

日期：2020 年 1 月 17 日

货币增速回落中迎来降息

——2019 年 12 月金融数据点评



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:

《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:

信贷平稳、货币超预期回升

信贷增长符合预期且符合中性政策基调；货币增长超出预期，且明显与央行中性政策基调不合，与货币当局一直以来维持货币环境平稳的各种政策行为也有出入。信贷增长符合预期，表明货币当局仍然贯彻执行货币中性的政策基调，单独超预期回升的货币，表明市场环境和经济环境发生了变化，央行货币操作的环境在悄然中发生了变动。

货币、信贷的不同变化：经济内生活力增强

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，央行仍在努力维护中性货币环境，并引导市场流动性平稳延续的预期。从信贷和货币增长间的组合关系看，信贷增长超越货币增长时期为“宽信贷、紧货币”组合时期，信贷增长低于货币增长时期为“宽货币、紧信贷”时期。这是因为在现代信用货币体系下，信贷投放就是信用创造，因而货币增长和信贷增长在趋势上是一致的，但不同经济周期经济运行状况差异，对信贷和货币增长间组合形式表现有影响。

货币结构改善助力经济韧性

中国当前的货币环境是“中性偏松”格局下的平稳，货币增长的平稳不仅有利于整体经济运行的平稳，也有利于结构改善。从企业部门的信贷投放规模看，企业部门的信贷投放放在银行投放中的主体地位重新得以确立，企业部门超越居民部门的信贷投放规模明显上升！结合两部门贷款的用途和流向，显然可见新增信贷更多的流向了实业部门，而不是房地产市场。未来将有更多的新增资金流向企业部门，资金的“脱需向实”局面将得到进一步发展。在经济“底部徘徊”的末期，企业部门的信贷投放将更多地表现为中长期信贷，实际情况正是如此；可以预见，在企业部门中长期信贷增长的支持下，制造业投资的复苏将延续，投资结构将进一步改善。当前货币和信贷增长间差异表现的经济基础，经济内在活力基础逐渐夯实，造成了货币超预期显著回升的态势，尽管这个过程未来仍会反复，但货币和投资的表现都证明了这个趋势，未来经济见底走稳的趋势不会变。

货币增长回落中迎来降息

2019 年末的广义货币增速难以持续。尽管经济活力复苏带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。尽管短期的通胀压力延缓了降息的出台，但降息对中国经济平稳运行的必要性，一直不能消除。预计中国 2020 年将推出自己的核心通胀指标，届时一般 CPI 对政策的制约影响将消除，“降息”也就成了未来不可或缺的政策选项，尽管暂时条件不具备，但未来 3-6 月内出台，仍是大概率事件。

事件：12 月份金融数据公布

广义货币增长 8.7%。2019 年 12 月末，广义货币(M2)余额 198.65 万亿元,同比增长 8.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 0.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 57.6 万亿元,同比增长 4.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 2.9 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.72 万亿元,同比增长 5.4%。全年净投放现金 3981 亿元。

人民币各项贷款增长 12.3%。2019 年 12 月份，人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比多增 543 亿元。全年人民币贷款增加 16.81 万亿元，同比多增 6439 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7.43 万亿元，其中，短期贷款增加 1.98 万亿元，中长期贷款增加 5.45 万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 9.45 万亿元，其中，短期贷款增加 1.52 万亿元，中长期贷款增加 5.88 万亿元，票据融资增加 1.84 万亿元；非银行业金融机构贷款减少 933 亿元。

人民币各项存款增长 8.7%。2019 年 12 月末，人民币存款余额 192.88 万亿元，同比增长 8.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 0.5 个百分点。全年人民币存款增加 15.36 万亿元，同比多增 1.96 万亿元。其中，住户存款增加 9.7 万亿元，非金融企业存款增加 3.29 万亿元，财政性存款增加 301 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.15 万亿元。12 月份，人民币存款增加 5995 亿元，同比多增 5079 亿元。

