

日期：2019 年 3 月 11 日



分析师：胡月晓

TEL: 021-53686171

huyuxiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

《非降准不能缓解资金紧张》

(2016 年 12 月 15 日)

季节波动消除 “双降” 趋势不变

——2019 年 2 月金融数据点评

主要观点:

信贷、货币双回落，并弱于预期

1 月份金融数据我们认为是季节性现象，不具有持续性，即在首月效应过去后，未来的信贷和货币增长仍将延续平稳，且 2 月份将有所回落。市场预期央行趋于放松的货币政策导向，在 2 月数据公布后将得到修正，机构间对于未来货币政策导向的预期分歧，将重新趋于增大。不过，即使货币边际放松的预期分歧虽或扩大，但“松”的主流预期方向仍能保持，毕竟货币当局已释放了明确的信号，货币将在平稳中兼顾经济运行和风险控制需要。

货币、信贷季节性回落不改平稳格局

从金融机构经营的月度间季节性波动看，既然存在着规模激增“首月效应”，就必然伴随有规模快速回落的“次月效应”。因此，2 月份信贷和社会融资增长的较大幅度回落，其实仅是一种季节性波动。2 月份信贷减少主要是短期贷款减少，但从 1-2 月合计看，前 2 月信贷的增加主要集中在短期贷款（含票据融资）上，表明企业部门当期经营的融资需求有所恢复。

宽信用趋势不变

货币、信贷平稳延续的同时，宽信用发展趋势不变。货币环境由“中性偏紧”转向“中性偏松”，必然带来信用环境的改善，因而“宽货币”向“宽信用”转变也是必然。在资管新规等金融监管规范化进程早已完成的当下，宽信用的倾向性格局呈现，并不存在过长时滞。从各融资渠道的经营变化看，非信贷融资有着比信贷融资，更为明显的季节性波动特征。

信贷投放结构改善，企业融资约束缓解

2016 后，中国信贷的高增长局面，可以说是依靠房地产市场的繁荣带动的。货币由偏紧转向偏松，将加快宽信用的发展过程。基于金融回归实体的宽信用，与以往基于房地产融资的宽信用不同，表外融资的复苏将有限，未来的宽信用发展，将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上，如各类债务融资工具的发展，而信托、委贷、票据则不会重现往日辉煌。

货币平稳中价格下降，结构改善

中国未来要维持流动性相对平稳的态势，势必面临以下选择：降准、新创基准货币投放渠道。货币当局的未来政策重心将转向价格，面对市场对经济前景的偏弱预期和价格低迷局面延续，未来降息的概率正在快速上升。下一阶段的“供给侧改革”重心——“降成本”，正在到来中，融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，自然就进入了政策视野，“降息”也就成了未来不可或缺的政策选项。

事件： 2 月份金融数据公布

广义货币增长 8.0%。2018 年 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。

人民币各项贷款增长 13.4%。2018 年 2 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。2 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。

人民币各项存款增长 8.6%。2018 年 2 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。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 月份社会融资规模增量为 7030 亿元，比上年同期少 4847 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 7641 亿元，同比少增 2558 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 105 亿元，同比多减 191 亿元；委托贷款减少 508 亿元，同比少减 242 亿元；信托贷款减少 37 亿元，同比多减 711 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3103 亿元，同比多减 3209 亿元；企业债券净融资 805 亿元，同比多 191 亿元；地方政府专项债券净融资 1771 亿元，同比多 1663 亿元；非金融企业境内股票融资 119 亿元，同比少 260 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币双回落，并弱于预期

1 月份金融数据公布后，我们就认为是季节性现象，不具有持续性，即在首月效应过去后，未来的信贷和货币增长仍将延续平稳，且 2 月份将有所回落。2 月份的金融数据，正印证了我们的判断。

