

风物长宜放眼量

——如何看待融资数据

摘要

2月融资数据显示融资规模有所下滑，但合理观察融资数据需要看趋势。2月的下降既有政策节奏调整因素，也有季节性因素。将1-2月融资数据放到一起观察，难言趋势恶化。在经济放缓压力依然存在环境下，政策不会转向，因而实体经济依然将延续回升态势。但另一方面松紧适度的货币政策也意味着政策调整节奏加快和准确度上升，即政策在经济下行压力上升后会明显发力以托底经济，但在融资大幅回升后则会小幅调整，以保证融资总量增速与名义GDP增速不至于脱离过于严重。

因而，我们认为未来社融将延续在波动中小幅回升态势。这意味着经济适度可能性有限，但经济明显回升也不大可能，经济更可能将延续弱势平稳格局。经济波动性的下降也将降低经济基本面对资本市场的影响。

风险提示：经济下行或超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

前期报告

1. 实体弱势环境下融资改善是趋势 (2019-03-10)
2. 关于当前财政状况的几个重要问题 (2019-03-09)
3. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
4. 咬文嚼字看政策：更为务实的坚持发展——评2019年政府工作报告 (2019-03-05)
5. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)
6. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
7. A股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论A股未来走势 (2019-03-04)
8. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察 (2019-03-03)
9. 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观 (2019-02-28)
10. 静待资金进入实体经济——月度经济预测 (2019-02-26)

1 政策节奏变化，融资短期回落

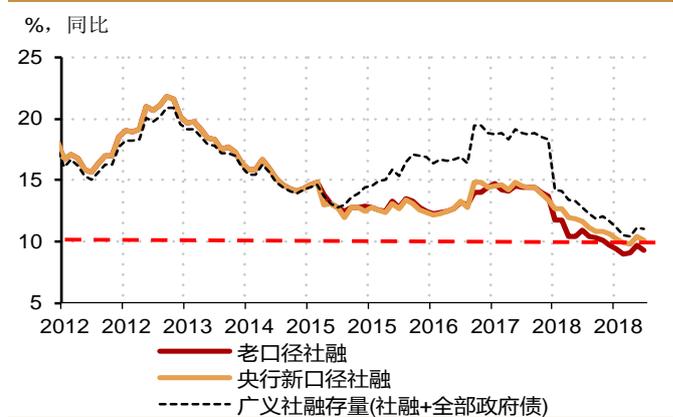
融资节奏短期放缓。央行公布数据显示2月实体融资小幅回落。这种回落一方面由于1月信贷社融大幅放量后的阶段性回调，另一方面也是由于政策对票据等融资的压缩。2月新增社融7030亿元，较去年同期减少4864亿元，社融结束连续两个月的回升态势（图1）。而社融存量同比增速较上月下降0.3个百分点至10.1%（图2），低于我们与市场的预期。未承兑汇票收缩是社融增速下行的主要原因之一，2月未承兑汇票减少3103亿元，同比少增3209亿元。另一方面，1月信贷放量之后出现阶段性回调，对实体经济贷款2月新增7641亿元，同比少增2559亿元。表外融资中信托贷款和委托贷款继续保持小幅收缩情况，2月分别环比下降508和37亿元，合计降幅基本上与上月持平。

图1：融资节奏短期放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：社融存量增速小幅放缓



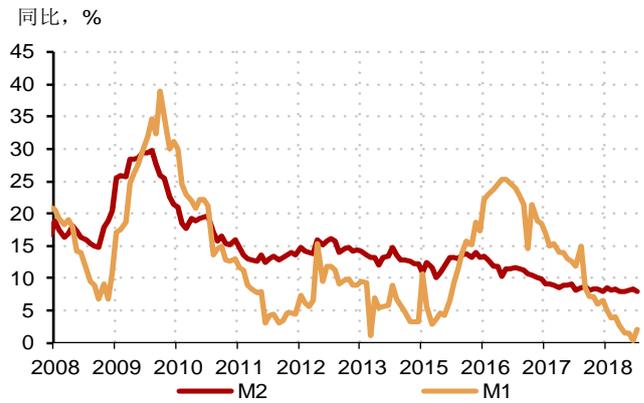
数据来源：Wind，西南证券整理

信贷基本平稳，中长期贷款同比再度少增。2月新增人民币贷款8858亿元，较去年同期增加465亿元。从结构上看，贷款增加依然主要依赖票据，2月新增票据融资1695亿元，同比多增2470亿元。而居民和企业中长期贷款均有所收缩，居民中长期贷款较去年同期少增994亿元至2226亿元，而企业中长期贷款较去年同期少增1458亿元至5127亿元（图3）。中长期贷款在1月短期改善之后再度回落，显示实体融资需求依然相对疲弱。

