

日期：2019 年 2 月 18 日



分析师：胡月晓

TEL: 021-53686171

huyuexiao@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)

“首月效应”爆表，未来转向降息

——2019 年 1 月金融数据点评

主要观点:

信贷、货币双超预期，并创新高

当前货币政策趋于放松已成为市场主流预期，1 月份信贷、货币实际增长的超预期回升，将进一步强化这种预期，并消除市场对货币环境预期的分歧。过去较长时间内存在的对货币当局流动性调节形成制约的“去杠杆”，事实上已经消退，保持流动性平稳正成为货币当局的新目标。预计货币当局未来将延续对货币环境趋于宽松的预期引导和管理。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。

首月效应导致信贷、社融多增

中国的社会融资和信贷新增规模在新会计年度的首月，均伴随有显著多增现象。即使在信贷规模等银行经营受到行政约束的年代，中国银行业的首月效应也特别明显。首月效应的一个显著标志是，商业银行信贷增长中，无论是部门分类，还是期限分类，都表现出了同向的回升态势。从新增信贷的期限分布看，增加主要集中在短期贷款上。从贷款的期限类别上看，中长期贷款的政策导向性更强，短期贷款更多地反映了当前经营的状况，因而中长期信贷的较多增长，并非是政策导向的结果，而是银行信贷投放节奏上的“首月”效应而已。2019 年“首月”效应特别突出原因，是政策持续 3 年偏紧后的边际放松，重启了金融体系活力，以及新年首月进行的降准释放了银行扩张空间。

M1-M2 间剪刀差加大，表明宽信用酝酿加速中

宽信用的回归，必然带来 M2 比 M1 持续更快的增长，这个过程中，M2-M1 的差距甚至有可能持续扩大！经济底部徘徊和政策中性的货币格局，使得中国当前 M2 超越 M1 增长的结构特征更加突出：M1 持续位于 M2 下方运行，并不断扩大。货币结构的这种变化表明，虽然金融活性在提高，但货币活性依然低迷；虽然金融支持实体经济的力度已扩大，但货币活性提高依然欠缺经济活力改善这一经济条件，表明经济整体上仍然处在周期底部，经济活力还有待提高。

货币、信贷增长将重趋平稳，降息概率上升

虽然货币政策趋松的倾向还看不到改变迹象，但在“首月”效应过后，信贷、货币快速回升的势头不会延续，1 月份的创纪录信贷和社融增长，不是政策放松加码，未来信贷、货币的增长将重趋平稳！中国货币增长平稳的格局，从根源上看，是中国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。当前货币实际增速显然已接近中性区域，未来货币增长仍进一步提升空间有限。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。

事件： 1 月份金融数据公布

广义货币增长 8.4%。2018 年 1 月末，广义货币(M2)余额 186.59 万亿元,同比增长 8.4%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 0.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 54.56 万亿元,同比增长 0.4%，增速分别比上月末和上年同期低 1.1 个和 14.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.75 万亿元,同比增长 17.2%。当月净投放现金 1.43 万亿元。

人民币各项贷款增长 13.4%。2018 年 1 月末，人民币贷款余额 139.53 万亿元，同比增长 13.4%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点。1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元,同比多增 3284 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 9898 亿元，其中，短期贷款增加 2930 亿元，中长期贷款增加 6969 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 2.58 万亿元，其中，短期贷款增加 5919 亿元，中长期贷款增加 1.4 万亿元，票据融资增加 5160 亿元;非银行业金融机构贷款减少 3386 亿元。

人民币各项存款增长 7.6%。2018 年 1 月末，人民币存款余额 180.79 万亿元，同比增长 7.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 2.9 个百分点。1 月份人民币存款增加 3.27 万亿元，同比少增 5815 亿元。其中，住户存款增加 3.86 万亿元，非金融企业存款减少 3911 亿元，财政性存款增加 5337 亿元，非银行业金融机构存款减少 5079 亿元。

