

日期：2020 年 3 月 12 日

货币增速或回落 降息仍可期

——2020 年 2 月金融数据点评



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、货币增长：异于预期的平稳

中性货币政策基调深入人心，货币当局将维持流动性环境的平稳，早已成为了市场共识。即使在疫情影响较大的当下，市场也未形成货币将放松的预期。在海外市场突击降息的情况下，国内仍然保持冷静，认为没有跟进必要，为防止重蹈 2008 年覆辙，市场一直没有形成流动性将趋宽松的预期。从实际增长看，信贷增长低于市场预期较多，货币增长却超出市场预期较多；整体看，货币环境和流动性增长保持了平稳态势，货币增长的超预期回升，应该是经济活力增强带来的金融体系信用放大能力上升的结果，货币当局维持货币平稳的政策导向并没有改变，政策仍然立足结构性调整需求，以定向投放为主。

居民信贷负增长，楼市降温信号显现

房地产市场平稳表象中酝酿变局。虽然受节日因素影响，春节所在月份以往居民户新增贷款也会停滞，甚至略呈萎缩，但规模有限，且往往在前一个月就有提早投放现象。2 月份居民户新增贷款的萎缩，主要是中长期贷款下降的结果。实际上，居民部门的短期贷款也大多为楼市交易周转贷款，居民部门短期贷款的下降，表明楼市在降火，中长期贷款也跟着下降，表明降火进一步得到确认。反观以往数据，春节前后，居民部门新增信贷的变动，主要是短期贷款变动的结果，而当前变动主要是中长期贷款变动的结果。虽然疫情会影响放贷节奏，但从放贷的经营方式上看，疫情基本不影响放贷节奏。

企业经营活力回升带动短期信贷回升

2 月份信贷增长的另一个显著变化是，企业部门信贷增长的期限分布中，短期信贷增长出现了久违的超越中长期信贷现象。短期贷款就持续低于中长期贷款，表明企业当期经营活力在下降。实际上大多数的中长期贷款，带有很强的政策导向，基本用于民生基建项目和其它长期建设工程。随着经济逐渐走出“底部徘徊”阶段，随经济回升带来的企业当期经营活力提高，必将带来信贷期限的短期结构比重的逐渐回升。

货币增长或回落，降息仍可期

年初偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。但在复工、复产有序推进，防控取得胜利的情况下，货币临时性放松的境况将改变，当前偏高的广义货币增速难以持续。按照通常的货币增长中性基准（ $GDP \text{ 增速} + 1/2 * CPI + 1/2 * PPI$ ），2020 年 M2 在 7.5-8.5 间仍将是政策合意水平，8.5 上方意味着货币环境已过度宽松。在维持货币中性前提下降低融资成本，一直是货币当局力争达到的另一个政策目标。一般 CPI 持续低迷的局面表明，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项。

事件： 2 月份金融数据公布

广义货币增长 8.8%。2020 年 2 月末，广义货币(M2)余额 203.08 万亿元，同比增长 8.8%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 0.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 55.27 万亿元，同比增长 4.8%，增速分别比上月末和上年同期高 4.8 个和 2.8 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.82 万亿元，同比增长 10.9%。当月净回笼现金 5062 亿元。

人民币各项贷款增长 12.1%。2020 年 2 月末，月末人民币贷款余额 157.36 万亿元，同比增长 12.1%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.3 个百分点。2 月当月人民币贷款增加 9057 亿元，同比多增 199 亿元。分部门看，住户部门贷款减少 4133 亿元，其中，短期贷款减少 4504 亿元，中长期贷款增加 371 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.13 万亿元，其中，短期贷款增加 6549 亿元，中长期贷款增加 4157 亿元，票据融资增加 634 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1786 亿元。

人民币各项存款增长 8.1%。2020 年 2 月末，人民币存款余额 196.83 万亿元，同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.5 个百分点。当月人民币存款增加 1.02 万亿元，同比少增 2845 亿元。其中，住户存款减少 1200 亿元，非金融企业存款增加 2840 亿元，财政性存款增加 208 亿元，非银行业金融机构存款增加 4924 亿元。

