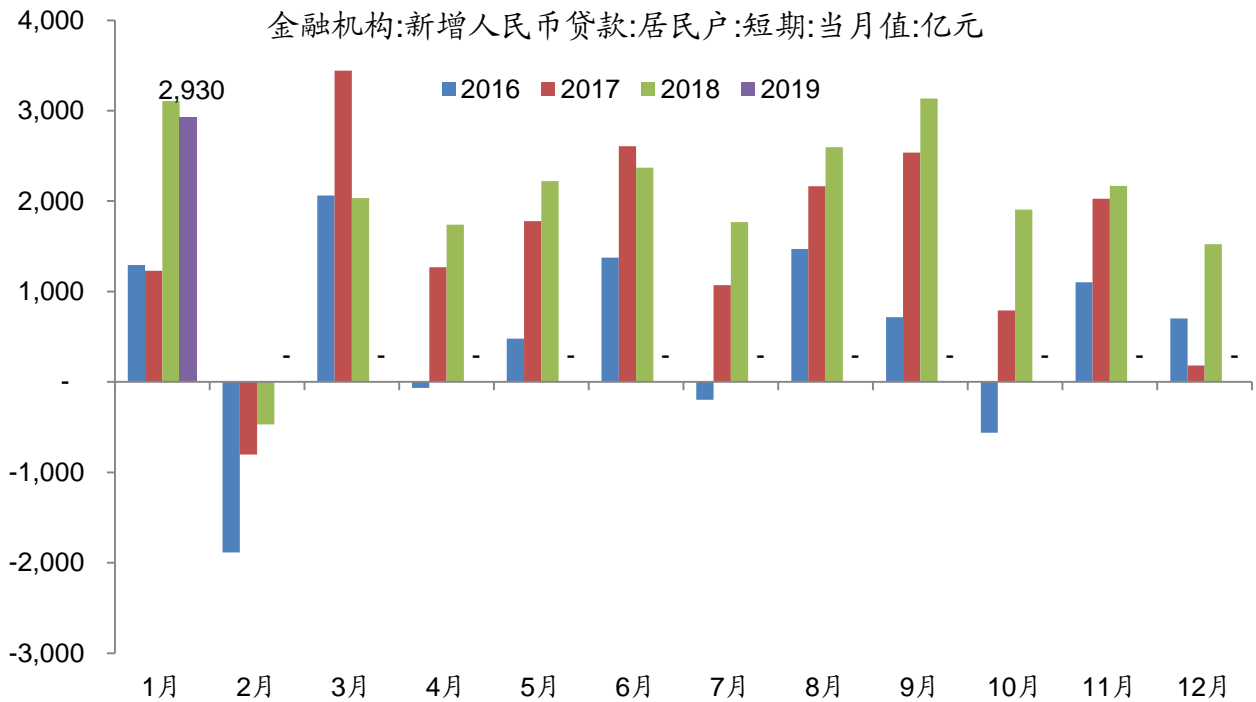
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图26:月度分布:新增人民币贷款:居民户:当月值(单位:亿元)