1 月份社会融资规模增量为 46400 亿元，比上年同期多 1.56 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 3.57 万亿元，同比多增 8818 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 343 亿元，同比多增 77 亿元；委托贷款减少 699 亿元，同比少减 10 亿元；信托贷款增加 345 亿元，同比少增 52 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 3786 亿元，同比多增 2349 亿元；企业债券净融资 4990 亿元，同比多 3768 亿元；地方政府专项债券净融资 1088 亿元，同比多 1088 亿元；非金融企业境内股票融资 293 亿元，同比少 207 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币双超预期，并创新高

中国 1 月广义货币供应量(M2)同比增长 8.4%，增速比上月末高 0.4 个百分点，比上年同期低 0.2 个百分点，路透调查中值和均值分别为 8.4% 和 8.2%，实际增长略超市场预期，但也符合市场边际回升的方向判断。中国 1 月人民币贷款增加 3.23 万亿元，同比多增 3284 亿元，路透调查中值为 25000 亿元、均值为 26820 亿元，实际增长大幅超市场预期，进一步印证央行趋于放松的货币政策导向。

中国 1 月人民币贷款余额 139.53 万亿元，同比增长 13.4%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；路透调查中值和均值分别为 13.2% 和 13.1%，实际增长超出市场预期较多。1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元，同比多增 3284 亿元，更是大幅创出市场预期并创新高。

当前货币政策趋于放松已成为市场主流预期，1 月份信贷、货币实际增长的超预期回升，将进一步强化这种预期。尤其是 1 月份的信贷和社会融资增长规模，不仅超出市场预期较多，并创出了历史新高。新增信贷规模创新高的情况表明，过去较长时间内存在的对货币当局流动性调节形成制约的“去杠杆”，事实上已经消退，保持流动性平稳正成为货币当局的新目标。预计货币当局未来将延续对货币环境趋于宽松的预期引导和管理。

表 1 2019 年 1 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	25000	8.4	13.2
Average	26820	8.2	13.1
High	35000	8.8	13.8
Low	15000	7.7	12.4
No of Forecasts	19	19	8
SHSC	26000	8.2	12.9

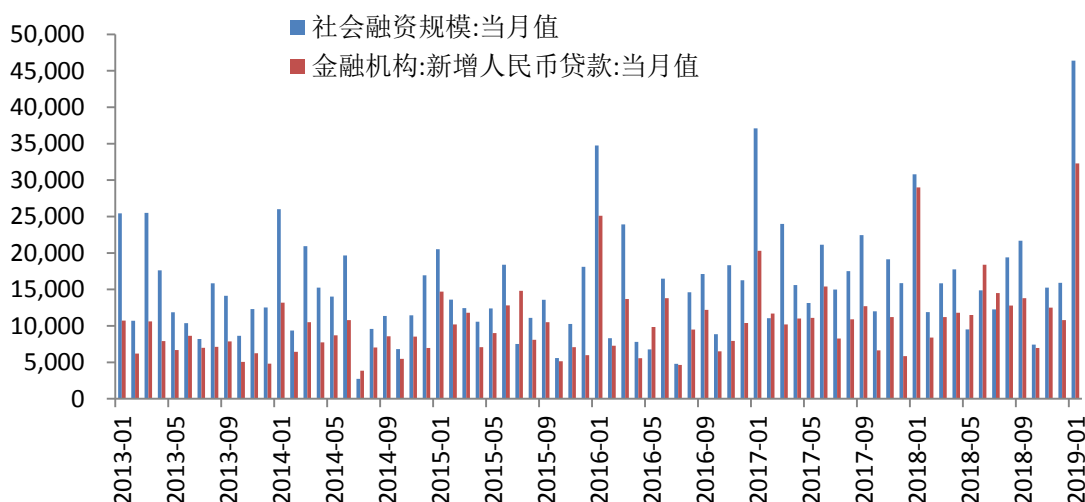
数据来源：Reuters，上海证券研究所

1 月份实际信贷和货币增长数据，将消除市场对货币环境预期的分歧。前期市场对信贷、货币预期的一个显著特征是：平稳趋松中分歧加大！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. 首月效应导致信贷、社融多增

