

如何理解珍惜货币政策空间

——兼 4 月金融数据点评

宏观事件点评

2021 年 5 月 14 日

报告摘要:

● 如何理解珍惜货币政策空间

易纲行长在 2019 年指出过:“我有这样一个判断,就是向前看,再过几年,如果哪个国家,特别是哪个主要经济体还保持正常的货币政策,那么这样的经济体应当是全球经济的亮点,也应该是市场所羡慕的地方。”易纲强调,要珍惜正常货币政策的空间,并尽可能长的延续正常货币政策。”结合易行长的讲话,可以看出央行在降息降准方面是审慎克制的,坚持以我为主,保持货币政策定力。

● 企业中长期贷款回落,银行信贷额度由紧转松

4 月新增人民币贷款 14700 亿元,分结构来看,最大的特征在于企业中长期贷款相比一季度明显下降,从 3 月的 13300 亿元下降至 4 月的 6605 亿元,几乎腰斩,反映实体融资需求回落。由于中长期贷款回落,银行可以将剩余信贷额度腾挪给票据融资,因此 4 月票据融资由负转正。总体来看,一季度由于实体融资需求旺盛,新增企业中长期贷款明显高于往年同期,导致银行信贷额度较紧,不得不压缩票据融资规模,信贷供应偏紧导致票据融资利率一度大幅冲高;但 4 月由于实体融资需求回落,新增企业中长期贷款下降,银行信贷额度由紧转松,信贷供应宽松导致票据融资利率明显回落。另一方面,4 月企业短期贷款新减 2147 亿元,相比去年同期多减 2085 亿元,原因在于临时性货币政策工具继续退出。

● 非标压降提升,金融防风险加速

4 月社会融资规模 18500 亿元,明显低于市场预期的 22500 亿元。分结构来看,4 月非标压降幅度较大,其中委托贷款新减 213 亿元,信托贷款新减 1328 亿元,未贴现银行承兑汇票新减 2152 亿元。非标相比去年同期多减 3714 亿元,是社融最大拖累项,非标压降加快可能跟金融防风险加速有关。另一方面,4 月企业债融资新增 3509 亿元,政府债券融资新增 3799 亿元,与 2019 年同期水平持平。4 月股票融资新增 814 亿元,明显高于往年同期。

● 风险提示

通胀上升超预期、经济增速二阶导向下、美联储提前加息等。

民生证券研究院

分析师:李锋

执业证号: S0100511010001

电话: (8610) 85127632

邮箱: lifengyjs@mszq.com

研究助理:顾洋恺

执业证号: S0100119110016

电话: 010-85127665

邮箱: guyangkai@mszq.com

相关研究

1 央行货币政策执行报告有什么亮点？

亮点 1，如何理解“珍惜货币政策空间”。“珍惜货币政策”空间不是今年才有的新词，而是疫情前的 2019 年就经常被提到的词。2019 年，面临经济下行的压力，易纲行长多次表达要珍惜货币政策空间。

其中一段论述是：“我有这样一个判断，就是向前看，再过几年，如果哪个国家，特别是哪个主要经济体还保持正常的货币政策，那么这样的经济体应当是全球经济的亮点，也应该是市场所羡慕的地方。”易纲强调，要珍惜正常货币政策的空间，并尽可能长的延续正常货币政策。”

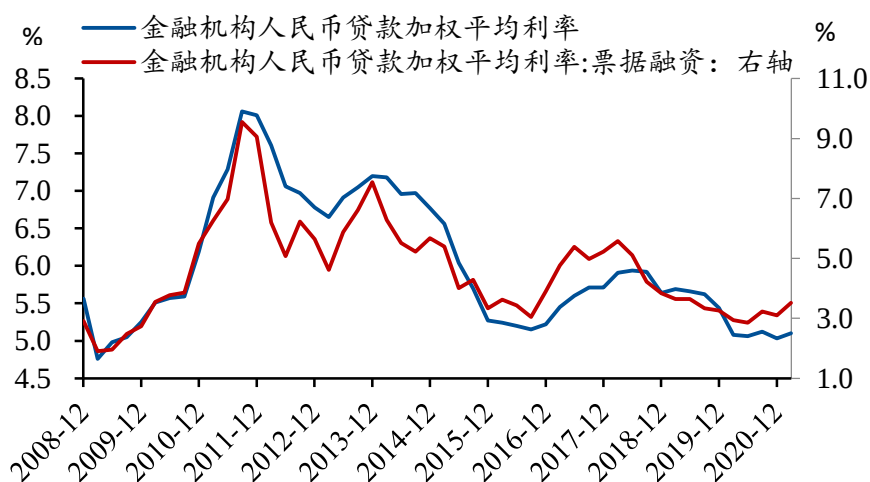
2019 年全球金融环境的背景是发达国家，包括美国，在面对经济下行压力的时候都要搞负利率的趋势，美联储在 2019 年三次降息，市场在讨论央行要不要跟，对此，易纲行长指出要珍惜货币政策空间，不要像西方那样搞负利率政策，而是要以我为主，保持货币政策定力。后来的新冠疫情中，欧美央行大搞宽松政策，但中国却在去年 5 月提前收紧货币政策，成功地避免了大水漫灌的问题。以致于如今中国是大型经济体中为数不多还保持正常货币政策空间的国家，与欧美形成鲜明对比，印证了易行长几年前的判断。