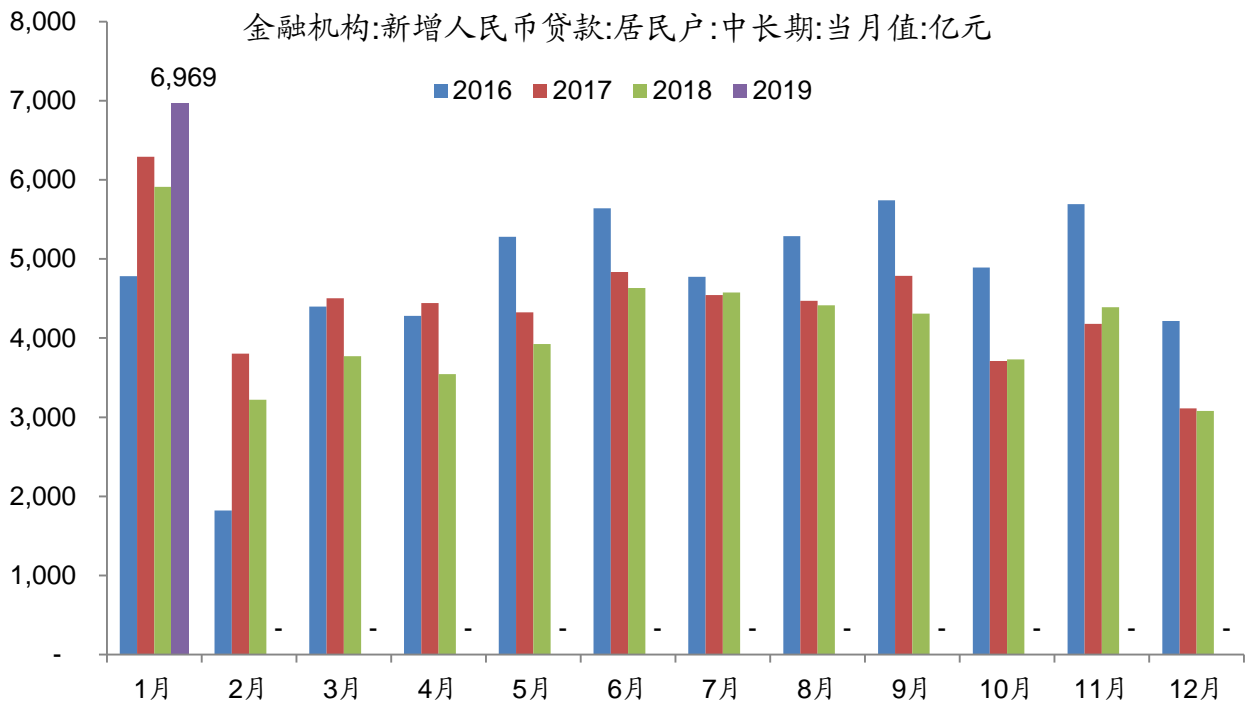
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图27:月度分布:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值(单位:亿元)



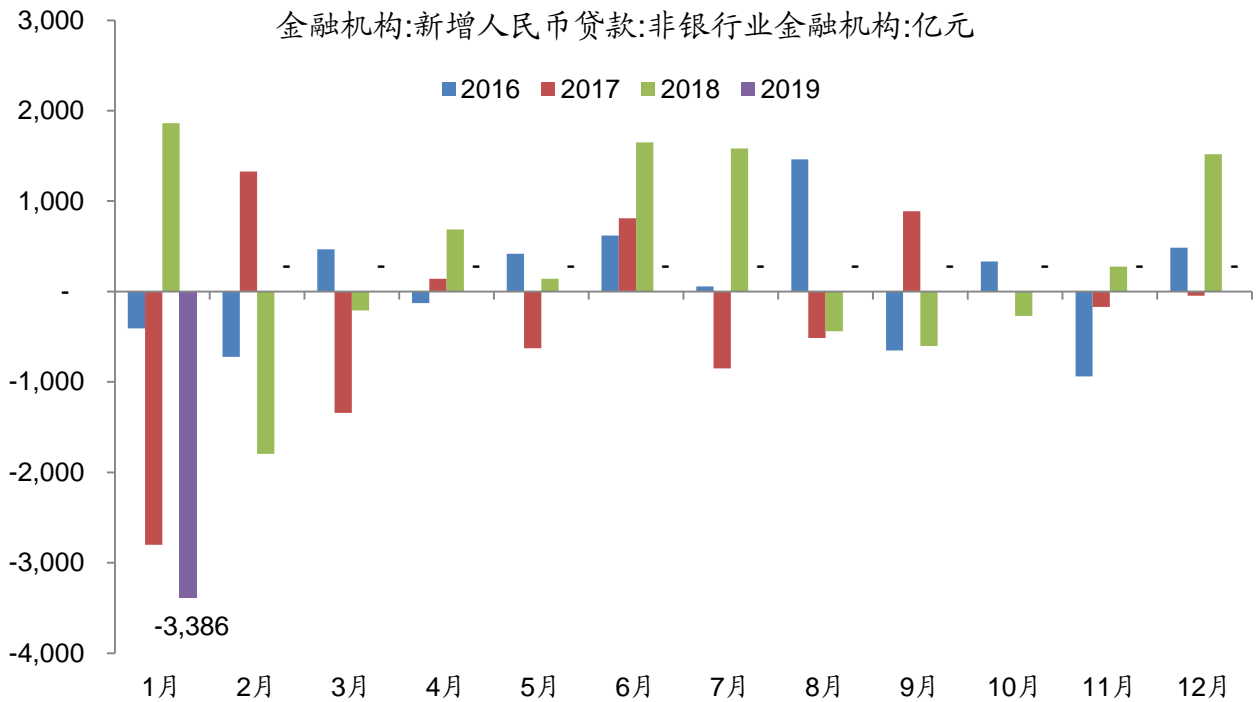
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图28:月度分布:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值(单位:亿元)