财政政策或同样有所回撤，与社融增速放缓一同带动广义货币增速下行。由于社融增速出现回落以及财政存款同比大幅多增，广义货币增速开始回落。2月广义货币M2同比增长8.0%，增速较上月下降0.5个百分点。2月财政存款增加3242亿元，同比多增8529亿元，拉低M2增速0.5个百分点。财政存款的大幅多增也显示，2月财政政策可能较之前两个月积极的状况有所回撤。社融增速放缓同样拉低了广义货币增速。而2月狭义货币增速小幅回升，M1同比增速较上月提升1.6个百分点至2.0%（图4），或与高频数据显示的春节后房地产销售增速改善有关。

图 3：票据融资依然是贷款主要支撑因素


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：广义货币增速放缓，狭义货币增速小幅回升


数据来源：Wind，西南证券整理

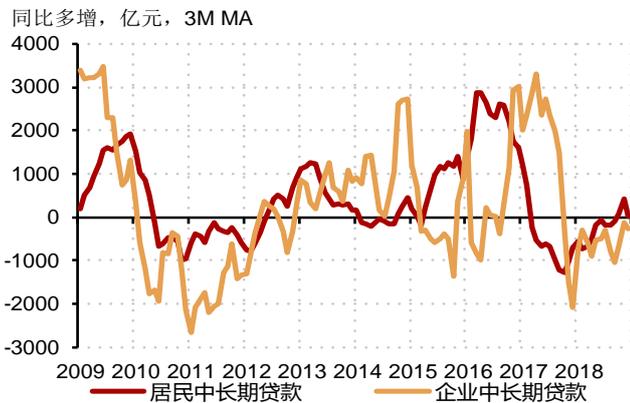
2 关键是融资趋势，而非短期波动

观察实体融资最为关键的是趋势，特别是季节性因素冲击较大，月度数据波动较大情况下。受春节因素以及年初融资投放节奏波动较大等影响，1、2 月甚至 3 月信贷社融数据融资容易发生较大波动，因而观察融资趋势最好将 1-2 月甚至 1-3 月综合起来看。央行行长易刚也在今日答记者问中表示：“一定要把货币信贷数据拉长一些看，……在一个时间序列上，也不要看一个时点，而是要看一个时间序列的移动平均”。因此，最好将 1、2 月数据结合起来观察融资变化趋势。

实体融资总量趋势并未恶化，但结构依然有待改善。1-2 月合计新增社融 5.3 万亿元，同比多增 1.1 万亿元，依然保持同比多增态势。1-2 月合计新增人民币贷款 4.1 万亿，同比多增 3765 亿元。实体融资趋势依然在改善，2 月的放缓可能部分由于季节性冲击，部分由于 1 月融资投放节奏加快后的阶段性回调。但即使将 1、2 月数据放到一起，融资结构并不理想的问题依然存在。1-2 月合计企业中长期贷款同比少增 758 亿元至 1.9 万亿元，信贷增长主要依赖于票据。而社融的增长也主要依赖于票据以及债券融资等。中长期贷款和信托、委托贷款等长期融资依然有待持续改善。

而从政策运行逻辑上说，经济弱势环境下政策将持续宽松，融资回升的趋势不会改变。政府工作报告将发展放到了政策的核心位置，强调要坚持发展的硬道理，坚持发展是第一要务。在平衡防风险和稳增长位置时，要求防风险不能让经济滑出合理区间。因而，在当前经济放缓压力依然存在，并未显著企稳环境下，宽松政策不会改变。政策将继续着力引导资金进入实体经济。因而从政策逻辑上看，社融也需要继续改善。同时叠加去年 3 月开始表外融资剧烈收缩带来的低基数效应，社融存量同比增速也将延续回升态势。

但社融增速也不会大幅回升，央行松紧适度的货币政策决定央行政策进入快节奏精准调控阶段，社融将在波动中小幅改善。央行坚持松紧适度的货币政策，标准是保持广义货币(M2)和社会融资规模的增速与名义 GDP 增速的大体一致。因而如果经济下行压力上升，货币政策需要发力来改善经济增长，但如果社融与 M2 增速发力过猛而显著与名义 GDP 偏离，央行则会很快的调整。在决策层无意追求过高增速的过程中，社融和 M2 难以大幅增长，将延续在波动中小幅回升态势。