另一段论述是：我们目前的利率水平应当是一个适度的利率水平，法定存款准备金率的水平应当说也是为今后的宏观政策调整留有充足的空间。但是我要说的一点就是，我们并不急于像其他一些国家央行所做的那样，有一些比较大的降息和量化宽松的政策。我们的判断是，中国的货币政策还是要保持稳健的取向，要保持这个定力。同时，客观分析来看，我们不管是在货币政策工具上，在宏观审慎政策工具上，还是在其他的方面，我们的空间确实都是比较大。也就是像我刚才所说的，我认为在这个过程中，大家都担心如果真的出现经济下行，主要发达国家的货币政策工具用完了，比如说他们已经接近零利率了，甚至实行负利率政策，我认为我们整个应该在货币政策操作的过程中，珍惜正常的货币政策的空间，使得我们能够在这个正常的货币政策的空间中尽量长地延续正常的货币政策，这样对整个经济的可持续发展和老百姓的福祉是有利的。

这段话透露了几点重要信息，第一个是我国当前的利率水平应当是一个适度的利率水平，结合央行货政报告的论述，当前央行一直通过公开市场操作来引导以 DR007 为代表的市场利率来围绕政策利率为中枢波动，而央行政策利率，无论是 MLF 利率还是 OMO 利率，疫情期间仅小幅下调 30BP，且自去年 5 月以来再没变过。另一方面易行长强调在法定存款准备金率方面也应该留有充足的空间，从去年 5 月以来，央行再没下调过存款准备金率，转为依靠增加基础货币来保证货币供应。也就是说央行无论在降准还是降息方面，都是审慎而克制的，不会轻易因为经济阶段性下行而搞货币宽松。

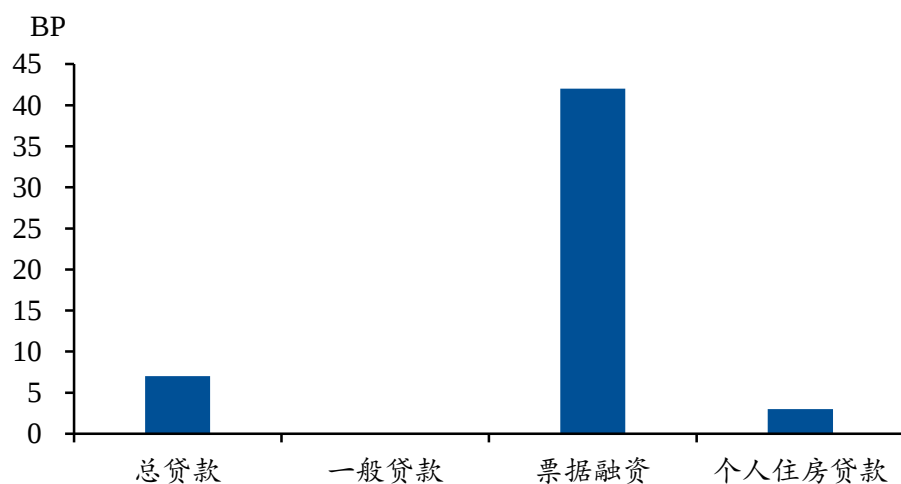
亮点 2，未来贷款加权平均利率有上升趋势。通过历史数据来看，票据融资加权平均利率是贷款加权平均利率领先指标，领先 3-6 个月左右。一季度票据融资加权平均利率为 3.52%，相比去年四季度上升 42BP，上升幅度远大于贷款加权平均利率的 7BP。这可能预示着未来半年人民币贷款加权平均利率有较大上升空间。