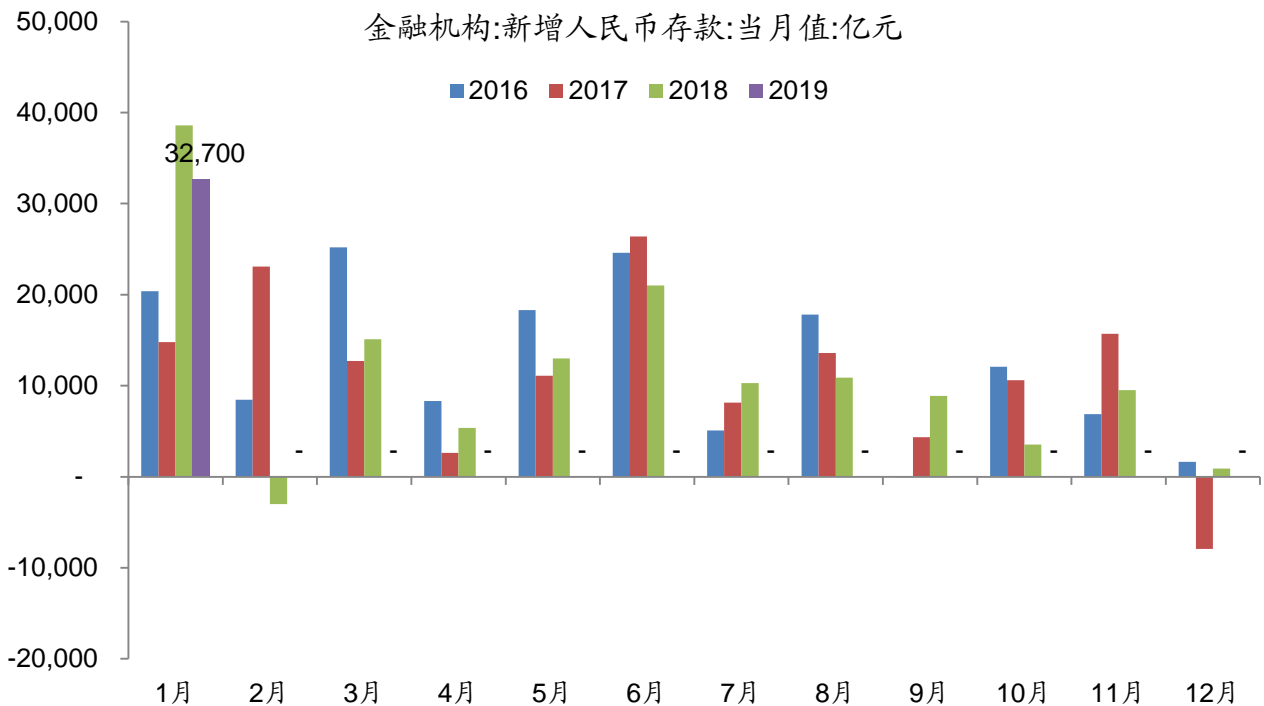
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图29:月度分布:新增人民币贷款:非银行业金融机构:当月值(单位:亿元)