中国的社会融资和信贷新增规模在新会计年度的首月，均伴随有显著多增现象。即使在信贷规模等银行经营受到行政约束的年代，中国银行业的首月效应也特别明显。为了约束信贷投放不均匀，对正常经济运行和流动性环境造成的冲击，货币当局曾对银行的房贷节奏进行了引导和监管，要求商业银行的信贷增长的季度间比例要依“3: 3: 2: 2”的节奏进行。从历史经验看，银行基本上能围绕这个标准进行，但首月效应仍然比较明显。2019 年信贷、社融增长“首月”效应特别突出的原因，是政策持续约 3 年偏紧后，在 2018 年 4Q 前后出现的边际放松，重启金融体系活力，以及新年首月进行的降准释放了银行扩张空间。

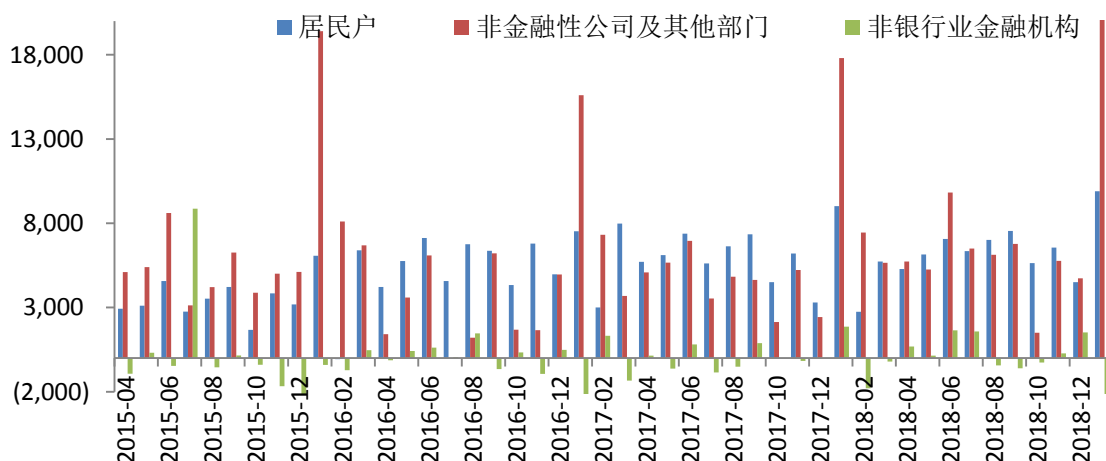
图 1 中国社会融资和信贷增长的首月效应显著（亿元，月度）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

首月效应的一个显著标志是，商业银行信贷增长中，无论是部门分类，还是期限分类，都表现出了同向的回升态势。1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元，分部门看，住户部门贷款增加 9898 亿元，非金融企业及机关团体贷款增加 2.58 万亿元，均比上月有明显增长；受楼市调控政策影响，家庭部门 1 月份增加的信贷规模并不明显，但企业部门和去年同期相比，增加 8000 亿。1 月份新增信贷的部门分布中，唯一例外的是金融同业投放减少，非银行业金融机构贷款减少了 3386 亿元，主要是监管规范效应进一步发酵的结果。较长时间以来，中国货币当局持续将金融支持实体经济，作为监管目的和政策要求，要求金融机构将资金更多地直接进入实体经济，加上“去杠杆”工作地见效，金融同业间资金财务性周转需求大为下降，从而使得银行对非银金融机构地投放减少。