12 月份社会融资规模增量为 21030 亿元，比上年同期多 1719 亿元。2019 年社会融资规模增量累计为 25.58 万亿元，比上年多 3.08 万亿元（社会融资规模统计口径有所完善）。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 16.88 万亿元，同比多增 1.21 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 1275 亿元，同比少减 2926 亿元；委托贷款减少 9396 亿元，同比少减 6666 亿元；信托贷款减少 3467 亿元，同比少减 3508 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 4757 亿元，同比少减 1586 亿元；企业债券净融资 3.24 万亿元，同比多 6098 亿元；政府债券净融资 4.72 万亿元，同比少 1327 亿元；非金融企业境内股票融资 3479 亿元，同比少 127 亿元。12 月份社会融资规模增量为 2.1 万亿元，比上年同期多 1719 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷平稳、货币超预期回升

2019 年 12 月份，人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比多增 543 亿元，符合市场预期；广义货币同比增长 8.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 0.6 个百分点，显著超出市场预期。

2019 年以来，中性货币政策基调越发深入人心，货币当局将维持流动性环境的平稳，早已成为了市场共识。对央行的各种货币政策操作，如降准、各种工具投放等，都是为了货币市场的平稳，市场一直没有形成流动性将趋宽松的预期。

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。

中国 12 月广义货币供应量同比增长的路透调查中值和均值分别为 8.4% 和 8.3%，分布区间为 (8.1, 8.6)，预测分布较为集中，符合正态特征，说明预期比较一致，平稳是市场共识；实际增长超出预期较多，且落在分布区间外，明显超出了央行维持货币环境中性的界定。中国 12 月份人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比增长 12.3；路透调查中值为 11930 亿元、均值为 11593 亿元，预期分布为 (9500, 14660) 亿，预测分布趋于集中，新增信贷规模实际增长基本符合市场预期；同比增长亦是。

表 1 2019 年 12 月的中国信贷和货币市场预测情况 (亿元, %)

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	11930	8.4	12.4
Average	11593	8.3	12.4
High	14660	8.6	13.0
Low	9500	8.1	12.2
No of Forecasts	31	32	10
SHSC	12000	8.3	12.4

数据来源：Reuters，上海证券研究所

信贷增长符合预期且符合中性政策基调；货币增长超出预期，且明显与央行中性政策基调不合，与货币当局一直以来维持货币环境平稳的各种政策行为也有出入。信贷增长符合预期，表明货币当局仍然贯彻执行货币中性的政策基调，单独超预期回升的货币，表明市场环境和经济环境发生了变化，央行货币操作的环境在悄然中发生了变动。

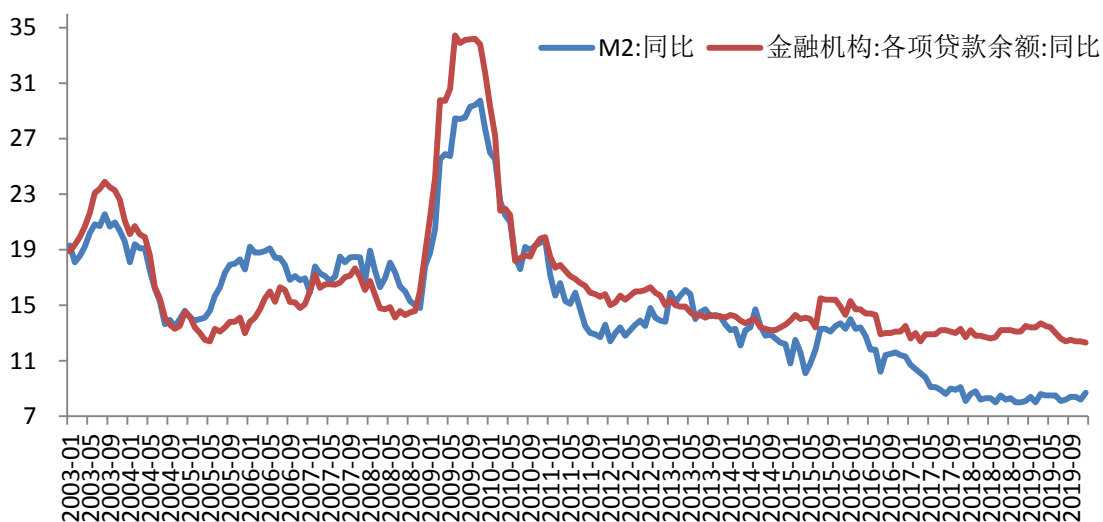
2. 货币、信贷的不同变化：经济内生活力增强

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，央行仍在努力维护中性货币环境，并引导市场流动性平稳延续的预期。

