

如何科学地看待融资需求？

——2019年12月金融数据点评

固定收益简报

事件：

2020年1月16日，人民银行发布了2019年12月份的金融数据：广义货币同比增长8.7%，狭义货币同比增长4.4%。全年人民币贷款增加16.81万亿元，外币贷款减少79亿美元；全年人民币存款增加15.36万亿元，外币存款增加301亿美元。12月份社会融资规模增量为2.1万亿元，比上年同期多0.17万亿元。

◆ 如何科学地看待融资需求？

2019年12月新增人民币贷款1.14万亿元，新增社会融资规模2.1万亿元，略高于市场的预期。2019年以来，我们注意到一个有趣规律：某个月金融数据低，部分投资者便倾向性地认为实体经济“缺乏融资需求”，下个月数据高，便认为“需求回来了”，再下个月数据又低，便认为“又缺乏需求了”。很显然这是不对的，实体经济对融资需求不会变化得这么迅速。

我们倾向性地认为，调控主体正在力争避免金融数据的大起大落，但是由于影响信贷、社融、M2增长的因素较多，因此很难做到各项指标的绝对平稳。而且，当某月信贷大幅多增之后，为了保持总量上的稳定，就需要相应压低下个月的增量，因此我们常会看到信贷增长“一个月高，一个月低”的现象。例如，19年11月人民币贷款较上年同期多增1400亿元，12月就出现了增长规模的下降。

此外，对于所谓“没需求”的现象，我们需要更加理性地去看。客观地讲，在任何一个时间点上，银行不是会面临缺乏需求（或说是缺乏项目）的问题就是会被缺乏额度所困扰。而且，在经济下行周期内通常表现为缺乏需求。换句话说，“缺乏需求”是一个频繁出现的客观现象，只要情况不严重便不足为虑。

此外，2019年12月社融存量和M2的同比增速分别为10.7%和8.7%，分别较2018年同期提高了0.4个和0.6个百分点，表明了金融支持实体经济力度的增加。19年前三季度GDP名义增速为7.2%，预计全年增速也接近这个数值，其与广义货币和社会融资规模增速相匹配。进一步看，金融数据增速略高于名义GDP增速，这体现出了逆周期调节的强化。

事实上，在过去的一段时间内，实体经济的融资需求已经得到了较为明显的改善。2019年一季度以来，季调后的贷款需求指数正在持续上升，2019年四季度已经上升至68.2，较2018年四季度提高了2.4个百分点。

◆ 风险提示

受到猪肉价格和基数因素的影响，2020年初的CPI大概率进一步升高，且该段时间地方政府债券会密集发行，这将对债券市场的情绪造成扰动，从而给长期利率品的估值带来压力。

