

日期：2020 年 2 月 20 日



分析师：胡月晓

TEL: 021-53686171

huyuxiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

基数和季节性因素致信用增长新高

——2020 年 1 月金融数据点评

报告编号:

相关报告:

《经济“内功”提升 金融“双降”延续》

(2020 年 2 月 10 日)

《中国货币政策的时代特征》

(2019 年 7 月 2 日)

《经济欲稳还升、股市徘徊蓄势》

(2019 年 6 月 10 日)

《低利率时代下的 A 股不变回暖趋势》

(2019 年 4 月 9 日)

《中国经济、金融和政策的新变化》

(2019 年 3 月 18 日)

《2019 年中国资本市场有何不同?》

(2019 年 3 月 11 日)

主要观点:

基数效应和季节性效应下社融、信贷新增双创历史新高

在季节性因素影响下,1 月份新增信用规模往往较高,当期新增信贷和社融增量规模,双创历史新高主要是季节性因素和基数效应双抬高的结果。从央行的表态和政策实践看,央行并没有改变稳健货币政策的总基调,但在基准水平提高的情况下,同样增长率带来的增长量仍很庞大,1 月份从绝对规模上看的新增信贷规模和社会融资增长规模,都达到了历史新高。

信贷期限长期化趋势延续

从 2020 年 1 月份新增信贷的期限分布看,信贷期限长期化趋势延续,一般来说,长期信贷对应着投资的增长,这意味着信贷对投资的支持力度加大,另一方面也是投资增长带来的信贷需求延续强劲,亦表明经济内生动力已结束下降进入复苏阶段。

融资回流私人非金融部门,债务结构改善

从新增信贷的部门分布看,1 月份非银行业金融机构贷款减少 1567 亿元。虽然同比减少规模下降,但延续了金融同业投放减少的态势。笔者认为,货币当局持续治理资金回流实体经济,使得资金流向呈现了持续地“脱虚向实”现象,表现在信贷的部门分布上,就是金融同业投放的低迷化和萎缩。从社会融资分布的角度,金融支持实体经济,就是要让融资回流私人非金融部门,货币市场的融资需求自然受到压缩,货币利率自然有下降趋势。

降准、降息仍可期待

按照通常的货币增长中性基准 ($GDP \text{ 增速} + 1/2 * CPI + 1/2 * PPI$),2020 年 M2 在 7.5-8.5 间仍将是政策合意水平,1 月份货币增速 8.4 表明货币环境处在政策舒适区间,短期内货币数量增长将维持平稳。考虑到“疫情”对经济短期运行情况的扰动,2 季度是另一个“降准”的窗口期。通胀形势不对我国的货币政策构成制约,我们的物价水平高涨主要是一般 CPI,核心 CPI 并不高。前期迟迟不出台的“降息”动作,除了受到前期以一般 CPI 衡量的高通胀影响外,更主要的因素为基准利率体系转换改革。

事件：1 月份金融数据公布

广义货币增长 8.4%。2020 年 1 月末，广义货币(M2)余额 202.31 万亿元，同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平；狭义货币(M1)余额 54.55 万亿元，与上年同期持平，同比增长 0%，分别比上月末和上年同期低 4.4 个和 0.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.32 万亿元，同比增长 6.6%，当月净投放现金 1.61 万亿元。

人民币各项贷款增长 12.1%。2020 年 1 月末，人民币贷款余额 156.45 万亿元，同比增长 12.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 1.3 个百分点。1 月份人民币贷款增加 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 6341 亿元，其中，短期贷款减少 1149 亿元，中长期贷款增加 7491 亿元；企（事）业单位贷款增加 2.86 万亿元，其中，短期贷款增加 7699 亿元，中长期贷款增加 1.66 万亿元，票据融资增加 3596 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1567 亿元。

人民币各项存款增长 8.7%。2020 年 1 月末，人民币存款余额 195.81 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 0.7 个百分点。1 月份人民币存款增加 2.88 万亿元，同比少增 3935 亿元。其中，住户存款增加 4.24 万亿元，非金融企业存款减少 1.61 万亿元，财政性存款增加 4002 亿元，非银行业金融机构存款增加 5701 亿元。

1 月末社会融资规模存量为 256.36 万亿元，同比增长 10.7%。初步统计，2020 年 1 月社会融资规模增量为 5.07 万亿元，比上年同期多 3883 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 3.49 万亿元，同比少增 744 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 513 亿元，同比多增 170 亿元；委托贷款减少 26 亿元，同比少减 673 亿元；信托贷款增加 432 亿元，同比多增 87 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1403 亿元，同比少增 2384 亿元；企业债券净融资 3865 亿元，同比少 964 亿元；政府债券净融资 7613 亿元，同比多 5913 亿元；非金融企业境内股票融资 609 亿元，同比多 320 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷超预期投放，货币超预期回落