中国 2 月广义货币供应量(M2)同比增长 8.0%，增速比上月末低 0.4 个百分点，和上年末相当，比上年同期低 0.8 个百分点，万得调查中值和均值均为 8.4%，实际增长低于市场预期较多，但也在市场预期范围内，说明市场预期受当期数据影响较大。中国 2 月人民币贷款增加 8858 亿元，同比多增 465 亿元，万得调查中值为 10500 亿元、均值为 9576.9 亿元，实际增长也低于市场预期较多。中国 2 月人民币贷款余额 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。市场预期央行趋于放松的货币政策导向，在 2 月数据公布后将得到修正，机构间对于未来货币政策导向的预期分歧，将重新趋于增大。

表 1 2019 年 2 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	10500	8.4	
Average	9576.9	8.4	
High	13000	8.7	
Low	8000	8.0	
No of Forecasts	14	14	
SHSC	8500	8.4	13.5

数据来源：wind，上海证券研究所

不过，即使货币边际放松的预期分歧虽或扩大，但“松”的主流预期方向仍能保持，毕竟货币当局已释放了明确的信号，货币将在平稳中兼顾经济运行和风险控制需要。

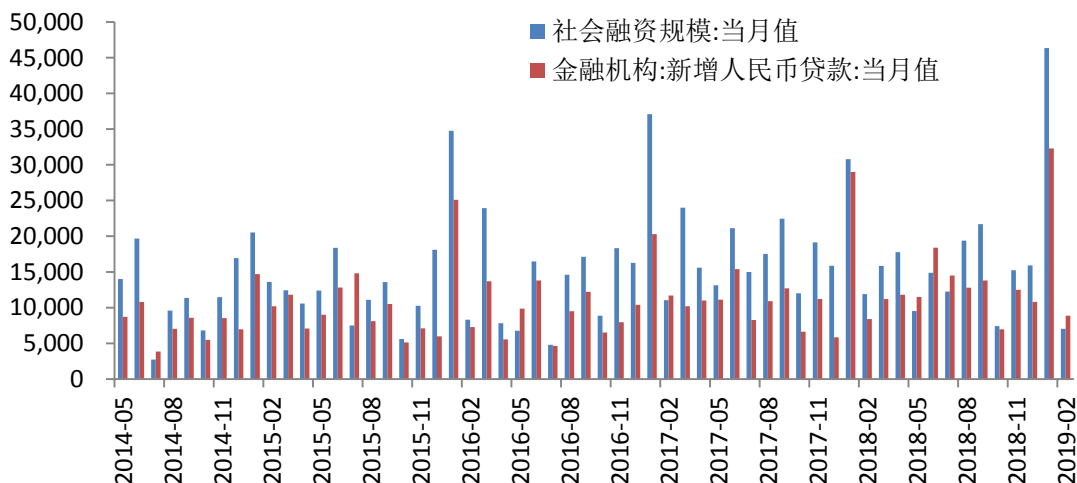
由于货币政策是在保持中性基调下，在坚持“去杠杆”的政策核心下，实行边际放松，实际放松的程度难以有事先的明确界定。加之前期货币、信贷增长的波动表现，使得机构间对货币、信贷增长前景，看法差异扩大。在金融防风险的监管基调下，虽然边际放松的政策微调信号明显，但机构反应整体谨慎，机构间分歧加大。实际上，货币环境的稳中趋松格局，是前期监管收紧冲击过后的市场必然现象。即使没有政策放松，货币环境也会呈现相对前期偏紧局面的边际放松态势。

2. 货币、信贷季节性回落不改平稳格局

上月我们曾指出，1 月份信贷、社会融资及货币的超预期增长，是首月效应下的季节性现象，未来货币、信贷增长将回归正常，并保持平稳格局不变。从金融机构经营的月度间季节性波动看，既然存在着规

模激增“首月效应”，就必然伴随有规模快速回落的“次月效应”。因此，2月份信贷和社会融资增长的较大幅度回落，其实仅是一种季节性波动。另外，春节因素也对1、2月份间的非正常波动有影响。为消除这种季节性波动的影响，我们应该将1-2月份的合计数，作为一个整体来观察。实际上，很多宏观数据都为消除春节因素影响，将1-2月份数据合并公布。

