

日期：2019 年 5 月 9 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:

《非降准不能缓解资金紧张》

(2016 年 12 月 15 日)

宽信用特征渐现 缓慢降仍是趋势

——2019 年 4 月金融数据点评

主要观点:

信贷、货币双双如预期回落

3 月份超预期回升的新增信贷和货币，我们认为仍是季节性现象，是政策边际放松情况下的季节性扩张波动，并不具持续性！正如我们预期，4 月份的信贷和货币实际增长，双双呈现了缓慢回落状态。整体而言，符合市场预期的货币、信贷增长状况，将使市场延续目前货币环境的预期——虽然政策边际放松力度放缓，但“偏松”的格局不变。

楼市“小阳春”成信贷回升主力

居民部门中长期贷款的持续高位状态，显然和楼市回暖有较强联系。企业部门的短期贷款低迷，也反映了当前经济运行状态——离开底部初期，经济运行仍较疲软。企业部门未来的信贷增长，仍然主要集中在中长期贷款方面。在经济刚离开底部时期，中长期贷款的增长，需要金融、产业等相关政策体系的激励，因此未来的企业部门的信贷新增情况，仍较依赖于政策的变化，在企业部门信贷增长将随楼市趋于平静而逐渐放缓情况下，整体信贷增长将呈平稳中趋弱态势。

宽信用新特征渐现

货币、信贷延续“稳中偏升”的同时，宽信用发展趋势不变。“稳中偏升”并不是一直回升，而是针对趋势而言，指货币环境趋于边际放松的格局。社会融资结构的变化发展看，“宽信用”实际上是由“宽信贷”演化而来的；没有信贷的更快增长，就没有社会整体流动性环境的宽松，毕竟在现代货币体系中，只有商业银行才具有信用创造功能。基于金融回归实体的宽信用，与以往基于房地产融资的宽信用不同，表外融资的复苏将有限，未来的宽信用发展，将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上。

融资难约束缓解，经济离底缓起步

虽然前期央行对货币放松节奏进行了调整，但流动性环境改善趋势不变，融资难对经济复苏的约束已消除。从政策实践看，得到政策鼓励的、符合经济转型和产业升级方向的各类经济活动主体，并不存在融资约束！中国货币和信贷增长的平稳态势，将带动投资增长的缓慢回升。随着 PPP 的重启和加速推进，以及新兴产业投资的其它激励、支持措施逐步完善，投资的内生增长动力逐渐回升。

货币、信贷增长仍将延续回归平稳

显然，前期信贷、货币回升的步伐超出了政策的合意防范，政策进行了预调、微调。从实际增长水准看，在政策调整货币放松的力度后，信贷、货币增长稳中偏降的势头仍将延续。中国货币增长平稳的格局，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。

事件： 4 月份金融数据公布

广义货币增长 8.5%。2019 年 4 月末，广义货币(M2)余额 188.47 万亿元,同比增长 8.5%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 54.06 万亿元,同比增长 2.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.7 个和 4.3 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.4 万亿元,同比增长 3.5%。当月净回笼现金 976 亿元。

人民币各项贷款增长 13.5%。2019 年 4 月末，人民币贷款余额 143.12 万亿元，同比增长 13.5%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 0.8 个百分点。4 月份人民币贷款增加 1.02 万亿元,同比少增 1615 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 5258 亿元，其中，短期贷款增加 1093 亿元，中长期贷款增加 4165 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 3471 亿元，其中，短期贷款减少 1417 亿元，中长期贷款增加 2823 亿元,票据融资增加 1874 亿元;非银行业金融机构贷款增加 1417 亿元。

人民币各项存款增长 8.5%。2019 年 4 月末，人民币存款余额 184.08 万亿元，同比增长 8.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.4 个百分点。4 月份人民币存款增加 2606 亿元，同比少增 2746 亿元。其中，住户存款减少 6248 亿元,非金融企业存款减少 1738 亿元，财政性存款增加 5347 亿元，非银行业金融机构存款增加 2785 亿元。