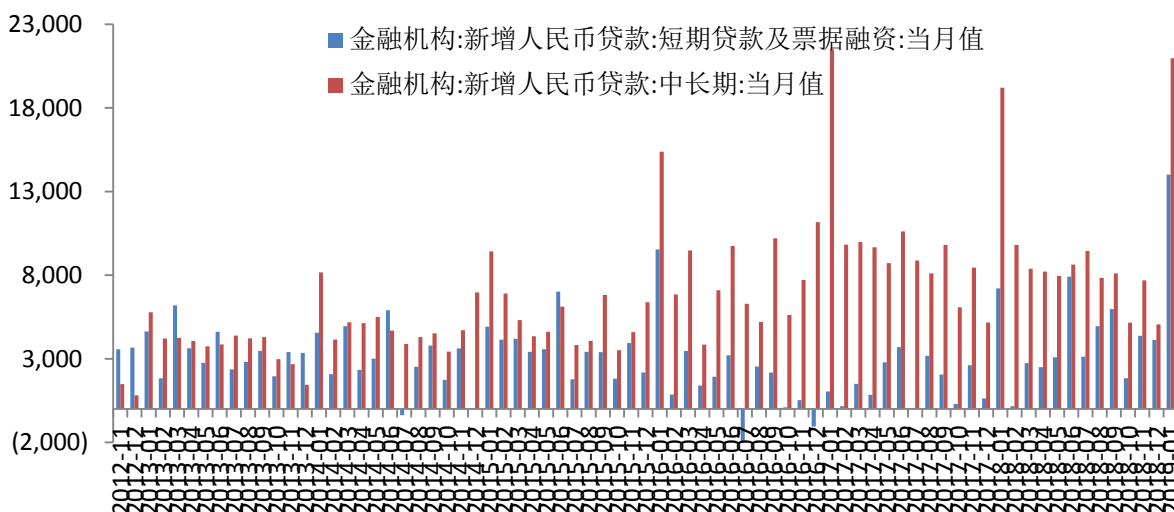
图2 投向实体部门现代显著回升（亿元，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从新增信贷的期限分布看，1月份近3.5万亿的新增贷款规模中，短期贷款及票据融资的当月值为14009亿元，比上月增加9880亿元，比去年同期增加6806亿元；中长期贷款的当月值为20969亿元，比上月增加15914亿元，比去年同期增加1759亿元；可见，增加主要集中在短期贷款上。从贷款的期限类别上看，中长期贷款的政策导向性更强，短期贷款更多地反映了当前经营的状况，因而中长期信贷的较多增长，并非是政策导向的结果，而是银行信贷投放节奏上的“首月”效应而已。

图3 银行信贷增长各期限都显著回升（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

不仅信贷增长存在显著的“首月”效应，中国的社会融资增长也存在显著的“首月”效应。社会融资增长的“首月”效应，并不仅仅是由于构成社会融资最主要成分的信贷增长具有“首月”效应，而是其它非银行融资渠道中，许多融资渠道增长也具有“首月”效应。

3. M1-M2 间剪刀差加大，表明宽信用酝酿加速中

2018 年 1 月末，广义货币(M2)余额 186.59 万亿元,同比增长 8.4%;狭义货币(M1)余额 54.56 万亿元,同比增长 0.4%，货币层次结构间的剪刀差进一步扩大。