央行 2020 年度工作会议明确要坚持实施稳健的货币政策；在新年首日的降准公告中，央行专门明确，降准主要为对冲季节性资金需求冲击，稳健货币政策取向没有改变。

在现代信用环境下，商业银行体系的信贷投放就是信用创造，银行系统创造出的信用经过金融系统的放大后，成为各种层次的流通货币；中央银行通过基础货币投放和各种监管框架，控制商业银行信用创造的规模；各类经济活动主体通过和金融机构的互动，进一步将商业银行通过信贷活动创造的信用放大。从中国经济的实践看，中国商业银行的信用扩张意愿一直比较强劲，并不存在西方成熟市场的不愿放贷现象，因而货币政策对商业银行的信用创造一直有比较直接和强烈的影响；对于整个金融体系进一步的信用创造能力，则受金融经营行为影响，而金融经营活跃与否又受监管环境变化、及各类非金融经营主体的行为影响，一般来说，在经济低迷时期，整个金融系统的信用放大效应会下降，同样的信贷增长伴随着较低的货币增长，而在经济繁荣时期，同样的信贷增长会带来更大的货币增长，笔者之前曾专门撰文称，从信贷和货币增长间的组合关系看，信贷增长超越货币增长时期为“宽信贷、紧货币”组合时期，信贷增长低于货币增长时期为“宽货币、紧信贷”时期。这是因为在现代信用货币提下，信贷投放就是信用创造，因而货币增长和信贷增长在趋势上是一致的，但不同经济周期经济运行状况差异，对信贷和货币增长间组合形式表现有影响。

图 1 中国信贷增长和货币增长间的不同组合关系 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

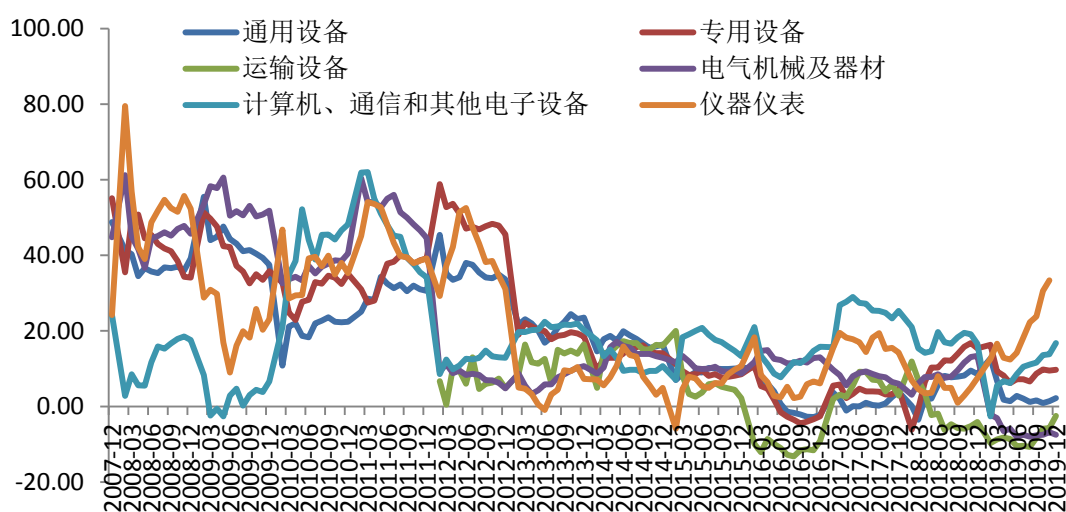
显然，2005-2008 年期间，中国经济处在繁荣阶段顶点时期，彼时央行对商业银行的信贷创造高度管控，经济活跃使得同样信贷创造带来了更高的货币增长；在 2009 年和 2010 年的上半期，由于金融市场受损带来的信用放大效应下降，货币增长赶不上信贷增长，货币和信贷

