

“双降”（降准、降息）仍可期待

——2019 年 9 月金融数据点评

日期：2019 年 10 月 17 日



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、货币双超预期回升

从市场预期分布看，机构预期显然具有明显的当期依赖性，7 月和 8 月 2 月的货币、信贷放缓造成了市场预期的跟随回落。整体而言，超预期回升的货币、信贷增长状况，并未造成当前的流动性环境宽松格局，市场对中性的政策基调预期也不会发生改变。笔者认为，兼顾经济运行和风险控制需要，货币当局将对流动性保持了偏“松”的格局，货币环境将在平稳中延续正常化态势。

货币、信贷回升不改中性政策基调

新增信贷的超预期增长，并非意味着政策重新偏向宽松，中性货币政策基调不变。笔者一致指出，中国当前的合意货币和信贷增长是“刀刃式”增长，即合意的 M2 增长水平中性区间为 (7.5, 8.5)，在 (8.0, 8.5) 区间属于中性偏松，鉴于中国的经济状况、发展目标和阶段任务，中性偏松是 2019 年的期望政策目标。货币当局在实际中虽偏好选择目标区间上限，但也不会让其持续突破，且尽量不让其突破。

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。

“双降”（降准、降息）仍可期待

2019 年各个月份的货币实际增速变化表明，货币当局的政策意图是维持“中性偏松”局面。虽然到目前为止，中国信贷、货币增长一直表现平稳，且处于相对高位，但笔者一直认为“稳中偏降”是不变趋势。中国货币增长的这种平稳中偏软格局，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。尽管短期的通胀压力延缓了降息的出台，当降息对中国经济平稳运行的必要性，一致不能消除。融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，自然就进入了政策视野，“降息”也就成了未来必不可缺的政策选项，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：9 月份金融数据公布

广义货币增长 8.4%。2019 年 9 月末，广义货币(M2)余额 195.23 万亿元,同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.1 个百分点；狭义货币(M1)余额 55.71 万亿元,同比增长 3.4%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.41 万亿元,同比增长 4%。前三季度净投放现金 921 亿元。

人民币各项贷款增长 12.5%。2019 年 9 月末，人民币贷款余额 149.92 万亿元，同比增长 12.5%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.7 个百分点。前三季度人民币贷款增加 13.63 万亿元，同比多增 4867 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 5.68 万亿元，其中，短期贷款增加 1.54 万亿元，中长期贷款增加 4.14 万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 8.22 万亿元，其中，短期贷款增加 1.47 万亿元，中长期贷款增加 4.84 万亿元，票据融资增加 1.73 万亿元；非银行业金融机构贷款减少 2841 亿元。9 月份，人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 3069 亿元。

人民币各项存款增长 8.3%。2019 年 9 月末，人民币存款余额 190.73 万亿元，同比增长 8.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.2 个百分点。前三季度人民币存款增加 13.22 万亿元，同比多增 1.21 万亿元。其中，住户存款增加 8.53 万亿元，非金融企业存款增加 1.52 万亿元，财政性存款增加 7987 亿元，非银行业金融机构存款增加 1228 亿元。9 月份，人民币存款增加 7193 亿元，同比少增 1709 亿元。

9 月份社会融资规模增量为 2.275 万亿元，比上年同期多 1383 亿元。初步统计，前三季度社会融资规模增量累计为 18.74 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 13.9 万亿元，同比多增 1.1 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 811 亿元，同比少减 1102 亿元；委托贷款减少 6454 亿元，同比少减 5138 亿元；信托贷款减少 1078 亿元，同比少减 3589 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 5224 亿元，同比少减 1562 亿元；企业债券净融资 2.39 万亿元，同比多 6955 亿元；地方政府专项债券净融资 2.17 万亿元，同比多 4704 亿元；非金融企业境内股票融资 2343 亿元，同比少 756 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币双超预期回升

9 月份，人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 3069 亿元；广义货币增长 8.4%，均超预期回升。中性货币政策基调已深入人心，即使前期央行进行了降准，货币市场活力增强，但市场并没有形成流动性将趋宽松的预期。

上半年时受市场流动性变化和政策基调改变的影响，市场一度普遍预期货币政策将由“中性偏紧”转向“中性偏松”。从实际情况看，上半年实际货币、信贷增长数据和市场预期相互印证，强化了市场对流动性环境边际放松的看法；但从 7 月份货币增速回落和政策持续对中性基调的强调，市场对流动性前景的边际放松看法又得以消除。

笔者一直认为，前期偏松的货币信贷环境，其实并未改变货币政策基调，货币、信贷增长仍然处在中性区间，只是处在区间上限；基于稳增长和调结构之间的平衡，货币、信贷增速不会一直持续位于区间上限，7-8 月份的实际金融数据，印证了笔者之前的一贯看法。