2020 年 1 月份，人民币贷款增加 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元，超出市场预期较多；广义货币(M2)余额 202.31 万亿元，同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平，低于市场预期。

疫情发生后，市场预期将会有对冲政策，尤其是货币、信贷将放松，但从时间点上，1 月份应未受到疫情冲击，春节前市场并未对货币、信贷有大幅放松的预期。由于 2019 年底 12 月份的货币增长有较大回升，市场延续惯性预期，对 2020 年 1 月份的货币增长有较高预期；对此，笔者认为，2012 年 12 月份的货币增长跃升为异动点，根据中国基础货币增长能力不足的基本情况，未来货币增速会回落至常态。由于经济运行压力持续偏紧，市场对货币政策的预期也在中性总基调上有所微调，“中性偏紧”逐渐转向“中性偏松”。但从 2019 年全年的货币和信贷增长情况看，货币中性得到了很好的贯彻，全年货币环境维持平稳。

2020 年 1 月广义货币供应量同比增长的 WIND 调查中值和均值分别为 8.6%和 8.3%，分布区间为 (8.4,8.7)，笔者处在市场最低区间；实际增长也落在最低区间。中国 1 月份人民币贷款增加的主流预期不到 30000 亿元，预期分布为 (25000,32000) 亿，市场预期之所以比较低，主要是认为去杠杆和稳健政策基调对新增信贷有影响。

表 1 2020 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	28500	8.6	
Average	28900	8.6	
High	32000	8.7	
Low	25000	8.4	
No of Forecasts	10	10	
SHSC	12000	8.4	12.3

数据来源：Wind，上海证券研究所

2. 基数效应下社融、信贷新增双创历史新高

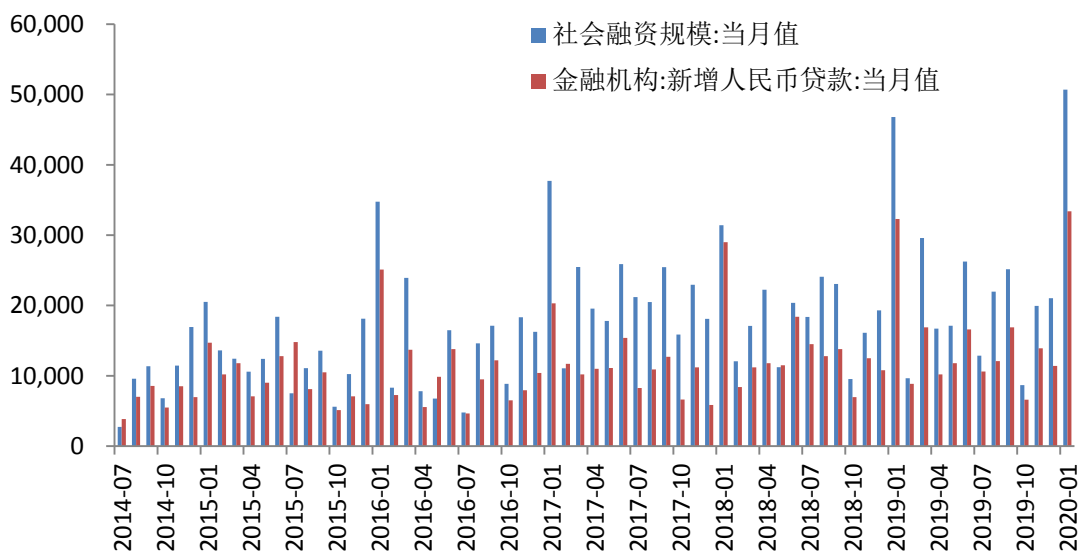
在季节性因素影响下，1 月份新增信用规模往往较高，当期新增信贷和社融增量规模，双创历史新高主要是季节性因素和基数效应双抬高的结果。从央行的表态和政策实践看，央行并没有改变稳健货币政策的总基调，但在基准水平提高的情况下，同样增长率带来的增长量仍很庞大，1 月份从绝对规模上看的新增信贷规模和社会融资增长规模，都达到了历史新高。