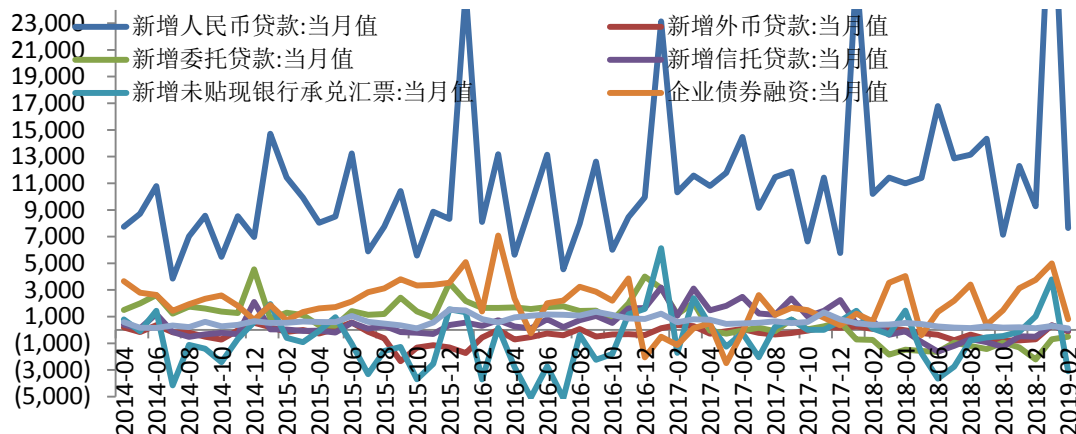
图1 中国社会融资和信贷增长首月效应后季节性回落（亿元，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从社会融资的变动看，2月当月，社会融资规模增量为7030亿元，比上年同期少4847亿元。比当月信贷新增规模还低，说明非信贷渠道规模在缩减，非信贷渠道规模的下降，主要受春节因素影响。1-2月合计看，2019年前两个月社会融资规模增量累计为5.31万亿元，比上年同期多1.05万亿元。因此，社会融资增长平稳格局也不变。

图2 社会融资各渠道增长季节性回落（亿元，月度）

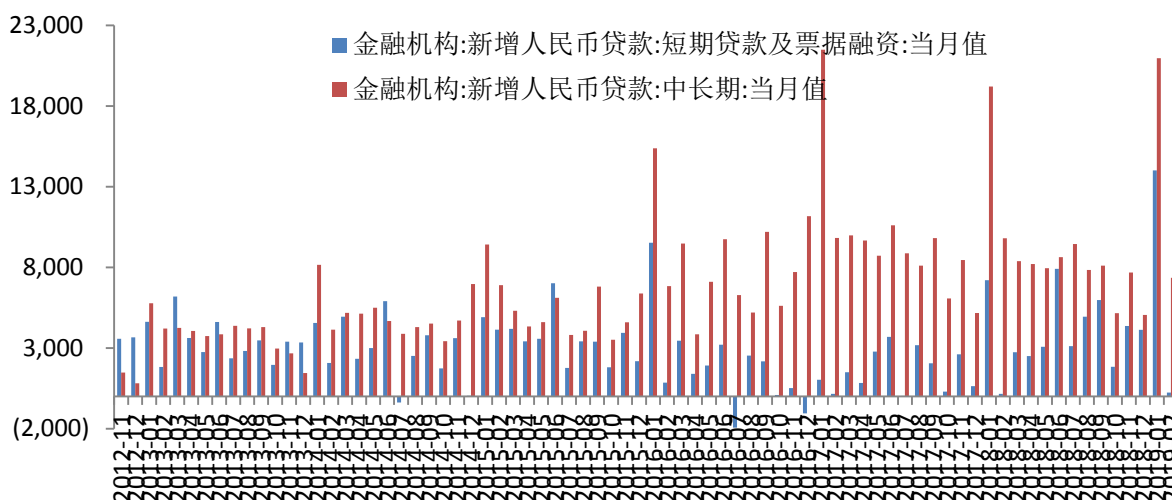


数据来源：Wind，上海证券研究所

2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。2月当月人民币贷款增加8858亿元,同比多增465亿元;1-2月人民币贷款增加4.11万亿元,同比多增3748亿元。可见,合计两月合计的信贷增长仍然表现平稳。