分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

危玮肖（执业证书编号：S0930519070001）
010-58452070
weiwx@ebsecn.com

邬亮（执业证书编号：S0930518040003）
010-58452047
wuliang16@ebsecn.com

邵闯（执业证书编号：S0930519050004）
021-52523677
shaocuang@ebsecn.com

联系人

李枢川
010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

相关报告

三维度评价地方政府综合实力——地方债研究专题之二
.....2019-10-21

探索各省地方债收益率差异的“秘密”——地方债研究专题
.....2018-11-21

“稳增长”还是“去杠杆”？——7月30日政治局会议感触：
.....2019-07-30

包商银行破产处置方案引发的思考——用TLAC解决负向宏观外溢性
.....2019-07-26

债券市场以稳为主——光大证券2019年下半年利率债投资策略
.....2019-06-19

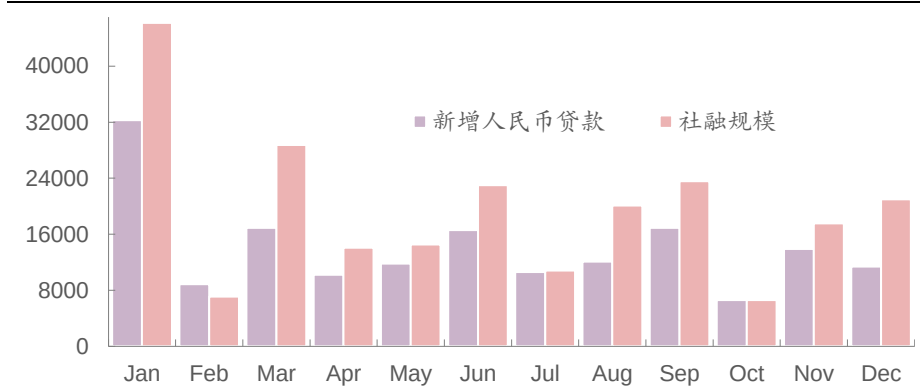
事件：

2020年1月16日，人民银行发布了2019年12月份的金融数据：广义货币同比增长8.7%，狭义货币同比增长4.4%。全年人民币贷款增加16.81万亿元，外币贷款减少79亿美元；全年人民币存款增加15.36万亿元，外币存款增加301亿美元。12月份社会融资规模增量为2.1万亿元，比上年同期多0.17万亿元。

1、如何科学地看待融资需求？

2019年12月新增人民币贷款1.14万亿元，新增社会融资规模2.1万亿元，略高于市场的预期。2019年以来，我们注意到一个有趣规律：某个月金融数据低，部分投资者便倾向性地认为实体经济“缺乏融资需求”，下个月数据高，便认为“需求回来了”，再下个月数据又低，便认为“又缺乏需求了”。很显然这是不对的，实体经济对于融资的需求不会变化得这么迅速。

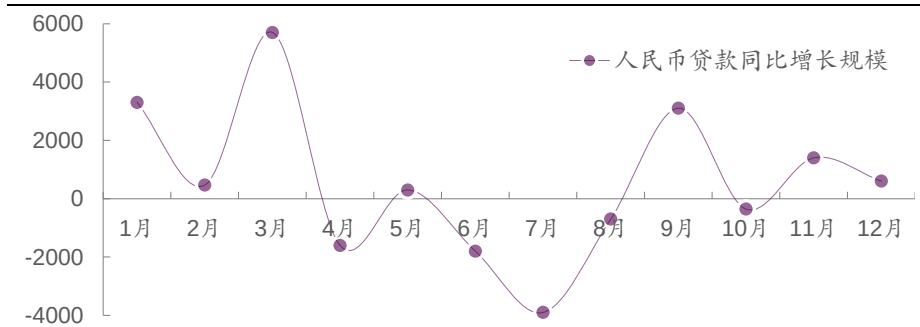
图表 1：2019 年各月新增人民币贷款和社融规模



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

我们倾向性地认为，调控主体正在力争避免金融数据的大起大落，但是由于影响信贷、社融、M2 增长的因素较多，因此很难做到各项指标的绝对平稳。而且，当某月信贷大幅多增之后，为了保持总量上的稳定，就需要相应压低下个月的增量，因此我们常会看到信贷增长“一个月高，一个月低”的现象。例如，19 年 11 月人民币贷款较上年同期多增 1400 亿元，12 月就出现了增长规模的下降。

图表 2：2019 年各月新增人民币贷款较上年同期多增规模

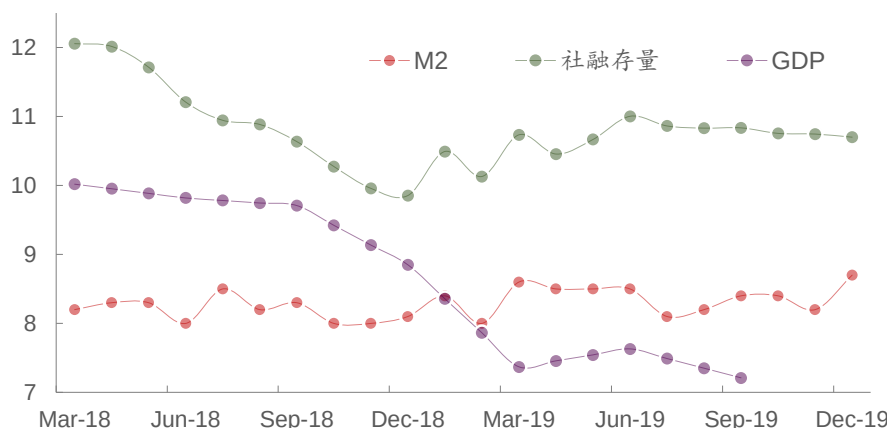


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

此外，对于所谓“没需求”的现象，我们需要更加理性地去看。客观地讲，在任何一个时间点上，银行不是会面临缺乏需求（或说是缺乏项目）的问题就是会被缺乏额度所困扰。而且，在经济下行周期内通常表现为缺乏需求。换句话说，“缺乏需求”是一个频繁出现的客观现象，只要情况不严重便不足为虑。