的组合由前期的“宽货币、紧信贷”转向了“宽信贷、紧货币”；之后信贷和货币间组合形式表现的变化，也应经济活跃与否而变，自2012年中国经济进入“底部徘徊”阶段以来，货币增速持续低于信贷增速，亦从一个侧面印证了经济活力不足的客观现实，同时的经济运行压力也较为明显。

从经济运行本身的角度，经济“迂回”程度是内在动力观察的合适视角，经济进步总是伴随着生产迂回程度的提高。经济繁荣时，经济产业链条变长，生产的迂回程度提高；经济低迷时则正好相反。在经济低迷时期，因总需求增长的放缓，各类环节的增长放缓，但越是远离终端消费环节，放缓的程度就越严重。生产的迂回程度进展和经济网络运行的协调性提升，是经济运行质量提升的根本，尽管从统计指标上看的宏观数据可能仍然没有变化，甚至更进一步低迷，但只要社会的生产迂回程度重新开始恢复进展，资本品网络的协调性开始增强，那么经济运行质量提升的效果终究将体现。

当微观经营主体企业家们感受到市场接近出清，或创新变化带来的新机会的同时，远端的投资就会开始缓慢和暗中增加(不能被市场明显观察到)。经济放缓过程中带来的迂回性缩短现象将终止，投资逐渐倾向于远离终端消费，资本品网络间的协调性上行。这正是中国经济当前已发生，却因未显性化而未被市场观察到的现象。更进一步地，制造业细类中更为远离消费阶段部门的投资增长开始企稳，则更为显著地体现了生产迂回程度重新增长，全社会生产的资本密集度程度结束下行的新发展趋势。同样在，2019年1季度前后，中国制造业投资中从生产的迂回程度看，最为远离终端的计算机、通信与其它电子设备，电气机械及器材，通用设备，专用设备，都进入了走稳或回升阶段。

图2 制造业中的投资迂回程度正在提升(‰，月度)



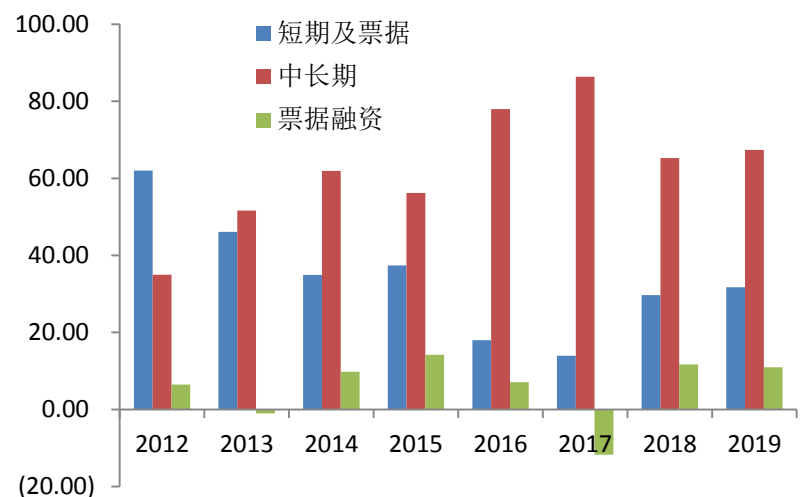
数据来源: Wind, 上海证券研究所

从投资迂回程度回升的角度，经济见底态势明了，从投资结构看，迂回程度已回升，表明经济内生动力已回升，经济活力增强，这也使得“紧信贷、宽货币”组合会重现，商业银行同样的信贷投放会有更大的信用创造。这正是当前货币和信贷增长间差异表现的经济基础，经济内在活力基础逐渐夯实，造成了货币超市场预期显著回升的态势，尽管这个过程未来仍会反复，但货币和投资的表现都证明了这个趋势，未来经济见底走稳的趋势不会变。

