



货币数据与宏观利润分析——展望审慎

报告日期：2019年03月10日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyan hongyds@foxmail.com

杜荀鹤《题弟侄书堂》：“家山虽在干戈地，弟侄常修礼乐风。”

报告观点：

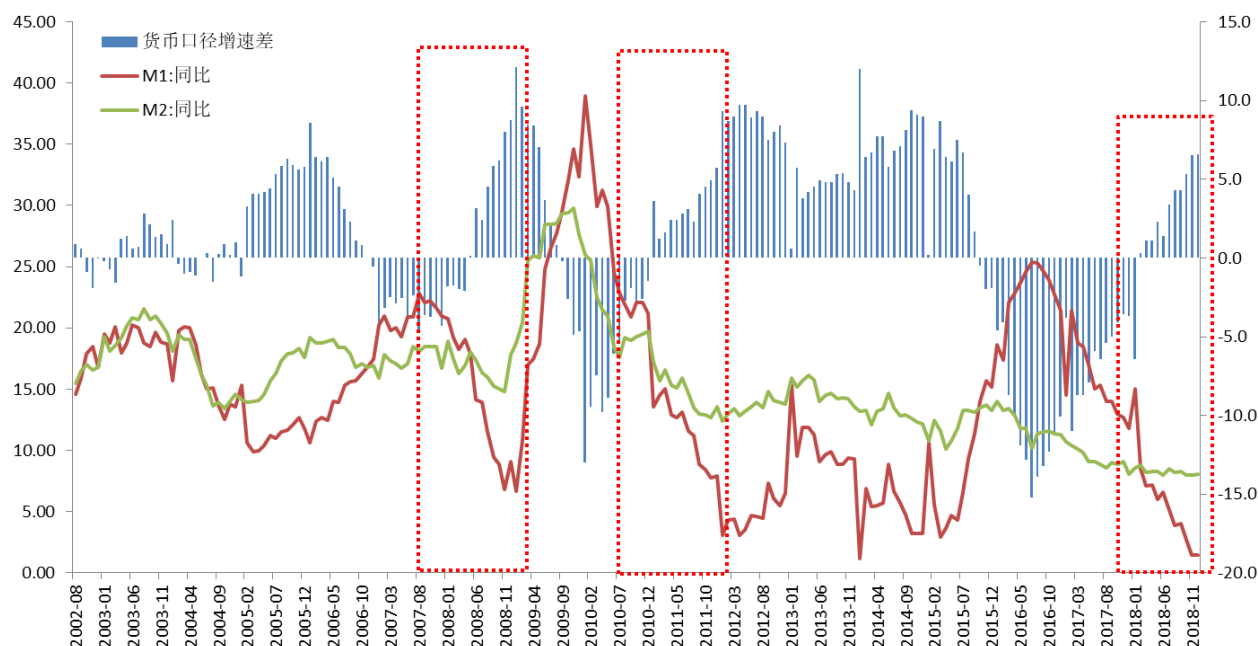
1. 货币总量符合总理讲的没有大水漫灌。考虑到 GDP 增长，目前货币政策偏紧。
2. 受到 PPI、CPI、PMI 引导，未来央行降息刺激经济概率增大。
3. 居民加杠杆结束，宏观系统性杠杆抬升势头得到缓解。
4. 宏观虚拟利润指数止跌，经济下行趋势减弱，未来需要更多数据印证。
5. 全球 PMI 处于临界位置，贸易放缓风险值得关注。
6. 本文以客观描述为重点，综合分析为辅，欢迎批评交流。

一、货币政策流动性平滑为主——M2 增长 8%，M1 增长 2%

2 月末，广义货币 (M2) 余额 186.74 万亿元，同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 0.8 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 52.72 万亿元，同比增长 2%，增速比上月末高 1.6 个百分点，比上年同期低 6.5 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.95 万亿元，同比下降 2.4%。当月净回笼现金 7986 亿元。