此外，2019 年 12 月社融存量和 M2 的同比增速分别为 10.7% 和 8.7%，分别较 2018 年同期提高了 0.4 个和 0.6 个百分点，表明了金融支持实体经济力度的增加。19 年前三季度 GDP 名义增速为 7.2%，预计全年增速也接近这个数值，其与广义货币和社会融资规模增速相匹配。进一步看，金融数据增速略高于名义 GDP 增速，这体现出了逆周期调节的强化。

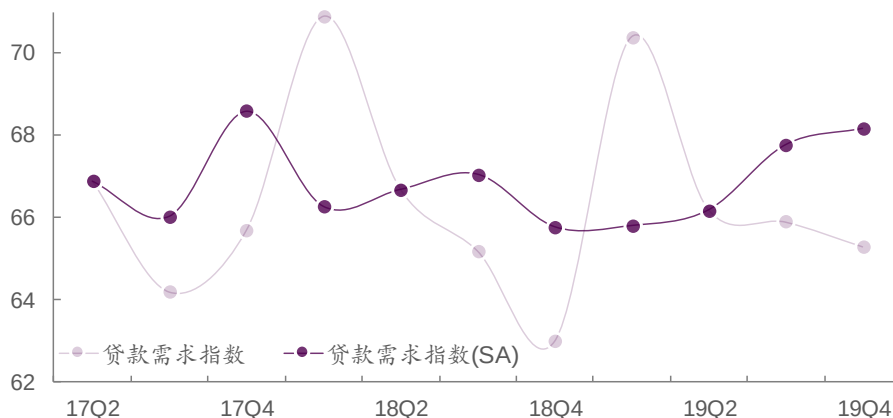
图表 3：M2、社融、名义 GDP 增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 数据截至：2019 年末

事实上，在过去的一段时间内，实体经济的融资需求已经得到了较为明显的改善。2019 年一季度以来，季调后的贷款需求指数正在持续上升，2019 年四季度已经上升至 68.2，较 2018 年四季度提高了 2.4 个百分点。

图表 4：贷款需求指数



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

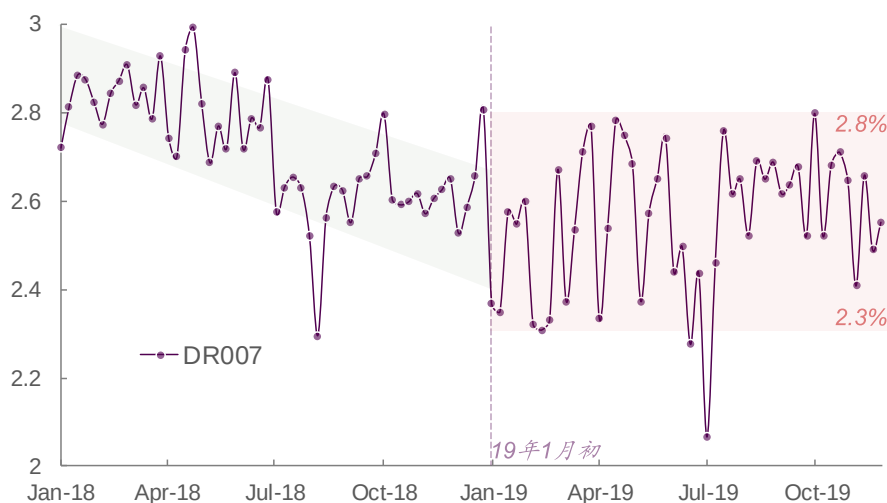
2、实体经济的融资需求是如何改善的？

2019 年经济下行压力加大，但是货币政策仍保持稳健，并没有出现传统意义上的“放松”，那么实体经济的融资需求是如何被改善的？我们认为，2019

年央行的逆周期调节更多地体现于疏通货币政策传导机制上，而非“大水漫灌”。在传统的货币政策调控框架下，应对经济下行基本靠“放水”，但现在货币政策的抓手多了，针对性实效性进一步提升了，也就不再需要浪费那么多“水”了。