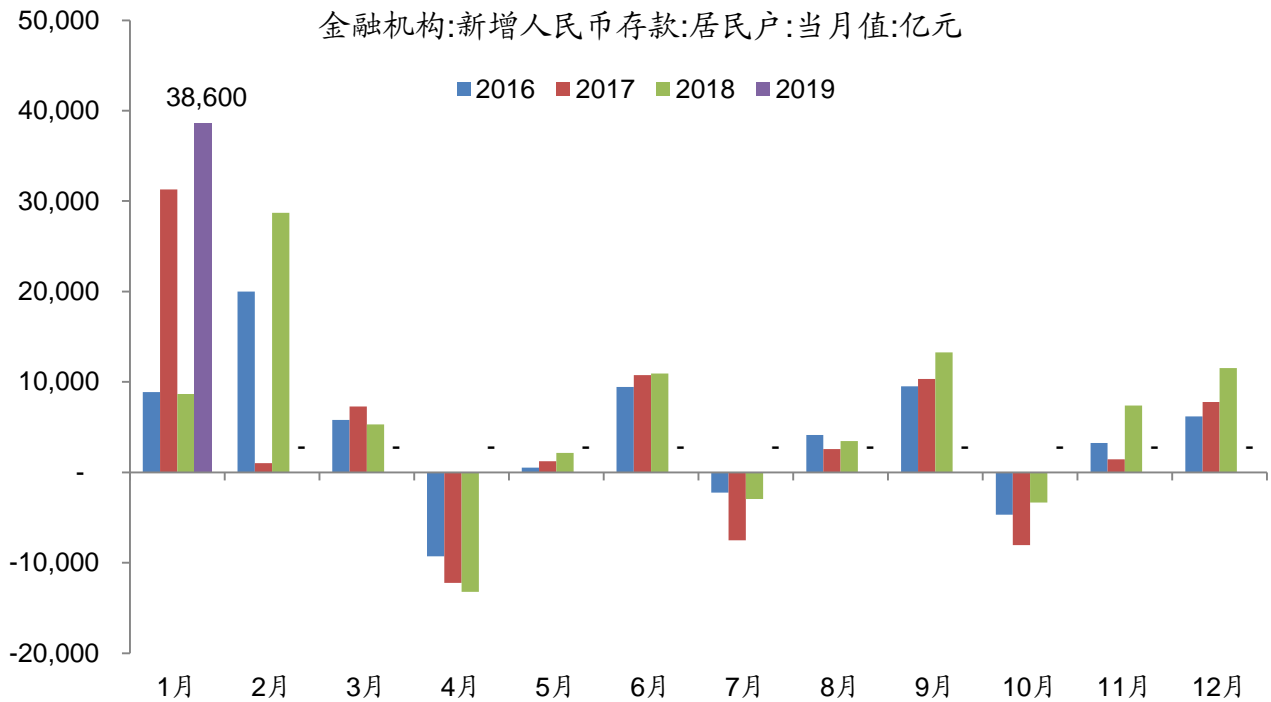
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图30:月度分布:金融机构:新增人民币存款(单位:亿元)