解读：M2/M1 增速差持续扩大，类似于 2008 年后危机特征以及 2011 年的四万亿刺激消失后的货币环境。这两者的状态一个是尚未刺激经济，一个是刺激结束后的经济。两者的延续状态都是经济持续萎靡，进一步萧条。从当前的中国经济转型状况和潜在动能来看，刺激缺乏落脚点，简单刺激必然是再次的资产泡沫，

最大的损害是人民币的信用问题，我们初步认为如果政策照顾人民币，那么刺激不可能。如果刺激经济，人民币贬值控制不住。目前来看，政策定力在于不刺激！因此人民币短期大幅度贬值风险小，但为了稳定经济，可能会允许人民币适当贬值为出口增长提供更为有利的汇率环境。



数据来源：WIND，英大证券研究所整理

初步统计，2月末社会融资规模存量为205.68万亿元，同比增长10.1%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为139.02万亿元，同比增长13.3%

解读：社会融资规模存量10.1%>M2增长率8%，说明整个社会信用融资总量增加超过了货币本身提供的信用增长，部分领域加杠杆现象依然维持。根据观望的货币政策评估认为当前杠杆水平相对稳定。

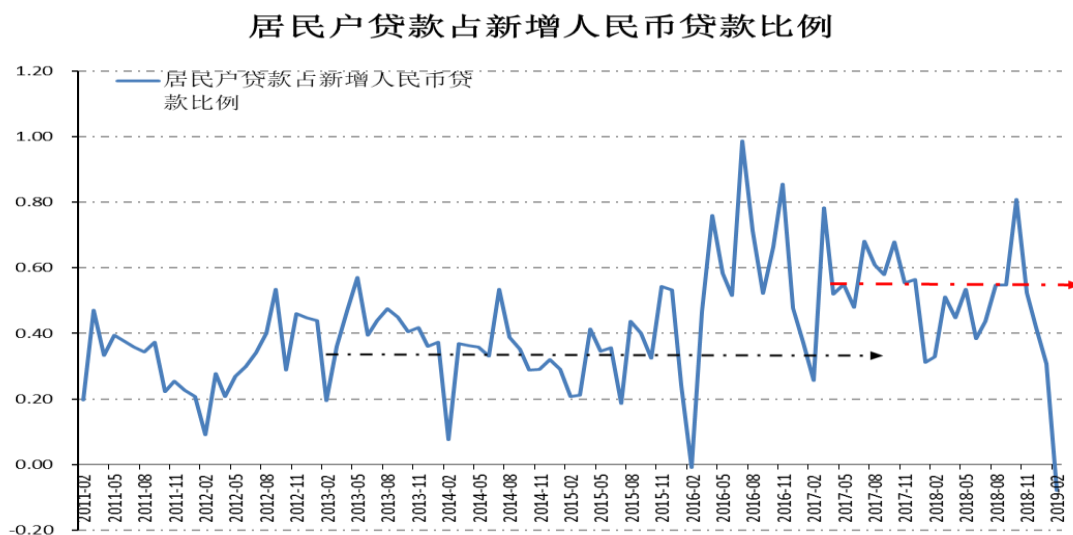
二、居民部门杠杆化停歇

4.1. 信贷扩张支撑经济稳定

2月末，本外币贷款余额146万亿元，同比增长12.7%。月末人民币贷款余额140.41万亿元，同比增长13.4%，增速与上月末持平，比上年同期高0.6个百分点。前两个月人民币贷款增加4.11万亿元，同比多增3748亿元。分部门

看，**住户部门贷款增加 9192 亿元**，其中，短期贷款减少 3 亿元，中长期贷款增加 9195 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 3.41 万亿元，其中，短期贷款增加 7399 亿元，中长期贷款增加 1.92 万亿元，票据融资增加 6855 亿元；非银行业金融机构贷款减少 2165 亿元。当月人民币贷款增加 8858 亿元，同比多增 465 亿元。分部门看，住户部门贷款减少 706 亿元，其中，短期贷款减少 2932 亿元，中长期贷款增加 2226 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 8341 亿元，其中，短期贷款增加 1480 亿元，中长期贷款增加 5127 亿元，票据融资增加 1695 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1221 亿元。外币贷款余额 8348 亿美元，同比下降 6.5%。前两个月外币贷款增加 399 亿美元，同比少增 149 亿美元。当月外币贷款增加 24 亿美元，同比少增 51 亿美元。