4 月份社会融资规模增量为 1.36 万亿元，比上年同期少 4080 亿元。

初步统计，4 月份社会融资规模增量为 1.36 万亿元，比上年同期少 4080 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 8733 亿元，同比少增 2254 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 330 亿元，同比多减 304 亿元；委托贷款减少 1199 亿元，同比少减 282 亿元；信托贷款增加 129 亿元，同比多增 230 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 357 亿元，同比多减 1811 亿元；企业债券净融资 3574 亿元，同比少 391 亿元；地方政府专项债券净融资 1679 亿元，同比多 871 亿元；非金融企业境内股票融资 262 亿元，同比少 271 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币双双如预期回落

3 月份超预期回升的新增信贷和货币，我们认为仍是季节性现象，是政策边际放松情况下的季节性扩张波动，并不具持续性！正如我们预期，4 月份的信贷和货币实际增长，双双呈现了缓慢回落状态。

中国 4 月广义货币供应量(M2)同比增长 8.5%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；路透调查中值和均值都为 8.5%，最大值为 8.9%，实际增长和市场主体预期一致。从预测分布看，市场预期集中度较高，实际增长和市场预期比较一致。

中国 4 月份人民币贷款增加 1.02 万亿元，同比少增 1615 亿元。路透调查中值和均值分别为 12000 亿元、12155 亿元，预期分布为（9000,16000）亿，实际增长接近市场主流预期，说明货币当局对前期回升过快的窗口指导力度超出市场预期。

中国 4 月末，人民币贷款余额 143.12 万亿元，同比增长 13.5%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 0.8 个百分点。这个数据市场不太关注，给出预测的机构也较少，实际数据也落在市场预测范围之内。

表 1 2019 年 4 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	12000	8.5	13.6
Average	12155	8.5	12.3
High	16000	8.9	13.9
Low	9000	8.2	10.0
No of Forecasts	26	25	13
SHSC	15000	8.6	13.9

数据来源：Reuters，上海证券研究所

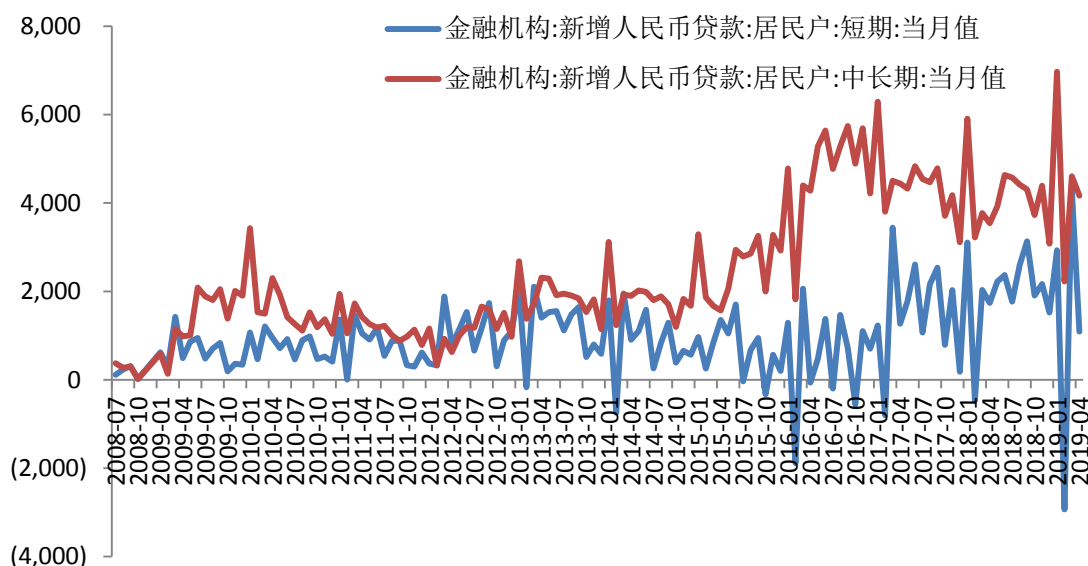
整体而言，符合市场预期的货币、信贷增长状况，将使市场延续目前货币环境的预期——虽然政策边际放松力度放缓，但“偏松”的格局不变。从实际情况看，机构间对货币边际放松的预期分歧仍然差异较大。我们仍然坚持认为，“松”的主流预期方向仍能保持，毕竟货币当局已释放了明确的信号，货币将在平稳中兼顾经济运行和风险防控需要。由于货币政策是在保持中性基调下，在坚持“去杠杆”的政策核心下，实行边际放松，实际放松的程度难以有事先的明确界定。加之前期货币、信贷增长的波动表现，使得机构间对货币、信贷增长前景，看法差异扩大。