事实上，我们并不太建议简单地用“松”或“紧”去描述当前的货币政策，这正如人民银行孙国峰司长于19年4月25日国新办吹风会中所说的那样：“原来并没有放松，现在也谈不上收紧”。从数据上看也是如此，除去“包商银行事件”之后和年末财政投放这两段较为特殊的时间外，2019年DR007的水平都稳定地保持在[2.3%, 2.8%]区间内，并没有形成趋势性的下行。

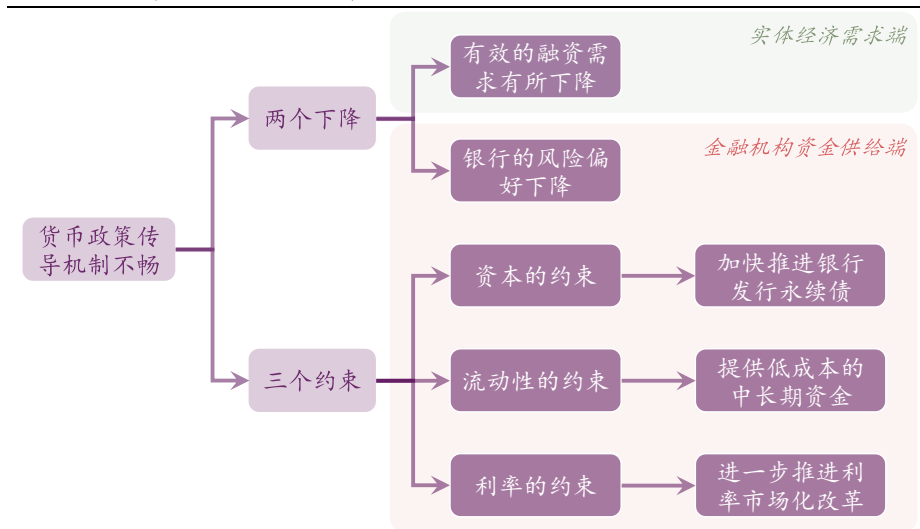
图表 5：DR007 利率（2018 年 vs 2019 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 数据截至：2019 年 12 月末

近两年来，商业银行的信贷投放既受到有效融资需求下降和商业银行风险偏好下降的影响，又受到商业银行资本金、流动性、利率等方面的约束。很显然，“大水漫灌”式的货币投放无助于解决问题，反而会固化结构扭曲、推高债务并累积风险，找准问题的源头并精准发力才是解决问题的根本之策。不难发现，人民银行正在从供需两端共同夯实货币政策传导的微观基础，利用多种货币政策组合所建立的激励相容机制缓解资本金、流动性、利率这三个方面的约束。

图表 6：货币政策传导过程中面临的“两个下降”和“三个约束”