从新增信贷的期限分布看,2月当月人民币贷款增加8858亿元,同比多增465亿元。其中,住户部门短期贷款减少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。前两个月人民币贷款增加4.11万亿元,同比多增3748亿元。其中,住户部门短期贷款减少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。可见,2月份信贷减少主要是短期贷款减少,但从1-2月合计看,前2月信贷的增加主要集中在短期贷款(含票据融资)上,表明企业部门当期经营的融资需求有所恢复。

图3 银行信贷增长各期限都显著回落(亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

总之,在货币政策的中性、稳健基调下,信贷、货币增长的首月效应及相应季节性波动,并不会改变货币环境整体的平稳格局。货币、信贷、社融在首月效应过后,增长皆回落,表明货币环境平稳格局不变,但就“稳健”形势下的度而言,稳中偏松的格局不变。

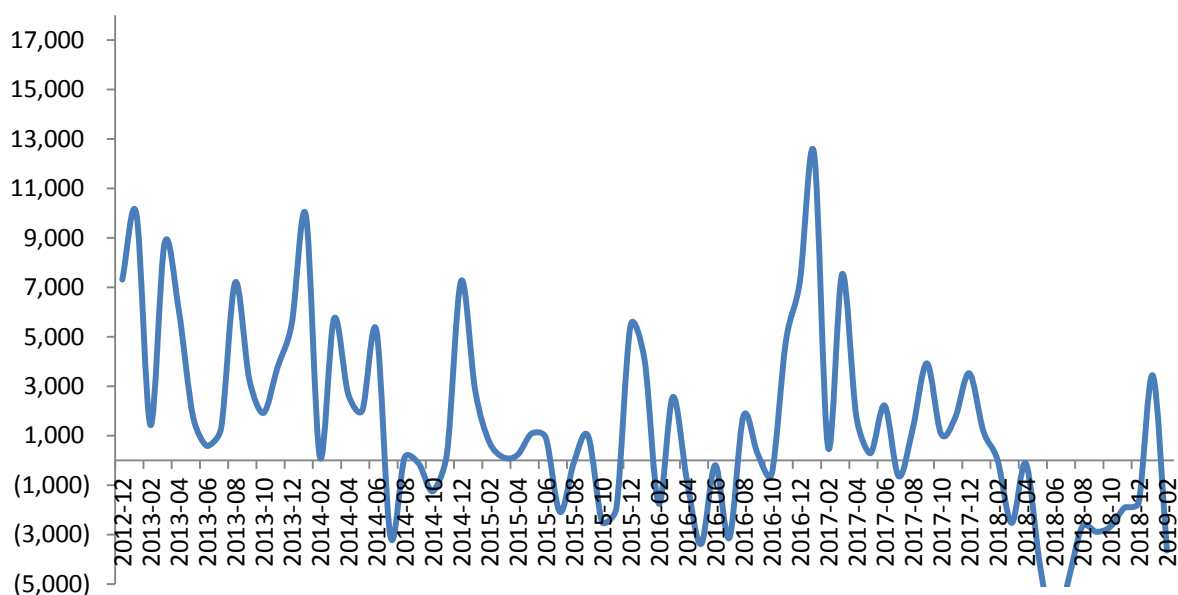
3.宽信用趋势不变

货币、信贷平稳延续的同时,宽信用发展趋势不变。资管新规对金融市场的规范化进程已经完成,金融市场重新进入平稳发展期,市场发展将更规范有序平稳。货币环境由“中性偏紧”转向“中性偏松”,必然带来信用环境的改善,因而“宽货币”向“宽信用”转变也是必

然。在资管新规等金融监管规范化进程早已完成的当下，宽信用的倾向性格局呈现，并不存在过长时滞。

从各融资渠道的经营变化看，非信贷融资有着比信贷融资，更为明显的季节性波动特征。其中，表外融资尤甚。2018 年金融经营规范化后，表外融资野蛮增长的态势改变，增长更为平缓。为防止资金“脱实向虚”，表外融资增长受到了政策的较多关注。1 月份企业部门的票据融资增长突破了 5000 亿元，就不仅引起了货币当局的注意，而且还引发了更高层级管理部门的关注，这直接导致了 2 月份票据融资的快速回落，使得社融中表外融资增长重新回到收缩状态。