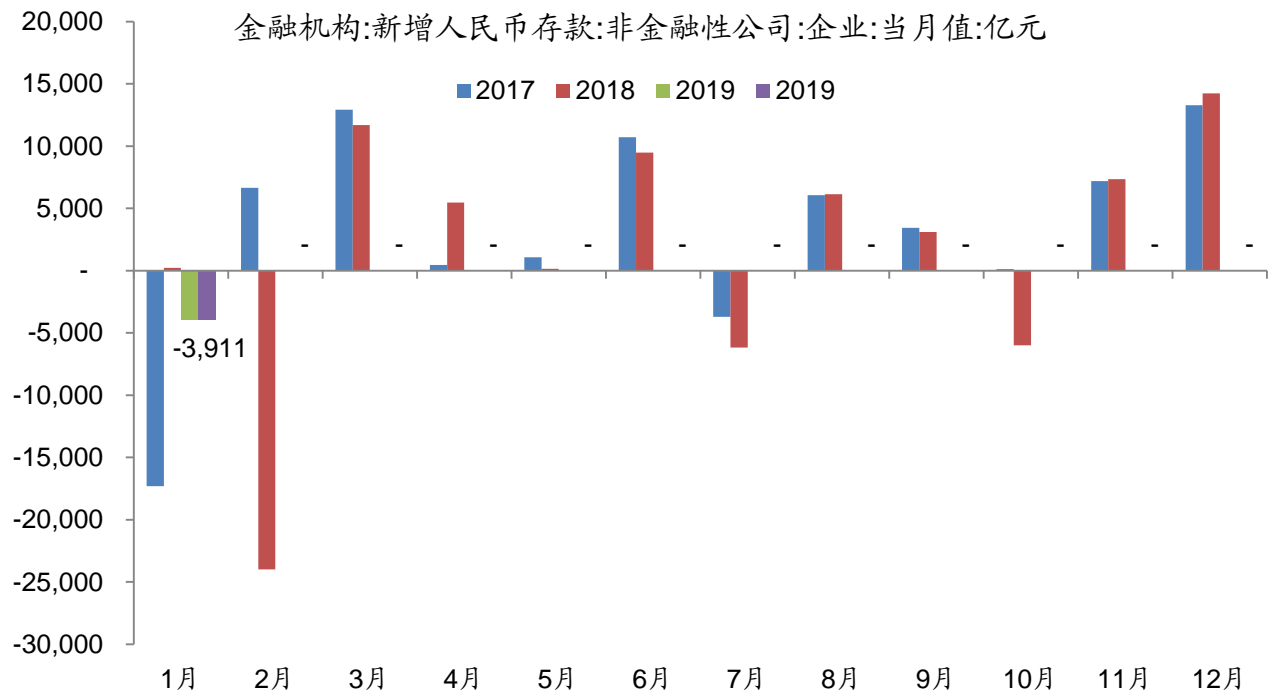
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图31:月度分布:新增人民币存款:居民户:当月值 (单位:亿元)



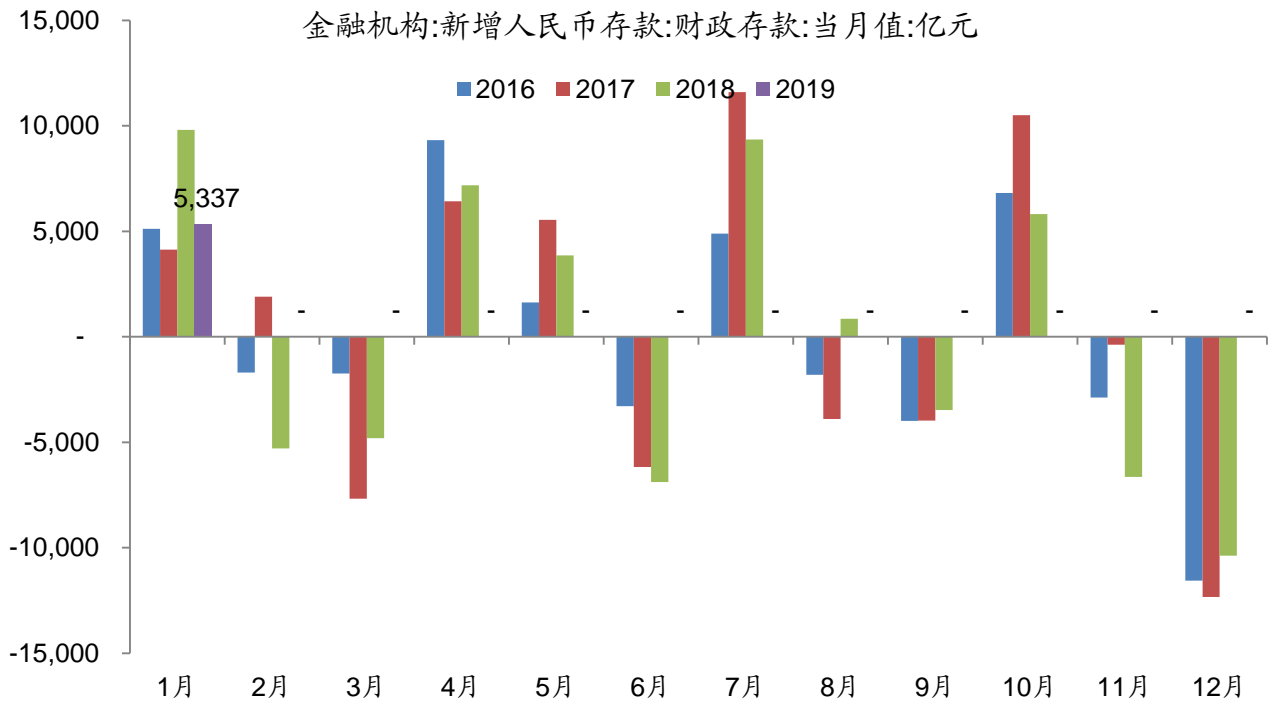
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图32:月度分布:新增人民币存款:非金融性公司:企业:当月值 (单位:亿元)