2. 楼市“小阳春”成信贷回升主力

虽然 4 月份居民部门的短期贷款大幅回落，由上月份的 4294 亿下降到当月的 1093 亿，降幅达 3201 亿；但 4 月份的长期贷款仍维持高位，

上月份为 4605 亿，本月为 4165 亿。居民部门中长期贷款的持续高位状态，显然和楼市回暖有较强联系。2019 年后，楼市成交呈现了逐渐回暖的态势，成交再现放大态势，这直接激发了家庭部门的各期限信贷需求增长，但短期贷款增长主要集中在年初的 1 季度，尤其是 3 月份，年年如此，呈现有明显的季节性波动规律。

图 1 中国家庭部门新增信贷期限分化（亿元，月度）



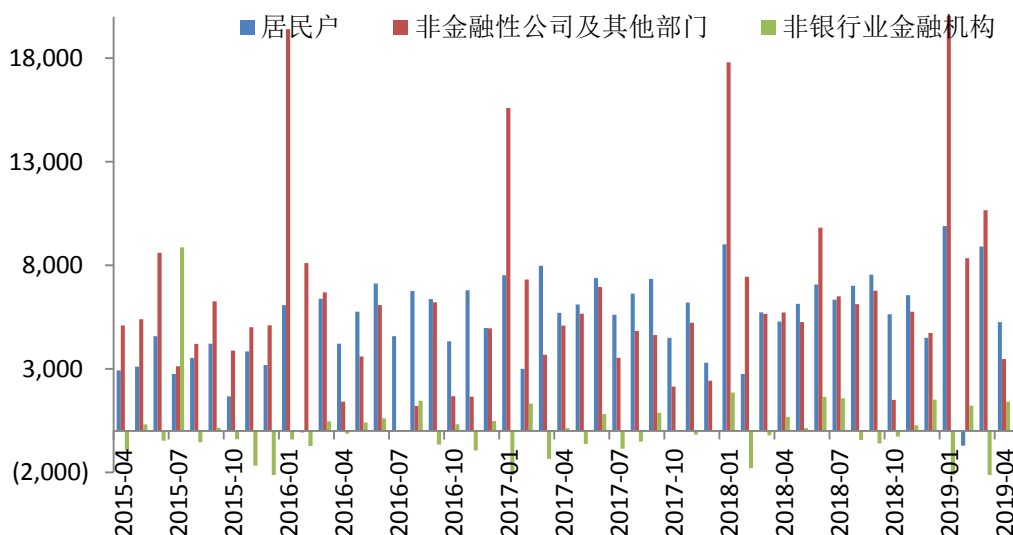
数据来源: Wind, 上海证券研究所

从新增信贷的部门分布看，4 月份住户部门贷款增加 5258 亿元，非金融企业及机关团体贷款增加 3471 亿元，非银行业金融机构贷款增加 1417 亿元。住户部门贷款增长规模再度超越企业部门贷款增长，企业信贷增长再度回落。居民部门中，短期贷款增加 1093 亿元，中长期贷款增加 4165 亿元，表明楼市需求回暖带来了居民部门信贷需求持续位于高位。鉴于 2019 年楼市回暖的表现，居民部门的信贷高增长态势，仍将延续，3-6 月内居民部门的中长期贷款仍将维持 4000 亿上下。