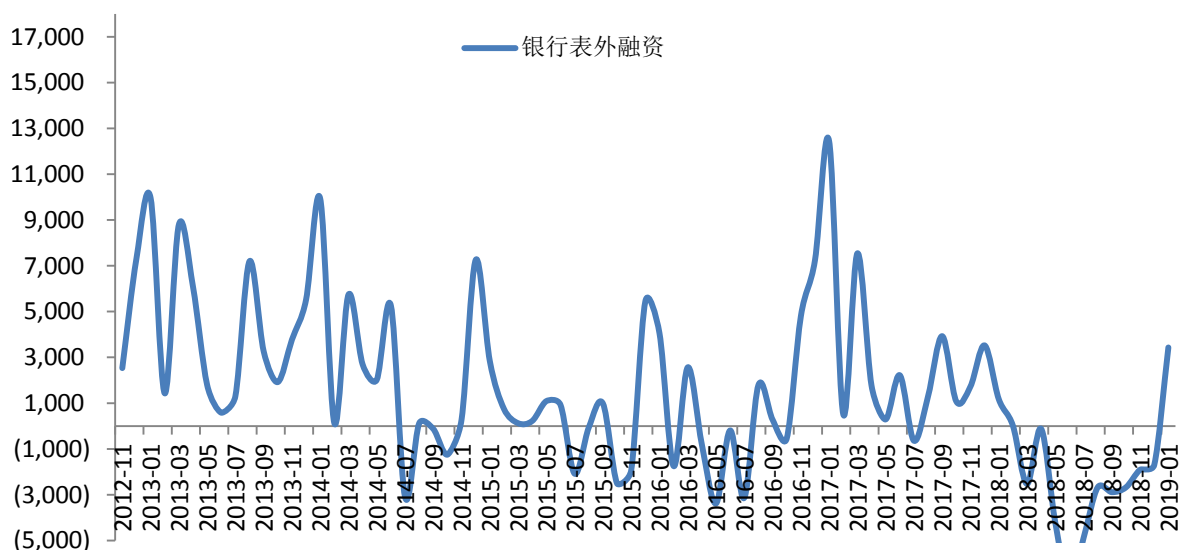
从货币构成的层次看，宽信用的回归，必然带来 M2 比 M1 持续更快的增长，这个过程中，M2-M1 的差距甚至有可能持续扩大！M1 的构成是现金+活期存款，M2 构成是 M1+储蓄存款+企业定存等各类约束性存款+金融同业存款，金融市场发展期间，企业存款增长要远逊于金融工具规模的增长，因而 M2 增长超越 M1 增长具有常态性。

经济底部徘徊和政策中性的货币格局，使得中国当前 M2 超越 M1 增长的结构特征更加突出：M1 持续位于 M2 下方运行，并不断扩大。

伴随金融监管的改善和创新业务的规范，同业业务日益规范，M1 增长落后 M2 增长的程度，甚至不断扩大。货币结构的这种改变，意味着货币活性的降低，货币追逐短期收益的动能下降，意味着资金“脱实向虚”的态势将得到缓解。M2 与 M1 增长间差距扩大，意味着非信贷融资增长超越了信贷增长，银行表外融资规模在持续增加，2018 年下半年以来的“宽信贷”，正在朝“宽信用”转变。从社会融资构成看，主要由委托贷款、信托贷款、未贴现承兑汇票组成的表外融资增长，自 2018 年 6 月越过最低点（当月减少 6915 亿）后，正处于持续的回升当中，2019 年迅速转正为 3432 亿元。

货币结构的这种变化表明，虽然金融活性在提高，但货币活性依然低迷；虽然金融支持实体经济的力度已扩大，但货币活性提高依然欠缺经济活力改善这一经济条件，表明经济整体上仍然处在周期底部，经济活力还有待提高。

图 4 中国表外融资规模持续回升（亿元，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4.金融支持实体经济力度进一步加大

2018 年 4Q 以来，笔者就不断指出，伴随金融改善带来的资金“脱虚向实”发展，中国货币政策的效应重趋积极，持续数年的货币中性时代，已经悄然结束。

在货币效应回复积极的情况下，信贷、货币增长带来的流动性放松，将带来经济活力的直接提升。在投资仍未中国经济增长第一动力的现阶段，中国货币环境的趋松结果，将带来投资的企稳回升格局——信贷、货币回升，将直接带动投资回升。从投资和信贷、货币增长间的进程关系看，在信贷和货币企稳下，2018 年 4Q 以来的投资增长，已呈现了比较明显的企稳迹象！

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

中国流动性环境正处在“宽信贷”向“宽信用”转变过程中，过去信用的过度收缩，只是对先前金融过度创新和风险积聚过快的阶段反映。

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_14190