2 月份社会融资规模增量为 8554 亿元，比上年同期少 1111 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 7202 亿元，同比少增 439 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 252 亿元，同比多增 357 亿元；委托贷款减少 356 亿元，同比少减 152 亿元；信托贷款减少 540 亿元，同比多减 503 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3961 亿元，同比多减 858 亿元；企业债券净融资 3860 亿元，同比多 2985 亿元；政府债券净融资 1824 亿元，同比少 2523 亿元；非金融企业境内股票融资 449 亿元，同比多 330 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币增长：异于预期的平稳

2020年2月份，人民币贷款增加9057亿元，同比多增199亿元，低于市场预期；广义货币同比增长8.8%，增速分别比上月末和上年同期高0.4个和0.8个百分点，显著超出市场预期。

中性货币政策基调深入人心，货币当局将维持流动性环境的平稳，早已成为了市场共识。即使在疫情影响较大的当下，市场也未形成货币将放松的预期。在海外市场突击降息的情况下，国内对央行的各种货币政策操作，如降准、各种工具投放等，仍然保持冷静，认为没有跟进必要，为防止重蹈2008年覆辙，市场一直没有形成流动性将趋宽松的预期。

中国2月广义货币供应量同比增长的路透调查中值和均值分别为8.4%和8.3%，分布区间为(8.0,8.7)，预测分布较为集中，符合正态特征，说明预期比较一致，平稳是市场共识；实际增长超出预期较多，且落在分布区间外，明显超出了央行维持货币环境中性的界定。中国2月份人民币贷款增加9057亿元，同比增长12.1；路透调查中值为19500亿元、均值为14000亿元，预期分布为(5000,34000)亿，预测分布较为分散，机构间分歧较大。从实际增长看，信贷增长低于市场预期较多，货币增长却超出市场预期较多；整体看，货币环境和流动性增长保持了平稳态势，货币增长的超预期回升，应该是经济活力增强带来的金融体系信用放大能力上升的结果，货币当局维持货币平稳的政策导向并没有改变，政策仍然立足结构性调整需求，以定向投放为主。

表1 2020年2月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	19500	8.4	10.6
Average	14000	8.4	12.1
High	34000	8.7	12.7
Low	5000	8.0	8.6
No of Forecasts	30	32	10
SHSC	12000	8.3	12.4

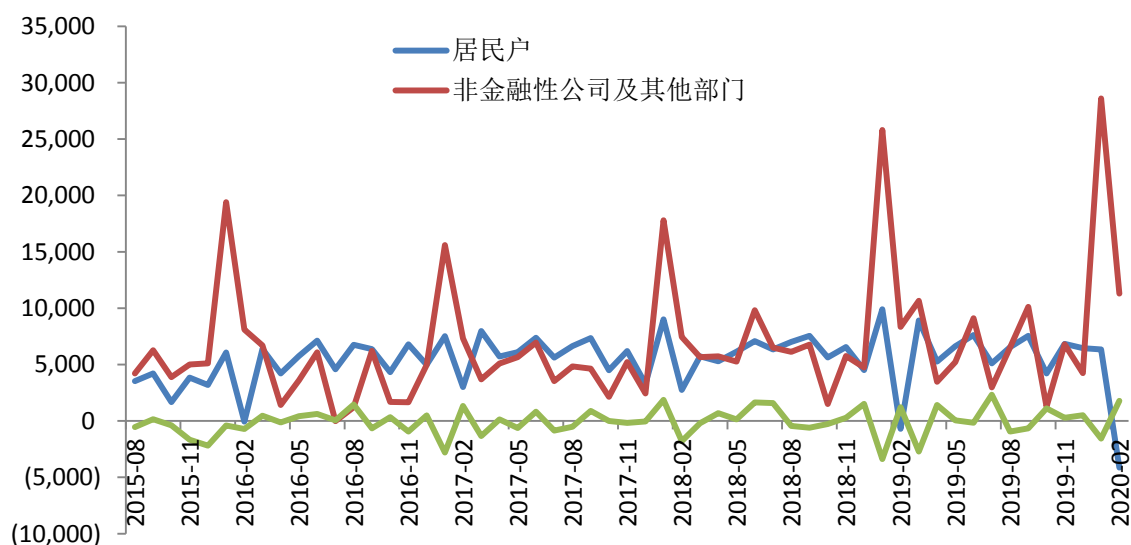
数据来源：Reuters，上海证券研究所

2. 居民信贷负增长，楼市降温信号显现

房地产市场平稳表象中酝酿变局。虽然受节日因素影响，春节所在月份以往居民户新增贷款也会停滞，甚至略呈萎缩，但规模有限，且往往在前一个月就有提早投放现象。2016年2月份，居民户部门的新增信贷增长也曾呈现了负值现象，当月增长为-65亿元，前3月（2015年11月、12月和2016年1月）的居民部门新增信贷规模分别为3844