解读：住户部门的债务扩张依然显著，中长期贷款增加主要来自于房贷、车贷扩张。非金融企业融资需求增长，短期贷款减少，中长期扩张，债务结构调整减轻短期债务压力。非银金融企业去杠杆，收缩业务规模持续，这将收缩金融板块上市公司的潜在利润空间。



数据来源：WIND，英大证券研究所整理

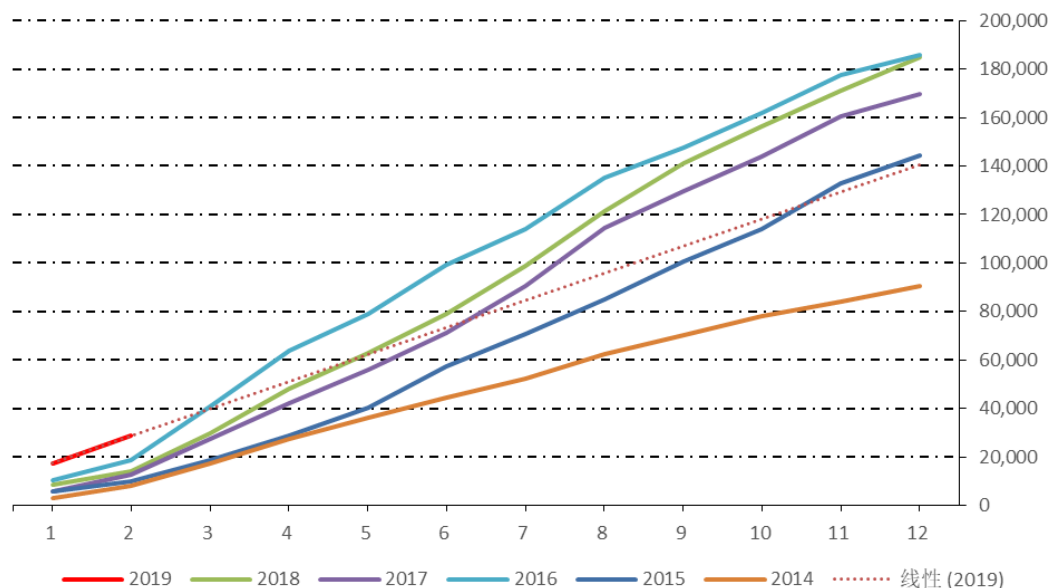
4.2.居民杠杆化结束

2 月末，本外币存款余额 187.23 万亿元，同比增长 8.3%。月末人民币存款

余额 182.1 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 1 个百分点，与上年同期持平。前两个月人民币存款增加 4.58 万亿元，同比多增 1.03 万亿元。其中，住户存款增加 5.19 万亿元，非金融企业存款减少 1.59 万亿元，财政性存款增加 8579 亿元，非银行业金融机构存款增加 1678 亿元。2 月当月人民币存款增加 1.31 万亿元，同比多增 1.61 万亿元。其中，**住户存款增加 1.33 万亿元**，非金融企业存款减少 1.2 万亿元，财政性存款增加 3242 亿元，非银行业金融机构存款增加 6757 亿元。2 月末，外币存款余额 7664 亿美元，同比下降 8.3%。前两个月外币存款增加 388 亿美元，同比少增 60 亿美元。2 月当月外币存款增加 196 亿美元，同比多增 195 亿美元。

解读：人民币存款余额增速 8.6% 低于贷款余额增速 13.4%，意味着整个社会的杠杆化水平在进一步增大。监管当局通过政策指导助力宏观经济的稳定。住户存款大于住户贷款，居民杠杆化趋势减弱。