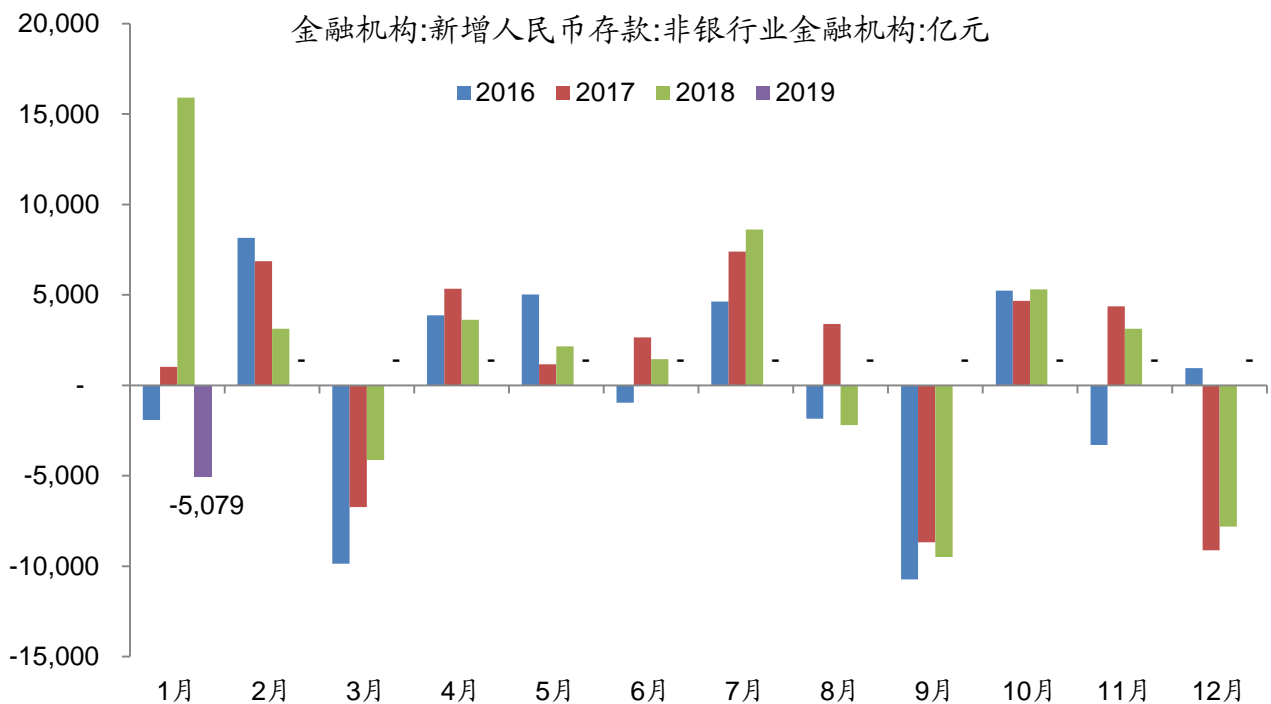
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图33:月度分布:新增人民币存款:财政存款 (单位:亿元)