中国 9 月广义货币供应量(M2)同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.1 个百分点，路透调查中值和均值都为 8.2%，且分布较为集中，说明预期比较一致，实际增长强于预期较多。中国 9 月份人民币贷款增加 1.69 万亿元，同比多增 3069 亿元；路透调查中值为 14000 亿元、均值为 13927 亿元，预期分布为 (12000,17300) 亿，实际增长超出市场预期较多，而且落在了市场预期分布的尾部。中国 9 月人民币贷款余额 149.92 万亿元，同比增长 12.5%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.7 个百分点。信贷实际增长也高于市场预期的中值和均值较多，表明信贷增长超出预期也比较明显。

表 1 2019 年 9 月的中国信贷和货币市场预测情况 (亿元, %)

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	14000	8.2	12.3
Average	13927	8.2	12.4
High	17300	8.5	12.6
Low	12000	7.9	12.2
No of Forecasts	30	30	12
SHSC	15000	8.2	12.5

数据来源: Reuters, 上海证券研究所

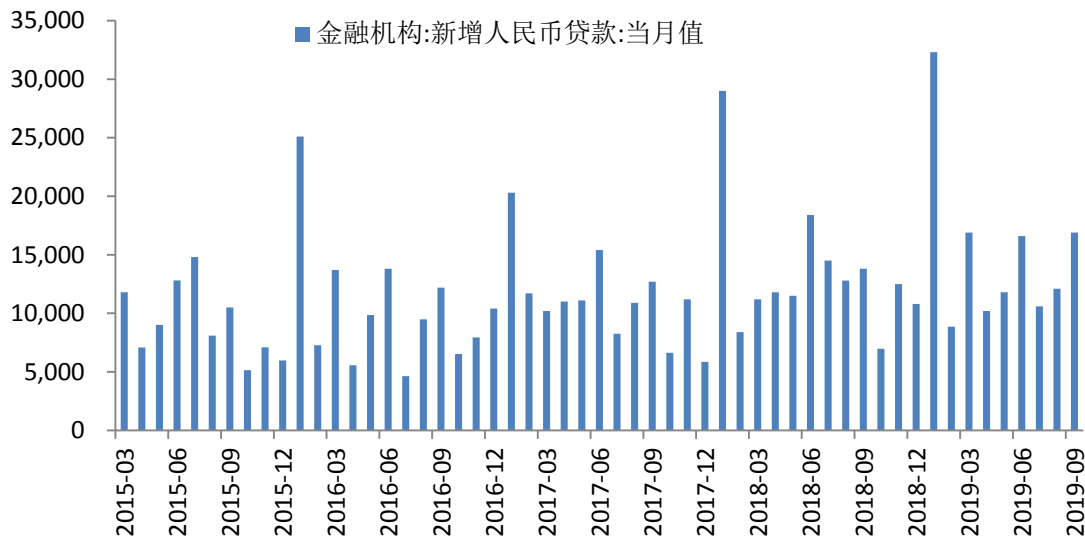
从市场预期分布看，机构预期显然具有明显的当期依赖性，7 月和 8 月 2 月的货币、信贷放缓造成了市场预期的跟随回落。整体而言，超预期回升的货币、信贷增长状况，并未造成当前的流动性环境宽松格局，市场对中性的政策基调预期也不会发生改变。笔者认为，兼顾经济运行和风险控制需要，货币当局将对流动性保持了偏“松”的格局，

货币环境将在平稳中延续正常化态势。

2.货币、信贷回升不改中性政策基调

新增信贷的超预期增长，并非意味着政策重新偏向宽松，中性货币政策基调不变。笔者一致指出，中国当前的合意货币和信贷增长是“刀刃式”增长，即合意的 M2 增长水平中性区间为(7.5,8.5)，在(8.0,8.5)区间属于中性偏松，鉴于中国的经济状况、发展目标和阶段任务，中性偏松是 2019 年的期望政策目标。货币当局在实际中虽偏好选择目标区间上限，但也不会让其持续突破，且尽量不使其突破。从广义货币增长的实践看，2019 年的货币增长均在政策期望目标内，表明货币当局调控水平和能力，和以前相比有很大提高，调控艺术日臻完善。2019 年 1-8 月份，中国新增信贷累计达 119358 亿，2018 年同期为 117593 亿。伴随经济规模和货币规模的双提高，基数提高必然带来相同增长需求下绝对规模的增长；显然，2019 年前 8 月份的信贷投放进度偏慢。因此，9 月份信贷投放多增具有显著地“补进度”性质。经过 9 月份的突击投放后，9 月末新增信贷累计虽然同比多增 4867 亿元，但信贷余额增长仍然显著低于 2018 年同期，2019 年 9 月末的信贷余额同比增速为 12.5，而 2018 年同期为 13.2。