图 1：票据融资利率是人民币贷款利率领先指标



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：一季度各贷款加权平均利率上升幅度



资料来源：wind，民生证券研究院

2 金融数据点评：融资需求回落

事件：

央行公布 4 月金融数据：

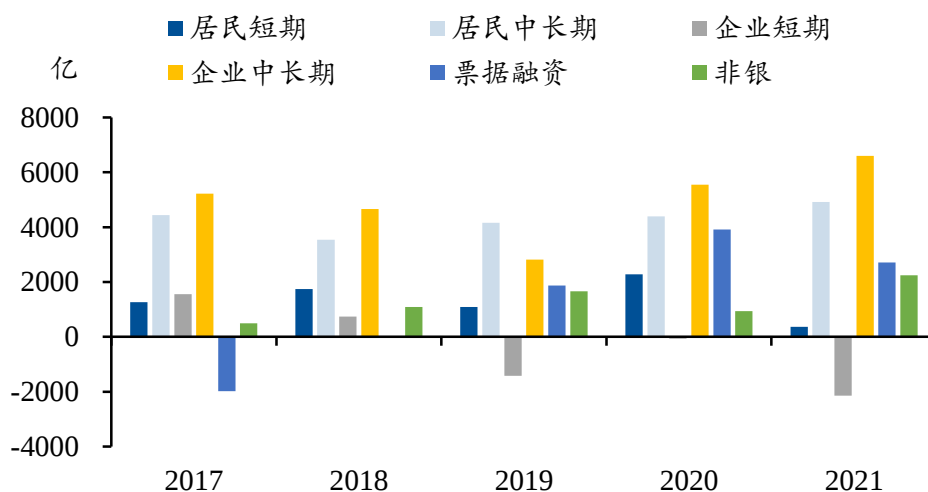
新增人民币贷款 14700 亿元，市场预期 15750 亿元，前值 27300 亿元

社会融资规模 18500 亿元，市场预期 22500 亿元，前值 33416 亿元

M2 同比 8.1%，市场预期 9.1%，前值 9.4%；M1 同比 6.2%，前值 7.1%

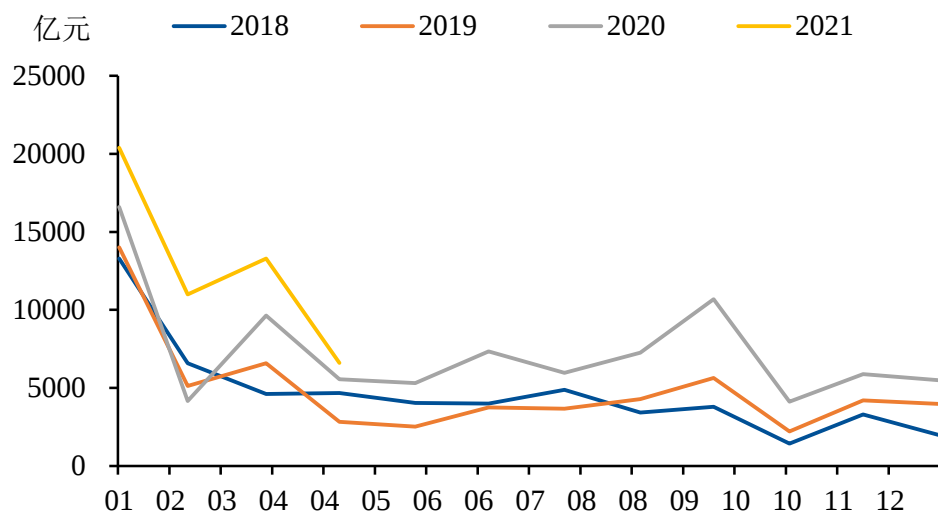
企业中长期贷款回落，银行信贷额度由紧转松。4 月新增人民币贷款 14700 亿元，分结构来看，最大的特征在于企业中长期贷款相比一季度明显下降，从 3 月的 13300 亿元下降至 4 月的 6605 亿元，几乎腰斩，反映实体融资需求回落。由于中长期贷款回落，银行可以将剩余信贷额度腾挪给票据融资，因此 4 月票据融资由负转正。总体来看，一季度由于实体融资需求旺盛，新增企业中长期贷款明显高于往年同期，导致银行信贷额度较紧，不得不压缩票据融资规模，信贷供应偏紧导致票据融资利率一度大幅冲高；但 4 月由于实体融资需求回落，新增企业中长期贷款下降，银行信贷额度由紧转松，信贷供应宽松导致票据融资利率明显回落。另一方面，4 月企业短期贷款新减 2147 亿元，相比去年同期多减 2085 亿元，原因在于临时性货币政策工具继续退出。