4 月份的企业部门新增信贷中，短期贷款减少 1417 亿元，中长期贷款增加 2823 亿元，票据融资增加 1874 亿元。这表明，企业短期信贷需求并不强烈，这说明中国并不存在流动性约束状况。我们一直界定的中国货币环境为“存量过多、增量不足”。“存量过多”是指货币投放的积累效应，中国当前的货币过度深化，以致楼市、股市等资产领域投机盛行；“增量不足”是指因资产泡沫长期化后带来的资金“脱虚向实”延续过长，导致实体经济领域融资需求紧张，资产领域杠杆过高带来的融资性财务需求持续处于高位，等非生产性融资长期高位现象。中国货币当局一直力促资金回归实体、扭转资金“脱虚向实”，并也取得了不少成效。但由于货币是易放不易收，货币的过度深化现象将长期存在，以“去杠杆”为核心的供给侧改革也将长期延续。

企业部门的短期贷款低迷，也反映了当前经济运行状态——离开底部初期，经济运行仍较疲软。企业部门未来的信贷增长，仍然主要集中在中长期贷款方面。在经济刚离开底部时期，中长期贷款的增长，需要金融、产业等相关政策体系的激励，因此未来的企业部门的信贷新增情况，仍较依赖于政策的变化，在企业部门信贷增长将随楼市趋于平静而逐渐放缓情况下，整体信贷增长将呈平稳中趋弱态势。

图2 居民部门在新增信贷增长中重要性回升（亿元，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

3. 宽信用新特征渐现

我们一直认为，货币、信贷延续“稳中偏升”的同时，宽信用发展趋势不变。“稳中偏升”并不是一直回升，而是针对趋势而言，指货币环境趋于边际放松的格局。2019年以来，市场对货币、信贷趋于放松，有着较为一致的预期：方向一致，差异仅在于放松的程度。但是，对于信贷、货币回升后的流动性环境，是否会全面好转，即宽信用能否发展，机构间预期差异却较大。部分机构认为，宽货币和信贷的回升，难以转化为“宽信用”，全社会的流动性紧张状况将延续。

2019年4月份社会融资规模增量为1.36万亿元，比上年同期少4080亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加8733亿元，同比少增2254亿元。虽然4月份的社会融资增长相比信贷增长，差距有所减少，但社融增长见底回升的态势并未改变，前期的宽信贷、宽货币，逐渐向“宽信用”转变的格局不变。货币环境由“中性偏紧”转向“中性偏松”，必然带来信用环境的改善，因而“宽货币”向“宽信用”转变也是必然。在资管新规等金融监管规范化进程早已完成的当下，宽信用的倾向性格局呈现，加之中国经济的内生增长动力强劲，因此，在“宽货币”向“宽信用”的转化过程中，并不存在过长时滞。