图 1 中国新增信贷规模增长稳定（亿元，月度）



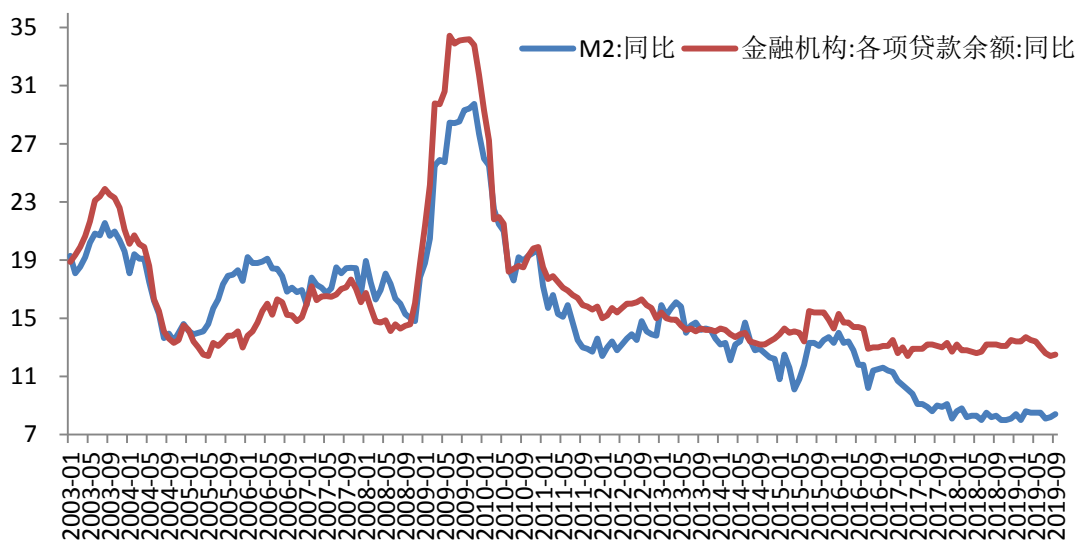
数据来源：Wind，上海证券研究所

7-8 月份信贷和货币增速的回落，以及 9 月份的双回升，不会改变中国货币环境平稳的态势。首先，7-8 月份的货币和信贷回落，是在前期持续相对高增长的基础上的回落；信贷余额的增速在 2018 年的大部分时间里都低于 13.0，信贷增速超过 13 发生在 2018 年 12 月份之后，9 月份的回升只是对 7 月和 8 月过度回落的修正。

其次，从增长的合意区间看，前 2 月的信贷、货币增长一直处在合意

增长区间的下限，综合经济运行平稳、“去杠杆”等多宏观调控目标的需要，货币增速略提升有利于调控综合目标和发展目标体系的实现。最后，中国的信贷、货币经营有较为明显的季节性波动现象，但各年份波动时间存在错位现象，比如 2017 年 3 季度的信贷投放为前低后高，而 2018 年同期为前高后低；从 2019 年的累计信贷新增规模看，2019 年进度明显偏低，和 2018 年同期相比预计后期增长仍将小幅提高。