图 3：4 月中长期贷款回落，票据融资转正



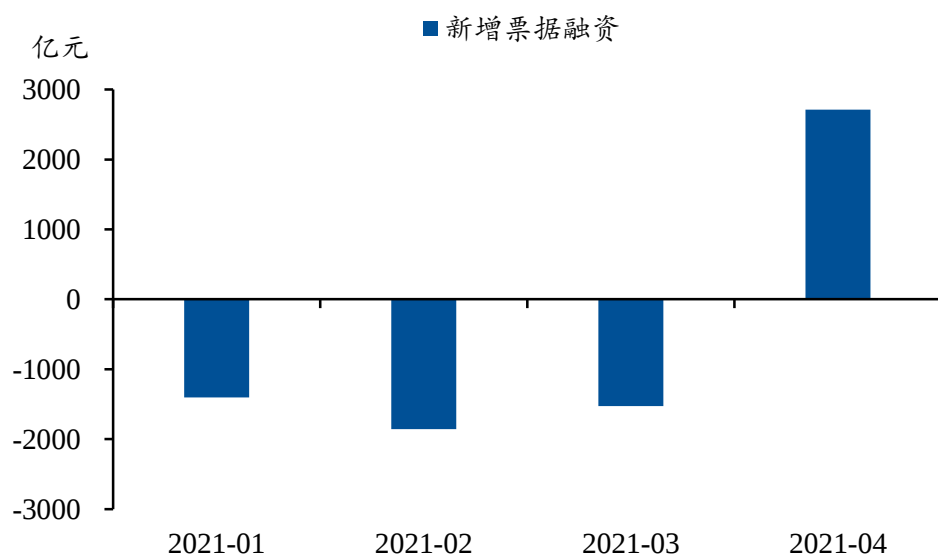
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：4 月中长期贷款回落，实体经济融资需求下降



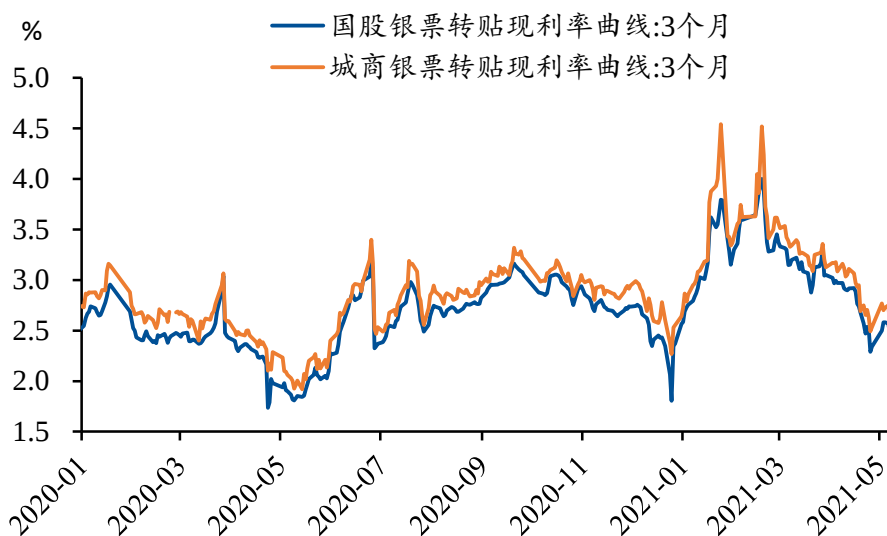
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：4 月银行信贷额度不紧，票据融资由负转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

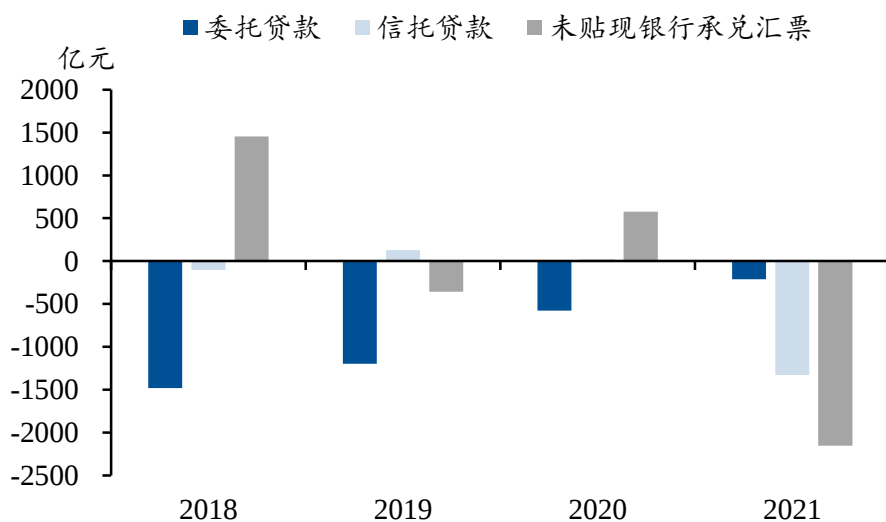
图 6：由于信贷额度转松，4 月以来票据利率明显回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