亿元、3185 亿元、6075 亿元；显然商业银行在经营中自动根据节日因素调节了经营节奏，虽然季节性因素整体上仍然带来了新增信贷规模的下降，但整体下降有限。2020 年 2 月份，中国居民部门新增贷款为负 4133 亿元；表面上看，短期贷款减少 4504 亿元，中长期贷款仍然表现为增加 371 亿元，但是从连续 3 个月的变动数据上看，2 月份居民户新增贷款的萎缩，主要是中长期贷款下降的结果：前 2 月短期贷款增长分别为 1635 亿元、-1149 亿元，中长期贷款增长分别为 4824 亿元、7491 亿元。实际上，居民部门的短期贷款也大多为楼市交易周转贷款，居民部门短期贷款的下降，表明楼市在降火，中长期贷款也跟着下降，表明降火进一步得到确认。反观以往数据，春节前后，居民部门新增信贷的变动，主要是短期贷款变动的结果，而当前变动主要是中长期贷款变动的结果。虽然疫情会影响放贷节奏，但从放贷的经营方式上看，疫情基本不影响放贷节奏。个人按揭申请都是提前 1-3 月走完银行内审流程，后续申请人只是等待放款，而银行在 2 月 3 日即恢复上班，有充足的时间投放，居民部门新增信贷波动仍然只是受春节假期影响，但叠加趋势性下降因素后，居民部门新增信贷就出现大幅度衰退。

图 1 中国居民户部门信贷增长显现负值（亿元）

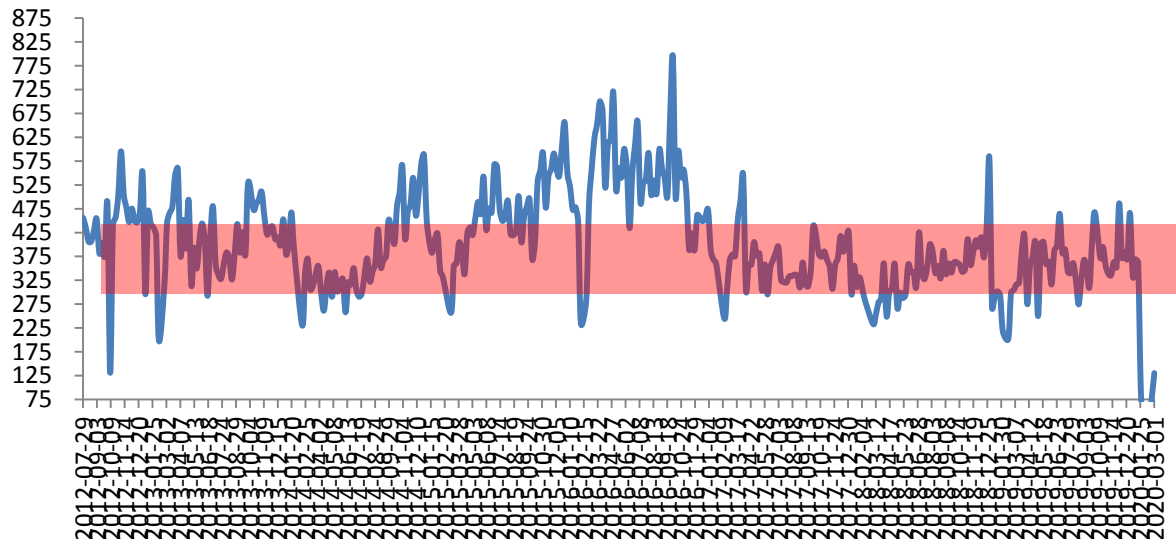


数据来源：Wind，上海证券研究所

从楼市交易方面看，受春节假期因素和疫情影响，成交下降较多，局部出现零成交情况，但价格并没有松动。楼市成交已在前期下降台阶的基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。2020 年 1-2 月份，受节日和疫情影响，全国 30 大中城市的周成交规模稳定运行在新区间，2 月份周成交规模仅为 29.4 万方，虽然后续会有回升，但从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交的新平衡区仍将再下台阶。在楼市政策环境上，各地坚决贯彻落实党中央、