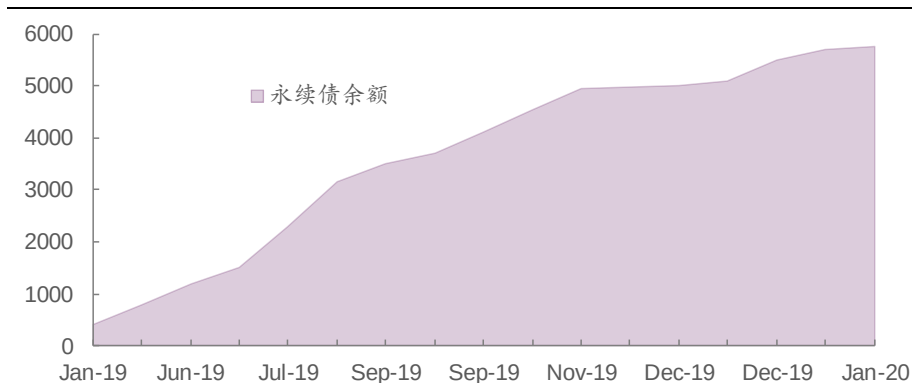


资料来源：光大证券研究所绘制

2.1、破解利率的约束

针对资本的约束，人民银行以银行永续债为突破口补充资本，提升银行可持续支持实体经济的能力。自从 2019 年 1 月首单永续债成功发行，截止今日（2020 年 1 月 16 日）已成功发行了 5766 亿元，银行预期明显改善，社会信用收缩得到缓解。从结构上看，发行人已经从一开始的大行逐步延伸至中小行，从上市银行逐步延伸至非上市银行。相对于上市大行而言，非上市中小行的资本补充压力更大、补充渠道更为狭窄，恰恰这些非上市中小行是对小微企业提供金融支持的主要力量。很显然，非上市中小行永续债的发行，可以提高该部分主体信贷投放能力，缓解小微企业融资难、融资贵的问题。

图表 7：永续债余额



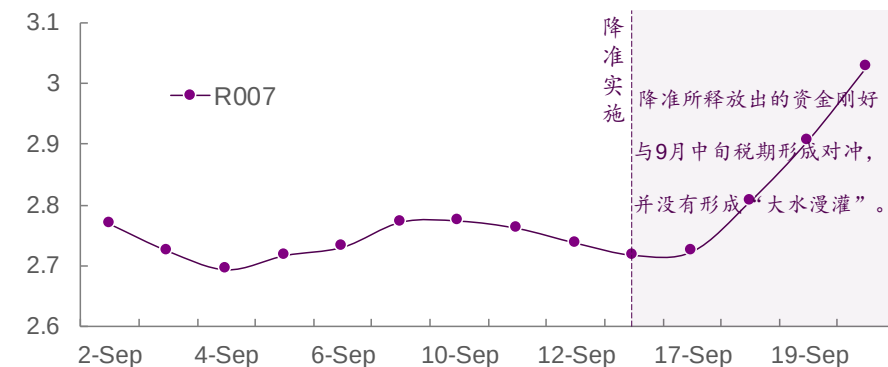
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元 数据截至：20 年 1 月 16 日

2.2、破解流动性的约束

针对流动性的约束，人民银行不断通过存款准备金率（以及存款准备金率的定向调整）、MLF（以及 TMLF）、再贷款（以及 PSL）这三类工具，持续向银行体系补充中长期流动性。而且，人民银行对政策实施（或操作）的时机进行巧妙安排，稳妥有序释放资金，避免形成“大水漫灌”。例如，2019 年 9 月 6 日宣布的降准政策将准备金调整的 implementation 分为三个批次，分别于 9 月

16日、10月15日、11月15日实施，避免了一次性降准造成“大水漫灌”。而且，9月16日降准所释放出的8000亿元资金刚好与9月中旬税期形成对冲，市场总体流动性并没有因为准备金率的调整而泛滥。

图表 8：2019 年 9 月 16 日降准前后的 R007



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

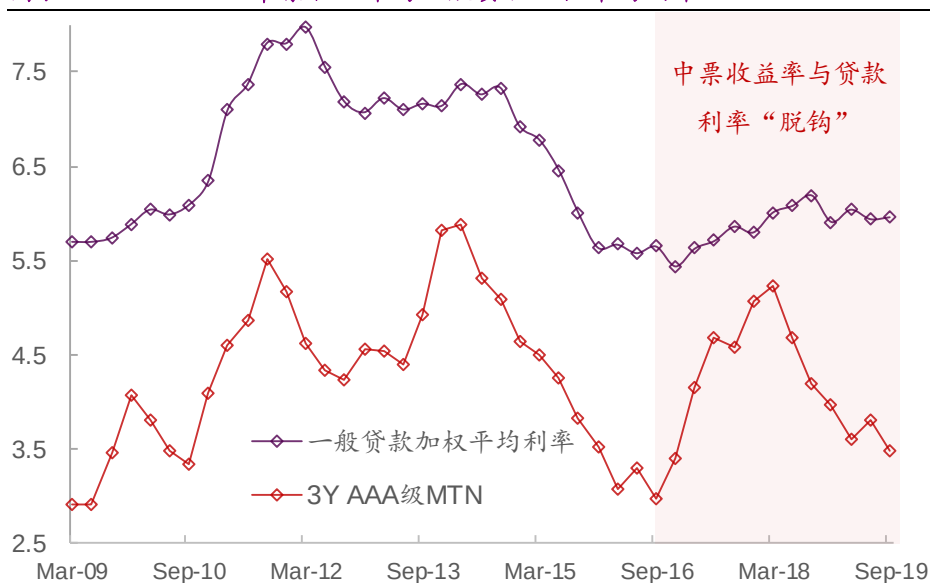
值得一提的是，“**破解流动性的约束**”可以近似地理解为“**破解流动性指标的约束**”，是向银行体系注入中长期流动性以提高其信贷投放能力，并不必然会降低银行间市场的资金利率。事实上，除去“包商银行事件”之后的那段时间外，2019年DR007的水平都稳定地保持在[2.3%, 2.8%]区间内，体现出了货币政策的稳健。