从增长比率上看，1 月份信贷余额同比增长为 12.1%，增速分别比上

月末和上年同期低 0.2 个和 1.3 个百分点，延续了持续下降态势，可见信贷新增规模的巨大，主要是基数抬高的结果。

与信贷存量同比增速稳中趋降态势不同，中国社会融资余额的增长保持相对平稳，2019 年以来甚至呈现了稳中偏升的态势，表明笔者一直预期的“稳信贷”下“宽信用”渐现的趋势不变。在社融增长平稳的情况下，在更高的基数基础上，社会融资规模增量更是体现了跳升的态势，2020 年 1 月社会融资规模增量为 5.07 万亿元，比上年同期多 3883 亿元。新增信贷和社会融资增量双创历史新高。

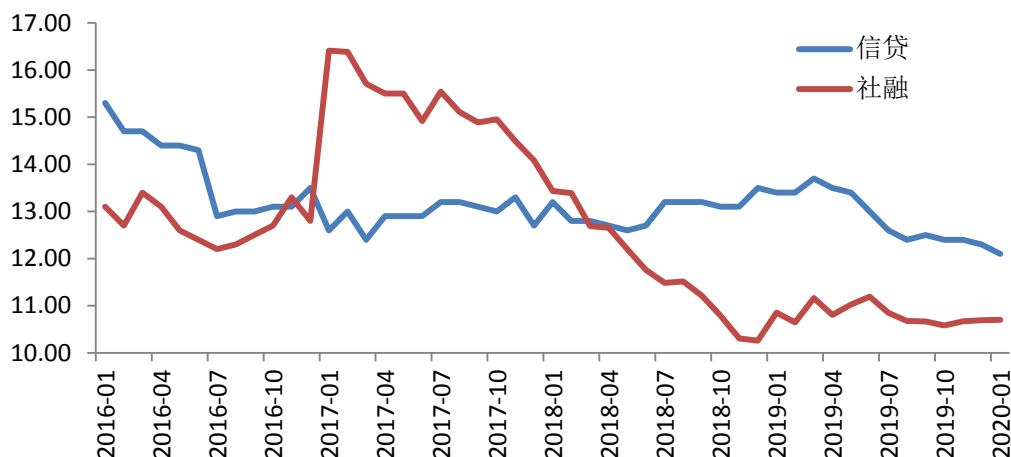
图 1 中国信贷增长和社融增长的规模双创历史新高（亿元，月）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2020 年 1 月末社会融资规模存量为 256.36 万亿元,同比增长 10.7%。从增长趋势上看,社会融资存量同比增长趋势并无下降趋势。基于“宽信用”发展的判断,以及资本市场在中国未来宏观调控中重要性提高,中国未来的流动性创造主要依靠资本市场,因而社会融资增长未来将呈现“稳中偏升”态势,社会融资同比增速和信贷存量同比增速间的差距,将会缓慢缩小。显然,资本市场成了中国经济进入“底部徘徊”阶段后,新增流动性的主要消纳场所,从而使得同期的货币政策效应由积极转向中性。资本市场发展带来的一个直接变化是,社融在风险管理和流动性格局中的重要性显著上升。

图2 中国信用存量同比增长的变化(%, 月度)