3. 信贷期限重趋长期化

12 月份新增信贷的一个显著变化是，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。2016-2017 年，受监管完善的影响，融资表外转表内持续推进，使得体外空转、短贷长用的资金陆续回归到表内长期融资项下，同期信贷长期化属性异常高，新增信贷中长期比重 2016 年为 78.0%，2017 年达 86.4%；然而，这种新增信贷的中长期化趋势并没有延续，随着监管规范化进程的完成，信贷长期化现象快速回落，2018 年新增信贷长期化比重仅为 65.3%，表明经济内生增长动力在下降。2019 年，中国新增信贷的中长期化比重回升到 67.4%，从另一个侧面表明经济内生增长动力结束下降，进入回升阶段。

图 3 中国企业部门信贷增长的期限分布（亿元）

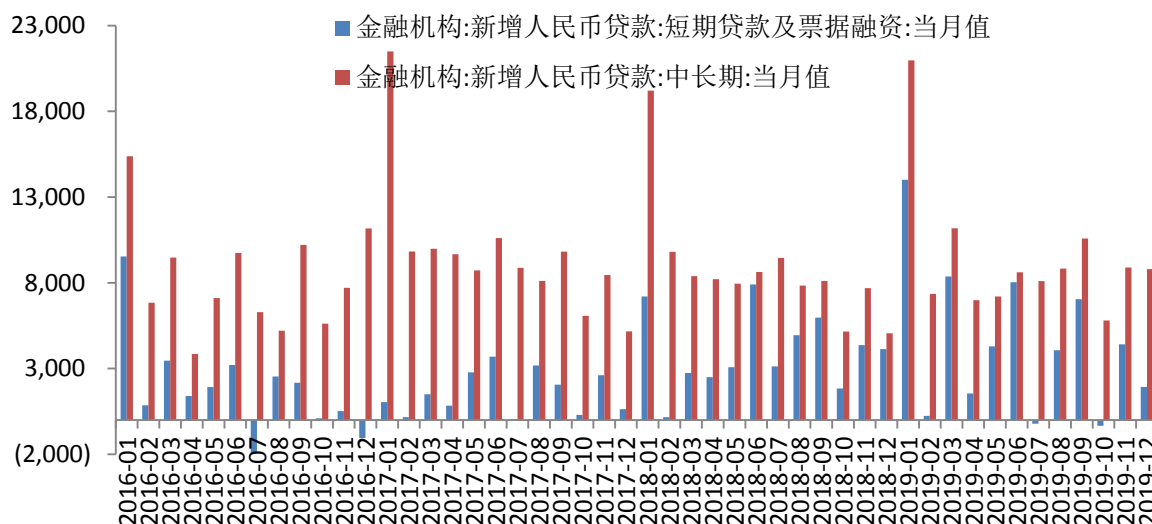


数据来源：Wind，上海证券研究所

12 月份，人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比多增 543 亿元。分期限看，中长期贷款增加 8802 亿，持平于上月；短期贷款增加 1932 亿，比上月显著减少。住户部门贷款增加的 6459 亿元中，短期贷款增加 1635 亿元，中长期贷款增加 4824 亿元，可见居民按揭仍是家庭部门

信贷增长主力，且增长稳定；非金融企业及机关团体贷款增加 4275 亿元中，短期贷款增加 262 亿元，中长期贷款增加 3978 亿元，票据融资增加 35 亿元。全年来看，人民币贷款增加 16.81 万亿元，同比多增 6439 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7.43 万亿元，其中，短期贷款增加 1.98 万亿元，中长期贷款增加 5.45 万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 9.45 万亿元，其中，短期贷款增加 1.52 万亿元，中长期贷款增加 5.88 万亿元，票据融资增加 1.84 万亿元。

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.融资表内化和长期化增强经济真实发展动力

在“去杠杆”、“防风险”及资金回流实体的政策综合作用下，银行表外融资的增长已经处于持续萎缩状态，预计未来趋势仍将持续。因此，未来社会融资的增长，主要看资本市场融资发展前景，融资的长期化倾向将更加明显。融资长期化趋势的发展，显然有助于长期投资的发

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_7698