2.3、破解利率的约束

针对利率的约束，人民银行推出新的LPR形成机制，通过市场化改革推动降低贷款实际利率。事实上，前期一些银行以贷款基准利率的0.9倍作为实际贷款定价的隐形下限，且一些银行之间还存在着协同定价的现象。**为何上述现象会在贷款市场长期存在？**一方面这是由于我国贷款市场的竞争不够充分，是更接近于垄断的垄断竞争市场；另一方面是由于金融机构在贷款定价过程中存在惯性思维，习惯于以贷款基准利率为锚进行定价。（详见孙国峰与栾稀合著的《利率双轨制与银行贷款定价》。）上述主观（垄断竞争）和客观（惯性思维）两方面因素是相辅相成的，不充分竞争的市场给非市场化定价提供了条件，非市场化定价又可以维持银行的垄断利润。

定价锚并不是不可以切换的，中期票据市场的定价锚已经成功地由贷款利率切换到了市场利率。在2008年中期票据品种创设后的很长时间内，市场人士普遍以贷款利率的一定比例作为中票的定价锚。但是，随着该品种在人民银行和交易商协会的推动下逐步成熟，其定价与贷款利率也开始脱钩，现在该品种的利率主要取决于投资人的资金成本、市场的供需关系、债券的信用风险等因素。从某种意义上讲，中票利率市场化程度的提高以及与其贷款利率的“脱钩”，也从侧面体现出前期货币政策在向贷款传导的过程中还不够通畅，需要用改革的办法降低企业的融资成本。

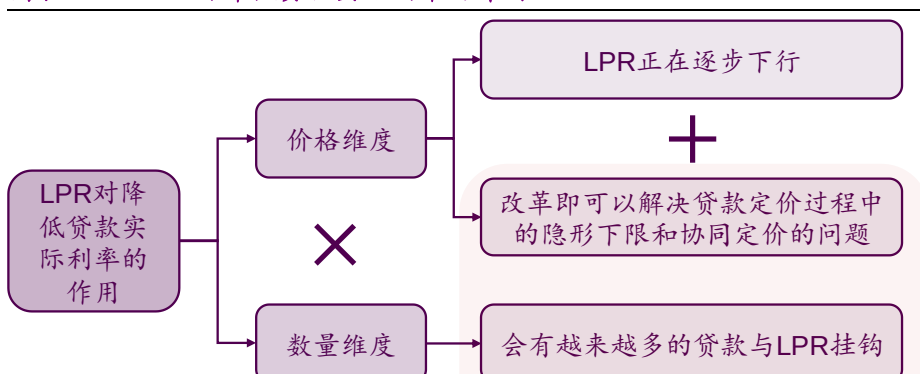
图表 9：3Y AAA 级中票收益率与一般贷款加权平均利率



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：% 数据截至：19Q3

改革完善 LPR 形成机制对降低贷款实际利率的作用体现在价格和数量两个维度。从价格维度看，**第一**，即使 LPR 不下行，改革即可以解决贷款定价过程中的隐形下限和协同定价的问题，有助于降低实体经济的融资成本；**第二**，LPR 本身也正在逐步下行，1Y LPR 已经较同期限贷款基准利率低了 20bp。从数量维度看，随着时间的推移，会有越来越多的贷款与 LPR 挂钩，因此改革对于实体经济融资成本降低的作用亦会越来越明显。

图表 10：LPR 对降低贷款实际利率的作用



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_7748