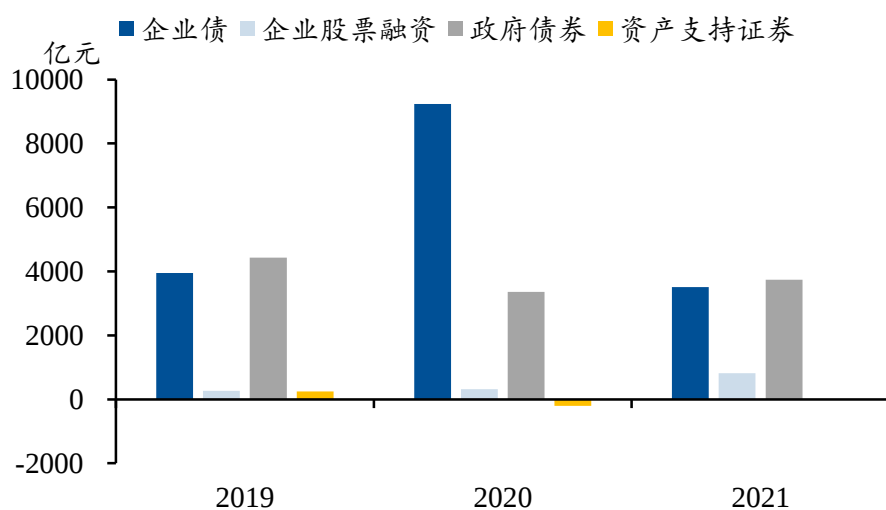
非标压降提升，金融防风险加速。 4 月社会融资规模 18500 亿元，明显低于市场预期的 22500 亿元。分结构来看，4 月非标压降幅度较大，其中委托贷款新减 213 亿元，信托贷款新减 1328 亿元，未贴现银行承兑汇票新减 2152 亿元。非标相比去年同期多减 3714 亿元，是社融最大拖累项，非标压降加快可能跟金融防风险加速有关。另一方面，4 月企业债融资新增 3509 亿元，政府债券融资新增 3799 亿元，与 2019 年同期水平持平。4 月股票融资新增 814 亿元，明显高于往年同期。

图 7：4 月非标压降较多，金融防风险加速



资料来源：Wind，民生证券研究院

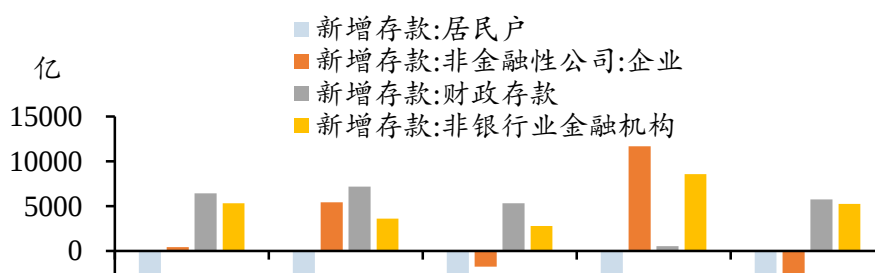
图 8：4 月政府债券和企业债融资规模与 2019 年同期持平



资料来源：Wind，民生证券研究院

M2 增速不及市场预期可能跟五一长假有关？4 月 M2 同比 8.1%，大幅低于市场预期的 9.1%。从存款端来看，4 月居民户存款新减 15700 亿元，相比去年同期多减 7704 亿元，是 M2 最大拖累项。居民存款之所以大幅回落可能跟今年五一超长假期有关，由于今年五一假期放 5 天假，明显超过往年同期，很多人选择出门旅游或回家探亲，导致 4 月底居民有很多取现需求。如果这一逻辑成立，那么 5 月居民存款可能会回升，M2 增速边际回暖。4 月 M1 同比增速 6.2%，延续前几个月下跌趋势，反映实体经济经营活动趋冷的现象。由于 4 月 PPI 同比上升 6.8%，创近几年新高，未来中国经济可能面临滞胀风险。

图 9：4 月居民存款是 M2 最大拖累项



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_19549