债券发行量合计

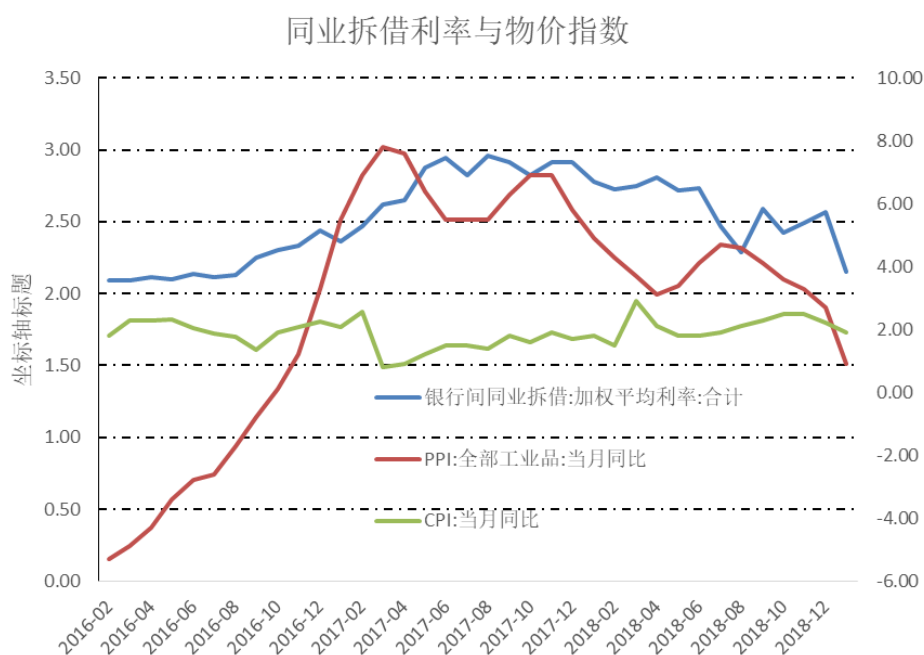


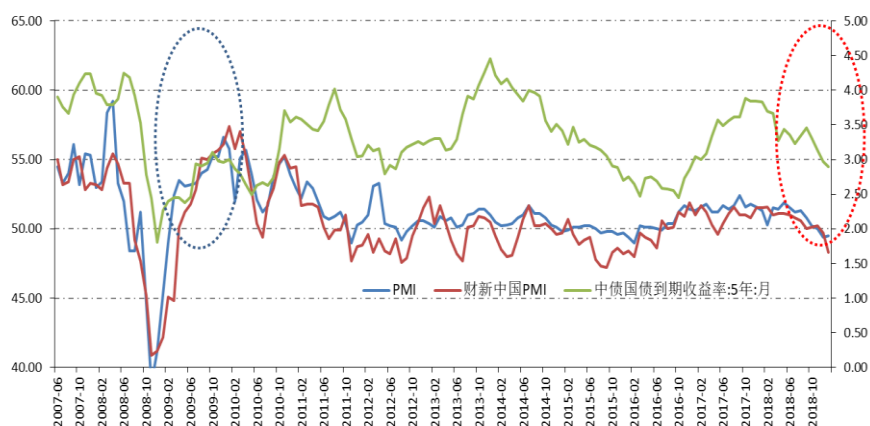
三、受 PPI、CPI、PMI 牵引，央行降息概率增大

2 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 74.02 万亿元，日均成交 4.35 万亿元，日均成交比上年同期增长 33.6%。其中，同业拆借日均

成交同比增长 35.1%，现券日均成交同比增长 102.8%，质押式回购日均成交同比增长 26.6%。2 月份同业拆借加权平均利率为 2.2%，比上月高 0.05 个百分点，比上年同期低 0.53 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.24%，比上月高 0.08 个百分点，比上年同期低 0.63 个百分点。