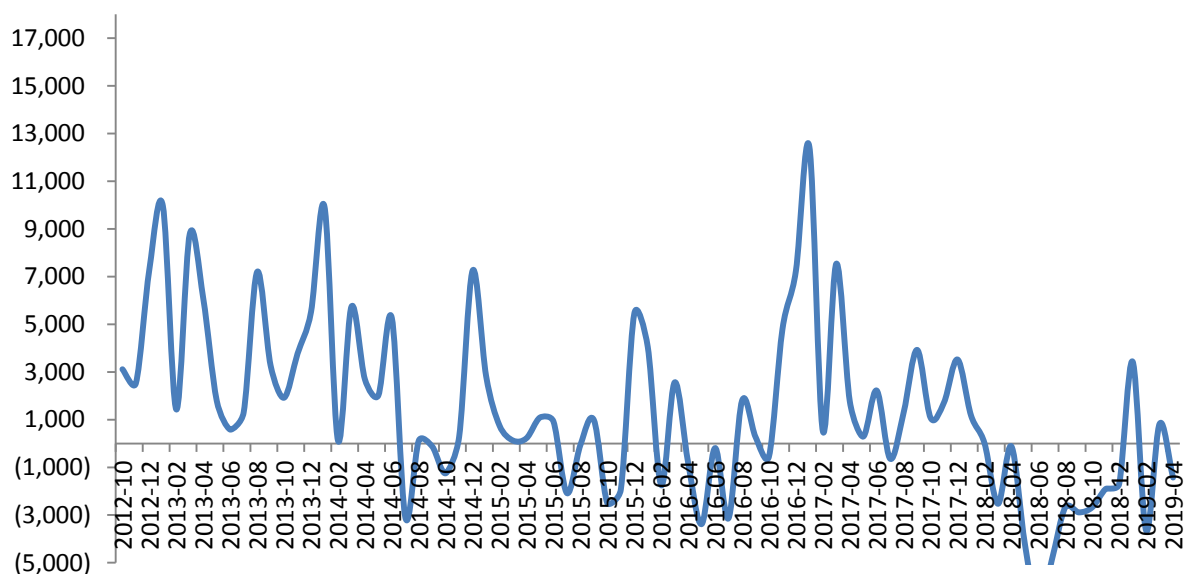
资管新规对金融市场的规范化进程早已完成，金融市场重新进入平稳

运行期，市场发展将更规范有序平稳。2018 年金融经营规范化后，表外融资野蛮增长的态势改变，增长更为平缓。为防止资金“脱实向虚”，表外融资增长受到了政策的较多关注。但表外融资的回落，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。

以往基于表外融资的“宽信用”发展，实际上是为房地产融资服务的。在楼市定位重新变化后，借助表外融资的房地产融资将进一步走低，未来的“宽信用”发展，将更多地建立在实体经济经营之上。基于金融回归实体的宽信用，与以往基于房地产融资的宽信用不同，表外融资的复苏将有限，未来的宽信用发展，将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上，如各类债务融资工具的发展，而信托、委贷、票据则不会重现往日辉煌。

4 月份，非银行渠道的社会融资增长情况表明，表外融资缩减的同时，表内融资延续了稳定增长态势。4 月的社会非银行渠道融资中，委托贷款减少 1199 亿元，同比少减 282 亿元；信托贷款增加 129 亿元，同比多增 230 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 357 亿元，同比多减 1811 亿元；企业债券净融资 3574 亿元，同比少 391 亿元；地方政府专项债券净融资 1679 亿元，同比多 871 亿元；非金融企业境内股票融资 262 亿元，同比少 271 亿元。

图 3 新增社会融资中表外融资持续收缩（当月新增，亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

社会融资结构的变化发展看，“宽信用”实际上是由“宽信贷”演化而来的；没有信贷的更快增长，就没有社会整体流动性环境的宽松，毕竟在现代货币体系中，只有商业银行才具有信用创造功能。

事件影响：对经济和市场

4.融资难约束缓解，经济离底缓起步

自货币政策实际基调由“稳中偏紧”转向“稳中偏松”以来，中国的货币环境明显改善，流动性紧张局面有效缓解。2018 年底和 2019 年初的降准、降息，迅速扭转了中国货币环境，资金紧张局面得到缓解。虽然前期央行对货币放松节奏进行了调整，但流动性环境改善趋势不变，融资难对经济复苏的约束已消除。为兼顾结构转型的宏观调控目标，货币政策的中性基调不会改变，货币当局的政策重心早已由总量控制，转向结构调整，力促新增货币和信贷流向实体，尤其是中小企业。从政策实践看，得到政策鼓励的、符合经济转型和产业升级方向各类经济活动主体，并不存在融资约束！

从货币政策效应的角度，中国的货币政策效应 2018 年下半年以来已有中性转向积极。中国过去货币政策效应呈现中性，是中国经济转型期底部运行阶段的独有表征，当中国货币政策效应重趋积极时，意味着中国经济即将走出底部！

中国货币和信贷增长的平稳态势，将带动投资增长的缓慢回升。随着 PPP 的重启和加速推进，以及新兴产业投资的其它激励、支持措施逐步完善，投资的内生增长动力逐渐回升。一个偏宽松的平稳信贷和货币环境，将有助于投资回升趋势的实现。从中国宏观经济运行的实践看，货币对经济回升的支撑作用将进一步体现，前期已呈现见底企稳回升态势的投资，仍将延续平稳回升态势，从而带动经济的进一步回暖。

图 4 中国投资增长和信贷、货币增长（同比，%）



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_12622