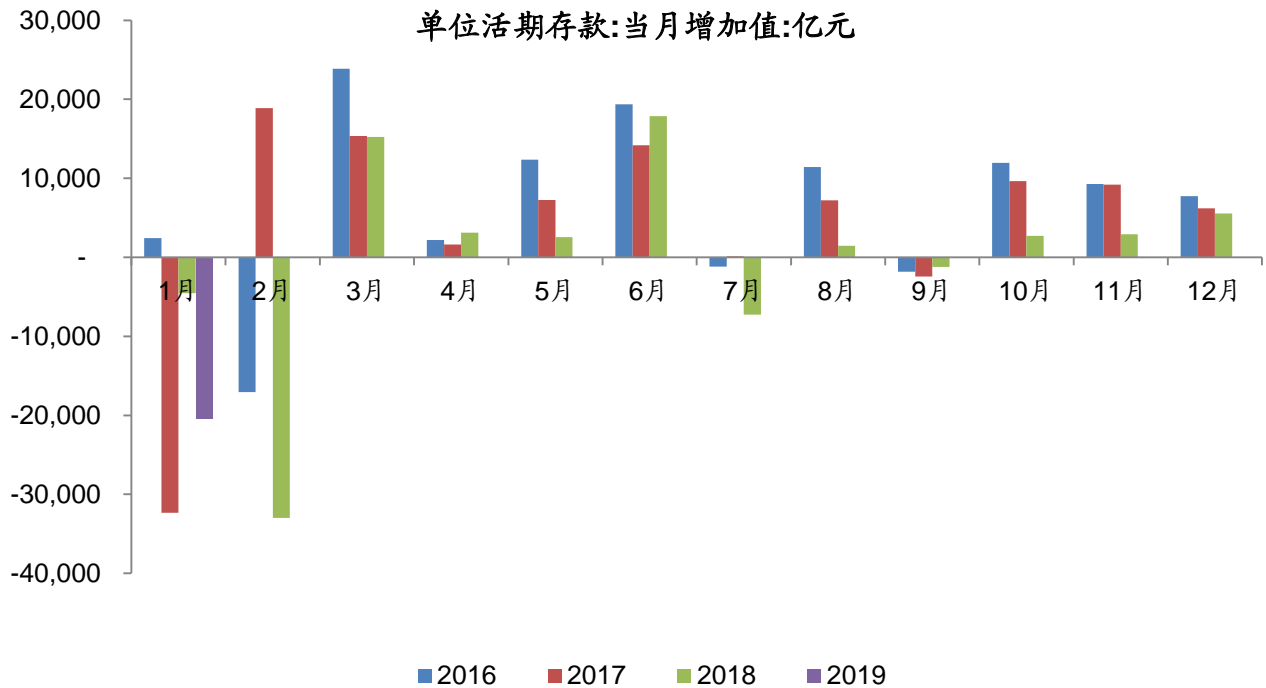
数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图34:月度分布:新增人民币存款:非银行业金融机构 (单位:亿元)



数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图35:月度分布:单位活期存款:当月增加值(单位:亿元)



数据来源:Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

风险提示:

- 1、社融反弹背后有银行抢跑效应，超预期拐点提前到达对后续信用供给是形成透支，还是惯性持续有待观察。
- 2、近期部分发债市场风险仍在暴露，其传染性及对金融体系的风险偏好的影响值得关注。
- 3、票据融资高增的另一面是信用供给的久期下滑，实体融资的敏感度和脆弱性提升。

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。