图 4 中国表外融资重新收缩（亿元，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

非银行信贷的融资渠道整体减少，主要是表外融资减少的结果，直接融资（市场融资）仍然处于正增长状态，和银行信贷渠道一样，只是表现为少增。季节性波动因素消除后，社会融资中非信贷渠道将会恢复增长态势，表外融资净下降局面也会改变！2 月表外融资，各类别减少为：委托贷款减少 508 亿元，同比少减 242 亿元；信托贷款减少 37 亿元，同比多减 711 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3103 亿元，同比多减 3209 亿元；直接融资增加情况为：企业债券净融资 805 亿元，同比多 191 亿元；地方政府专项债券净融资 1771 亿元，同比多 1663 亿元；非金融企业境内股票融资 119 亿元，同比少 260 亿元。

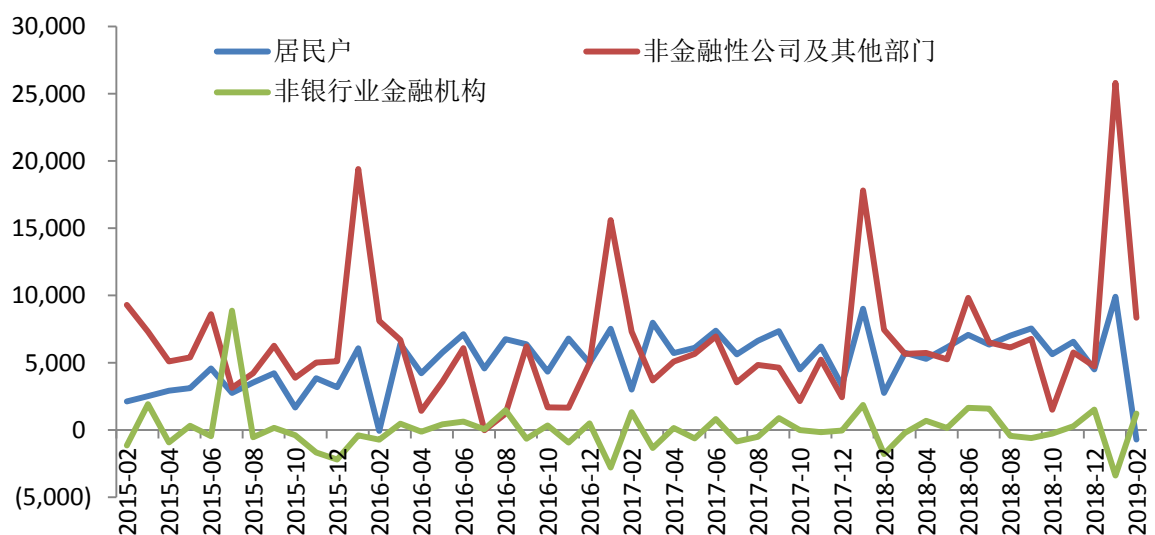
事件影响：对经济和市场

4. 信贷投放结构改善，企业融资约束缓解

2016 后，中国信贷的高增长局面，可以说是依靠房地产市场的繁荣带动的。随着经济运行在底部时间的延长，企业部门在转型的压力下经营难度上升，对信贷的需求下降；另一方面，经济预期疲软+去杠杆的进行，使得资本市场风险日益显性化，运行低迷局面持续，资金空转增加。经济转型带来的持续底部徘徊，以及供给侧改革带来的经济运行中国竞争压力增加，使得中国居民资产配置中对房地产的偏好更趋强烈，因而居民部门的信贷增长。呈现了持续的高增长态势。

2016-2017 年间，中国信贷新增规模的部门分布中，居民家庭户的规模，持续超过了非金融企业及其它部门。2016-2018 年间，中国家庭部门信贷新增规模分别为 63300 亿、71300 亿、73600 亿，同期企业部门新增信贷规模为 61000 亿、67100 亿、83100 亿。

图 5 中国投资增长在信贷、货币平稳带动下再现企稳回升（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

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_13782