图 2 信贷和货币增长的平稳态势不变（%，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

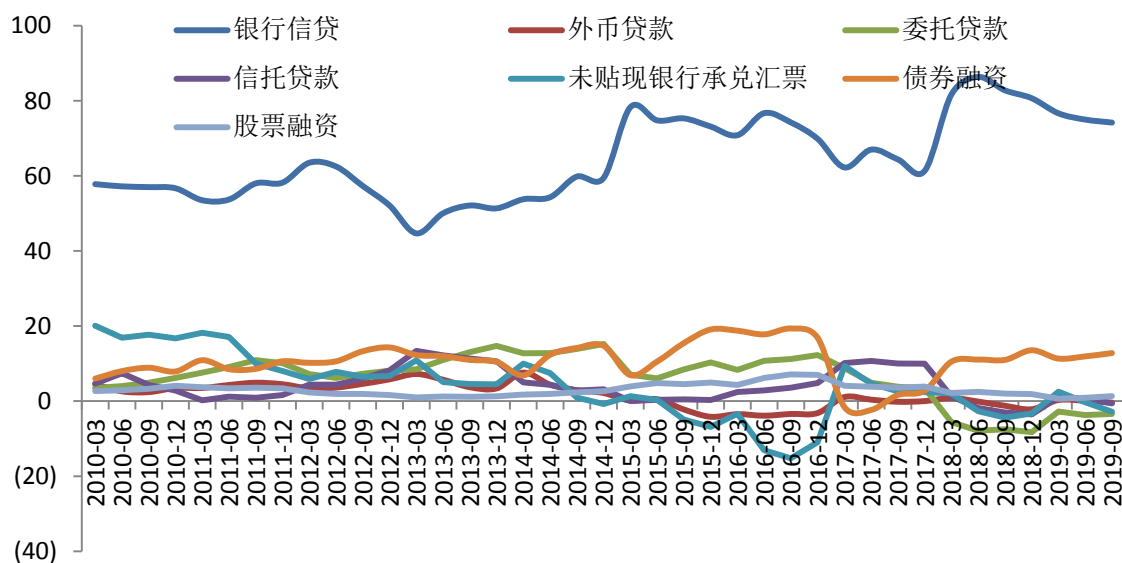
3. “脱需向实”的政策目标显著见效

从社会融资的结构看，社会融资不同类别增长数据的变化，符合笔者一贯来的“宽信用”新变化特征。9 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.8%，同比高 1.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 1%，同比低 0.2 个百分点；委托贷款余额占比 5.4%，同比低 1.1 个百分点；信托贷款余额占比 3.5%，同比低 0.6 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.5%，同比低 0.4 个百分点；企业债券余额占比 10.3%，同比高 0.2 个百分点；地方政府专项债券余额占比 4.3%，同比高 0.7 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.3%，同比低 0.2 个百分点。

先前笔者就指出，资本市场、货币市场在中国货币环境和流动性改善中的作用显著增强。因此，货币、信贷延续平稳的同时，宽信用发展趋势不变；但是 2019 年后发展潜力的“宽信用”，是建立在资本市场发展基础之上的，与之前基于楼市繁荣、建立在银行表外融资之上的“宽信用”，有着本质的不同。表外融资的回落，并非表示“宽信用”受到限制。资管新规等金融监管规范后，表内非信贷融资业务将得到发展，金融市场将重新进入多元化发展期，即宽信用将逐渐恢复。

9月末社会融资规模存量为219.04万亿元，同比增长10.8%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为148.58万亿元，同比增长12.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.19万亿元，同比下降10.6%；委托贷款余额为11.73万亿元，同比下降8.5%；信托贷款余额为7.68万亿元，同比下降4.1%；未贴现的银行承兑汇票余额3.28万亿元，同比下降12.7%；企业债券余额为22.64万亿元，同比增长13.7%；地方政府专项债券余额为9.43万亿元，同比增长31.4%；非金融企业境内股票余额为7.24万亿元，同比增长4.1%。

图3 新增社会融资各部分占比的变化（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

社会融资体系中银行信贷重要性的回升，有利得支撑了“脱需向实”政策目标的实现和巩固。由于商业银行等金融机构和全社会风险意识的增强，信贷“移向质量”和回归经营本源明显增加，非金融机构随意加杠杆对外投资的行为，其融资需求已很难再得到支持。风险意识上升，意味着金融机构的信贷投放更趋谨慎，信贷要求提高，其经营行为的变化，也有利改变了过去资金“脱实向虚”的局面，使得资金逐渐回流实体。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。

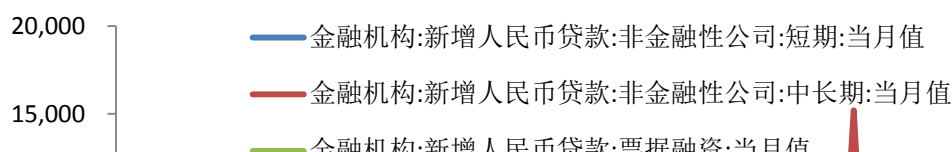
事件影响：对经济和市场

4. 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。信贷投放的平稳增加，为中国经济第一增长动力投资的平稳，奠定了流动性环境基础。从企业部门的信贷投放规模看，企业部门的信贷投放在银行投放中的主体地位重新得以确立；2016 年银行新增信贷的部门分布为居民部门 63300 亿、企业部门 61000 亿，2017 年居民和企业部门的新增信贷规模分别为 71300 亿、67100 亿，2018 年扭转了前 2 年企业信贷投放不及居民信贷投放的局面，当年的居民和企业部门新增信贷规模分别为 73600 亿、83100 亿；2019 年截至 9 月末，居民和企业部门的新增信贷规模分别为 56800 亿、82200 亿，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。从房地产市场运行的实际走势看，在“房住不炒”已成为我国住房政策核心的定位下，我国楼市自去年以来正在形成一个新的大趋势，这个趋势就是在坚决遏制住房价格上涨的同时，保持房地产市场平稳健康发展。随着楼市调控的深入，楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——突破前期平稳区下限、寻找新的运行区；从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交不会再上升，楼市成交的新平衡区已经找到。

可见，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。

图 4 中国企业部门信贷增长的期限分布（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_9569