国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，全面落实城市主体责任，房地产市场将不会再有过去影响至今的大放松和刺激迹象。

图 2：30 个大中城市房屋成交临时探底（日均/周，万平米）

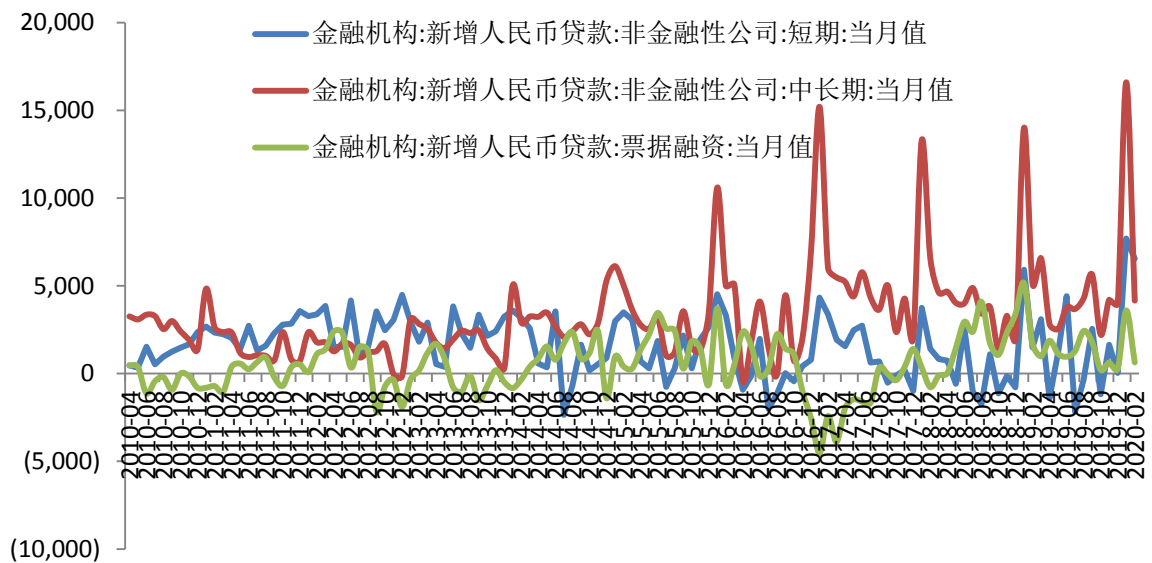


数据来源：wind，上海证券研究所

3. 企业经营活力回升带到短期信贷回升

2 月份信贷增长的另一个显著变化是，企业部门信贷增长的期限分布中，短期信贷增长出现了久违的超越中长期信贷现象。2 月份，企（事）业单位贷款增加 1.13 万亿元，其中，短期贷款增加 6549 亿元，中长期贷款增加 4157 亿元，票据融资增加 634 亿元。2014 年下半年以来，中国非金融企业部门新增信贷期限分布中，短期贷款就持续低于中长期贷款，表明企业当期经营活力在下降。实际上大多数的中长期贷款，带有很强的政策导向，基本用于民生基建项目和其它长期建设工程。在中国经济转型时期经济运行的“底部徘徊”阶段，经济基础设施方面的投资仍然需要大量增加，而当期运营资金需求则下降，经济运行基本格局的这种变化导致了信贷领域持续的长期化现象，随着经济逐渐走出“底部徘徊”阶段，银行新增信贷期限的短期比重会逐渐抬升，信贷长期化现象会逐渐扭转，直至完全消除。2019 年以来，笔者一直认为中国经济将走出底部阶段步入新周期中的缓慢回升；随经济回升带来的企业当期经营活力提高，必将带来信贷期限的短期结构比重的逐渐回升。