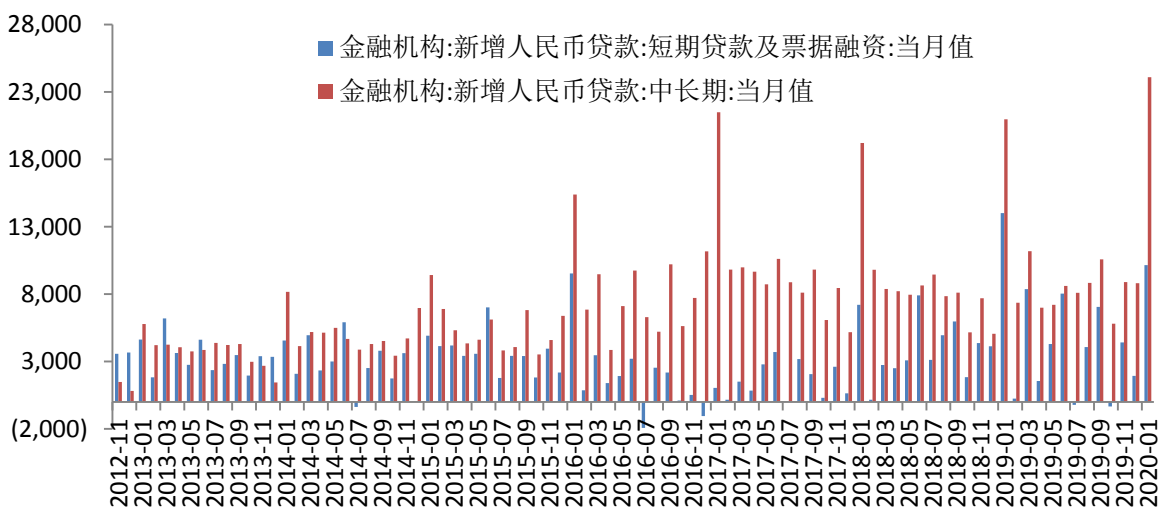


数据来源: Wind, 上海证券研究所

3. 信贷期限长期化趋势延续

从2020年1月份新增信贷的期限分布看,信贷期限长期化趋势延续,一般来说,长期信贷对应着投资的增长,这意味着信贷对投资的支持力度加大,另一方面也是投资增长带来的信贷需求延续强劲,亦表明经济内生动力已结束下降进入复苏阶段。1月份国内投放的人民币新增贷款3.42万亿,其中短期贷款为1.01万亿,中长期贷款为2.41万亿。分部门看,住户部门贷款增加6341亿元,其中,短期贷款减少1149亿元,中长期贷款增加7491亿元;企(事)业单位贷款增加2.86万亿元,其中,短期贷款增加7699亿元,中长期贷款增加1.66万亿元,票据融资增加3596亿元;非银行业金融机构贷款减少1567亿元。住户部门信贷期限长期化,表明家庭部门信贷需求主要来源于住房按揭,1月份的长期贷款多增有季节性因素。企业部门的信贷增长也以中长期为主,表明投资性融资需求较高,经济活力有增强趋势。

图3 新增信贷的长期化趋势延续(%)



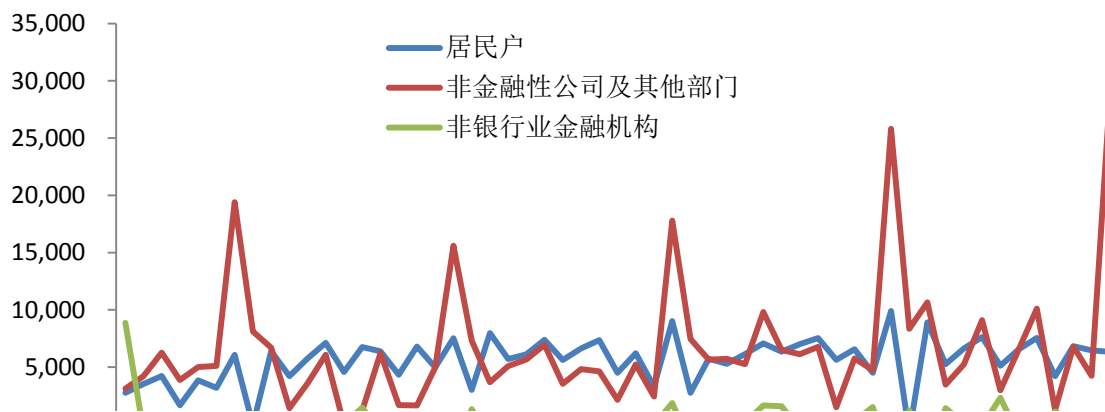
数据来源: Wind, 上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4.融资回流私人非金融部门，债务结构改善

从新增信贷的部门分布看，1月份非银行业金融机构贷款减少1567亿元。虽然同比减少规模下降，但延续了金融同业投放减少的态势。笔者认为，货币当局持续治理资金回流实体经济，使得资金流向呈现了持续地“脱虚向实”现象，表现在信贷的部门分布上，就是金融同业投放的低迷化和萎缩。从社会融资分布的角度，金融支持实体经济，就是要让融资回流私人非金融部门，货币市场的融资需求自然受到压缩，货币利率自然有下降趋势。从银行间市场的交易情况看，交易量的增长虽然呈现为正增长，但增长幅度显著低于资本市场的融资增长情况。1月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交83.79万亿元，日均成交4.93万亿元，日均成交同比增长3.6%。其中，同业拆借日均成交同比下降10.7%，现券日均成交同比增长26.2%，质押式回购日均成交同比增长2.1%。资金空转减少带来了货币市场上的流动性需求下降，因此利率也呈现了波动下降的趋势。1月份同业拆借加权平均利率为1.99%，分别比上月和上年同期低0.1个和0.16个百分点；质押式回购加权平均利率为2.08%，分别比上月和上年同期低0.02个和0.08个百分点。

图4 新增信贷中金融同业投放低迷态势延续（当月，亿元）



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_7107

