



东兴证券
DONGXING SECURITIES

货币宽松效果初现，降息降准仍在路上

——2019年12月金融数据点评

2020年1月17日

宏观经济 事件点评

首席宏观分析师	王宇鹏	电话: 010-66554151	邮箱: wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480519070003
研究助理	杨城弟	电话: 010-66555383	邮箱: yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480119070054

事件:

央行公布 2019 年 12 月金融数据，社融存量同比增长 10.69%，前值 10.67%，M2 同比增长 8.7%，前值 8.2%；新增社融 2.1 万亿，前值 1.99 万亿，新增人民币贷款 1.14 万亿，前值 1.39 万亿。2019 年全年社融增量 25.58 亿元，较上年多增 3.08 万亿，人民币贷款增量 16.88 万亿，多增 1.21 万亿。

观点:

1. M2 增长超预期，货币宽松效果显现

12 月 M1 同比增速 4.4%，较上月回升 0.9 个百分点，M2 同比增速 8.7%，较上月回升 0.5 个百分点，M1 同比增速超预期，企业居民流动性改善；M2 增长超预期，存款分项中财政存款减少量低于往年同期，企业、居民新增存款仍高于历史同期，降息等货币政策边际宽松效果显现。

2. 剔除口径调整影响社融依然稳健

12 月社融存量增长 10.69%，增速基本与上月持平，新增社融 2.1 万亿，同比多增 1719 亿；12 月社融口径调整后加入“国债”与“地方政府一般债”，与地方政府专项债合并成为“政府债券”；原口径下 12 月社融增量 1.7 万亿，同比多增 1071 亿，原口径下社融存量增长 11.62%，基本与上月增速持平；剔除口径调整影响社融增量与增长依然稳健。新口径中地方政府一般债券资金主要用于没有收益的公益性项目支出，其收支纳入一般公共预算管理，还本付息主要来源为一般预算收入，此次口径调整加入国债地方政府一般债或出于支持货币政策与财政政策的协调的考虑。

从分项看，新增信托贷款、委托贷款减少量超千亿，主要源于非标贷款到期，受委托贷款新规和房地产信托管控等影响，19 年新增非标贷款较低，导致 12 月表外融资大幅缩减；日前银保监会表态“对个别机构的资管产品，特别是银行理财产品，适当给予灵活措施安排”，因此 2020 年监管强化对表外融资约束的可能性不大。最后 12 月新增未承兑汇票接近 1000 亿，属于季节性波动，2015 至 2018 年 12 月新增未承兑汇票均环比走高。

3. 企业贷款结构继续改善，房地产销售拉高居民长贷

12 月人民币贷款 1.14 万亿，同比多增 600 亿，其中新增企业中长期贷款 3978 亿，同比多增 2002 亿，新增居民中长期贷款 4824 亿，同比多增 1745 亿；12 月为贷款淡季，人民币贷款增量仍超预期，且结构继续优化，说明表内融资需求继续改善；新增企业中长期贷款持续优化可能源于企业资本开支意愿提升，投融资需求有所回暖，随着逆周期调节政策逐渐落地，预计 2020 年 1 季度企业中长期贷款将继续优化；12 月新增居民中长期贷款同比环比均实现多增，结合房企销售及价格数据，居民长贷增加可能源于房企“以价换量”，折价销售，另一方面部分地区房地产调控政策边际放松，拉升 12 月房地产销售额。12 月票据融资仅录得 262 亿元，4 季度以来票据真实背景审核和套利监管趋严，票据融资需求放缓，12 月票据直贴、转贴利率位于较

低水平。

4. 预计 2020 年 M2 增长继续回升

2019 年社融、M2 增长基本实现与名义经济增速匹配，结构上，表外融资逐渐向表内转化，信贷、债券融资占比均有所提升。2020 年央行将依据稳增长压力灵活适度调整货币政策操作，并逐步降低实体企业融资成本。我们认为当前实体融资成本较高，银行负债成本约束贷款基准利率下行，央行依然存在降准降息的可能性，节奏上政策操作集中在上半年的概率较大，随着外需不确定性下降，下半年 PPI 同比或将触底回升，通缩有望缓解，下半年降息概率不大。2020 年预计社融存量增长达 11% 左右，M2 增长至 9% 左右。此外随着金融和资本账户逐渐放开，需关注汇率波动和外汇占款增长对货币流动性和降准必要性影响。

风险提示：经济增长不及预期，货币政策宽松不及预期

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

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_7701