图3 中国企业部门信贷增长的期限分布 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

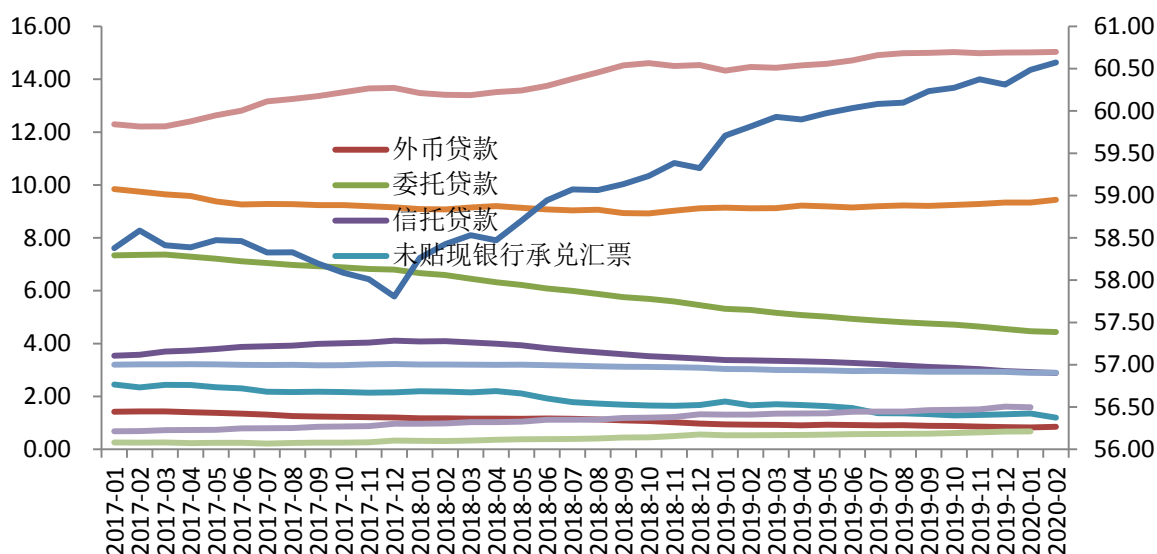
4.金融回归实体增强经济真实发展动力

在“去杠杆”、“防风险”及资金回流实体的政策综合作用下，银行表外融资增长持续萎缩趋势持续。资本市场融资和银行信贷增长稳定，金融回归实体政策成效正在显现。资金空转现象继续减少，流向实体经济增多将带来货币效应的转向积极。

初步统计,2月末社会融资规模存量为257.18万亿元,同比增长10.7%。其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为155.78万亿元,同比增长12.1%;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.2万亿元,同比增长1.3%;委托贷款余额为11.41万亿元,同比下降6.9%;信托贷款余额为7.43万亿元,同比下降5%;未贴现的银行承兑汇票余额为3.08万亿元,同比下降20.6%;企业债券余额为24.27万亿元,同比增长14.5%;政府债券余额为38.67万亿元,同比增长15.1%;非金融企业境内股票余额为7.46万亿元,同比增长5.9%。

从结构看,2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60.6%,同比高0.8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0.9%,与上年同期持平;委托贷款余额占比4.4%,同比低0.9个百分点;信托贷款余额占比2.9%,同比低0.5个百分点;未贴现的银行承兑汇票余额占比1.2%,同比低0.5个百分点;企业债券余额占比9.4%,同比高0.3个百分点;政府债券余额占比15%,同比高0.5个百分点;非金融企业境内股票余额占比2.9%,同比低0.1个百分点。

图4 中国社会融资结构存量占比变化(%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

5. 市场利率延续平稳, 短期无下降趋势

在利率市场化条件下, 融资利率受经济运行和货币环境共同决定, 体现风险溢价的实际借贷利率具有“魏克塞尔”性质, 体现当期商业环境的自然利率。真实市场利率主要受当前经济状况、货币环境、市场预期等综合影响。即民间利率不仅受货币状况影响, 更重要的是还体现了当前经济环境下的运行风险和前景预期, 是实体经济领域的风险利率。

受过高杠杆环境的影响, 市场的短期融资需求持续处于高位, 加上新增信贷和货币, 受货币当局定向投放的影响, 市场融资利率整体呈现了平稳态势, 难有明显下降。中国货币环境的基本格局是“存量过多、增量不足”。增量不足主要体现在资金的“脱实向虚”, 高杠杆经营、追求资产价格上涨的投机需求等造成了资金的空转, 伴随着监管推进和“去杠杆”政策的有效推进, 过去畸高的融资利率已有显著下降。

口他化在环境以 化在方以 化在方以 化在方以 化在方以 化在方以 化在方以 化在方以 化在方以 化在方以

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_6587