解读：银行间同业拆借加权平均利率目前来看，将随着 PPI 同比增长放缓而持续下行。CPI 指数的上升并不强劲，使利率水平下降阻力不大，未来利率水平可能由工业品价格主导继续下行。PMI 持续位于荣枯线一下，未来有望降息以适应宏观经济的运行。

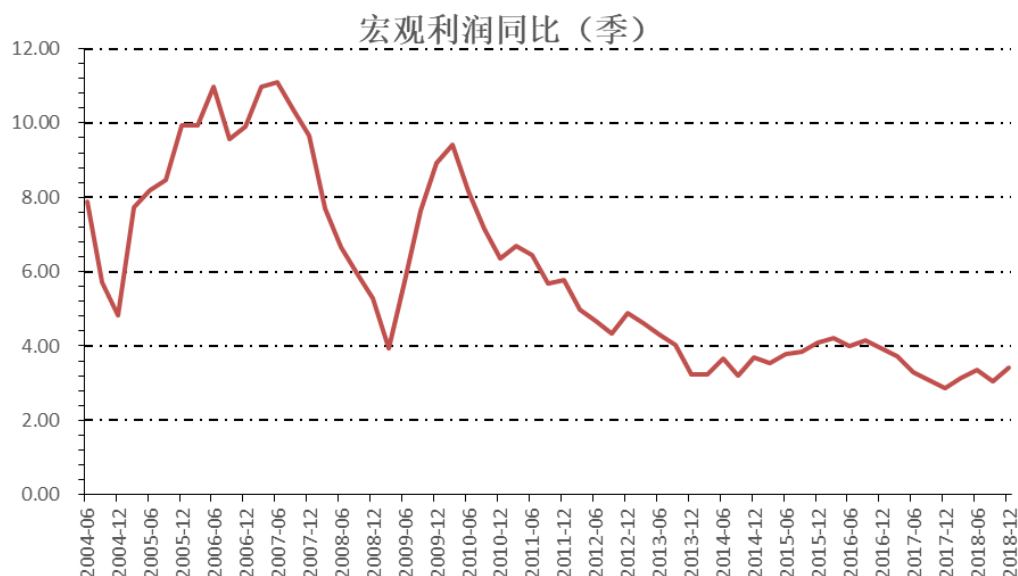




数据来源：中国人民银行，英大证券研究所整理

四、宏观虚拟利润指数止跌

经济疲软时期，市场活动主体的现金流是最为重要的分析依据。总的来说，经济增长与债务成本差形成一个宏观维度下的利润指标。GDP 增长率与资金成本的差值可以作为一个切入点，观察宏观（虚拟）利润的状况。宏观利润的稳定，有利于经济系统的稳定。这保证了当前债务扩张的风险程度是否可以接受。如果宏观利润持续下滑，那么债务扩张是无法持续进行的。反之，宏观利润，债务扩张的风险就会下降。宏观利润为负数，经济系统在宏观层面的现金流循环就不再能够维持，将进入负反馈阶段，产生债务收缩的需要，去杠杆，清债务首先导致现金成本上升，短期资金市场利率水平持续上升，更进一步强化债务出清。宏观利润为正数，经济系统在宏观层面的现金流循环就能够维持，为债务提供保障，市场化的去杠杆压力也不会太大。目前宏观利润持续下滑的趋势有所好转，虽然利润空间很小，但趋势没有进一步向下拓展，有利于保证经济稳定。



数据来源：Wind 英大证券研究所整理

宏观利润水平的提升也可能来自资金成本的下降，降息就可以达到这样的效果。央行在利率层面下调可以对整个经济造成一个积极的反映，优于单纯的货币量扩张。

五、世界 PMI 喜忧参半，警惕 RISK ON

在 2018 年 11 月份的报告中，我们提到美国 CPI 出现回落的特征，如果中美物价水平持续下行，市场对美联储的加息政策将会产生怀疑。美国经济加息的理由将十分薄弱，直至取消。现在来看，美联储取消加息的计划十分明显，甚至在缩表问题上也十分退缩。货币政策出现了我们在 2018 年 11 月份提出的大方向重

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_13781