图 5：实体融资结构依然有待改善


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：社融依然处于小幅改善过程中


数据来源：Wind，西南证券整理

3 未来货币政策和汇率走势

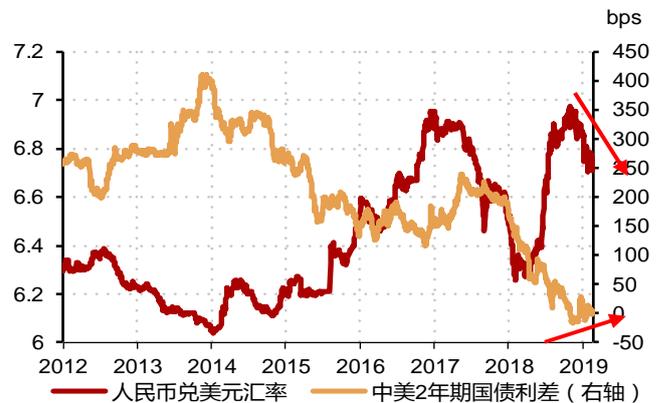
央行将继续降准，但可能不再成为货币增长主要推动因素。货币总量等于基础货币和货币乘数之积，保障货币增长要么增加基础货币，要么提升货币乘数。而降低存款准备金率则是提升货币乘数的主要方式。央行行长易刚在今天答记者问中表示目前存款准备金率还有一定下降空间，但空间比前几年小很多了。同时表示我国目前实际存准率水平基本上和发达国家差不多，在当前阶段，一定的法定存款准备金率还是合适的，必要的。因而，我们认为今年央行虽然还会继续降准，但降准可能不再成为推动货币增长的主要方式。我们预计今年剩余月份央行可能再降准 2 个百分点左右，未来降准空间将持续下降。

降准幅度的下降意味着央行将更多通过投放基础货币来实现货币投放，而在目前市场环境下这需要央行扩大合格抵押品范围，同时，这可能成为央行结构化货币政策工具。央行降准幅度下降意味着央行更为依赖基础货币增长来实现货币增长。但在外汇占款下降环境下，央行投放基础货币主要通过公开市场操作和 MLF、PSL 等工具，这些均需要商业银行向银行提供一定抵押物，特别是合格抵押物。但考虑到债券市场中国债、政策性银行债等高质量抵押物较为有限，地方债发行量也跟不上基础货币增加速度，央行未来可能进一步扩展合格抵押物范围。而另一方面，央行将部分资产纳入合格抵押物，有助于央行实现定向调控，构建结构化货币政策工具，例如定向支持小微和民营企业。

未来一段时间人民币汇率将平稳或小幅升值。随着美国经济走弱与美联储给出暂停加息和提前缩表的预期，外部利率水平明显下行，中美利差开始扩大，带动人民币兑美元汇率从去年末开始升值。而今天央行行长易刚在答记者问时也明确表示：“我们绝不会把汇率用于竞争的目的，也不会用汇率来提高中国的出口，或者进行贸易摩擦工具的考虑，这是我们承诺绝对不这样做的。”我们预计随着美国经济相对于中国经济走弱，中美利差持续扩大，未来一段时间人民币汇率将延续稳中有升态势。

图 7：基础货币增速及来源拆分


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：人民币汇率将延续稳中有升态势


数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-1	2018-2	2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	西南预测 2019-2F	市场预测 2019-2F
GPI	同比%	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	0.9	1.3
PPI	同比%	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.3	0.2
工业增加值真实增速	同比%		7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7			5.3	5.5
固定资产投资名义增速	同比%		7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9			5.1	5.7
消费品零售名义增速	同比%		9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2			8.0	8.0
新增人民币贷款	亿人民币	29000	8393	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	8500	9577
M2增速	同比%	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.5	8.4
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	11.1	44.5	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	-12.0	-7.5
进口名义增速(美元计价)	同比%	36.8	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-8.0	0.1
贸易顺差	亿美元	203.5	337.4	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	228.7	193.2
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.33	6.33	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.70	6.69
存款准备金率	%	17.0	17.0	17.0	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5

数据来源：CEIC，Wind，西南证券。注：市场预测为 Wind 调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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_13819



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>