

社融平稳开年，降息仍有空间

——1月货币金融数据简评

报告摘要

- 1月社融尽管再放天量，但主要受到季节性因素、地方债提前发行、及口径调整的驱动，金融对实体经济的支持保持平稳，符合货币政策“逆周期调节的度”。
- 1月新增贷款结构偏向于企业部门和中长期，信贷结构优化效果切实。企业部门存款降幅扩大、居民部门存款大幅多增，引人关注。今年春节较早，导致春节前存款更显著地向居民部门流动，疫情之下，需要格外关注企业的资金压力。
- 央行2019年第四季度货币政策执行报告突出了货币政策“加强逆周期调节、防范金融风险、明显降低实际利率水平”的方向。预计货币政策稳定市场预期、支持实体经济的效果或将得到延续。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



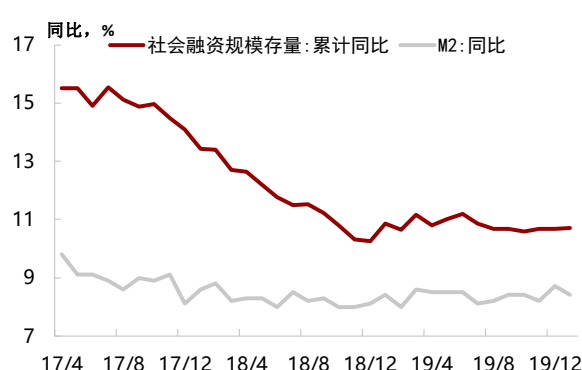
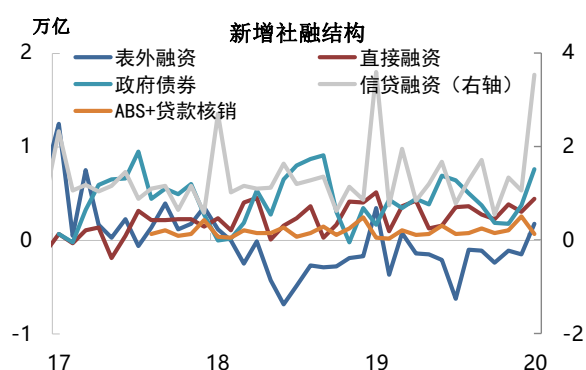
一、社融匀速开年

2020年1月新增社融5.17万亿，在去年同期高基数基础上进一步多增3909亿。其中，政府债券（包括其口径调整）发挥了关键作用。老口径社融（仅含表内贷款、表外融资和直接融资）同比少增2866亿（图表1）。1月社融存量增速保持在10.7%，自2019年8月以来一直波动不大（图表2）。这也表明，1月社融尽管再放天量，但受到季节性因素、地方债提前发行、及口径调整的驱动，金融对实体经济的支持保持平稳。

分项中，表外票据的较低增长值得关注。近年来每年1月是票据融资的高峰，新增表外票据平均达到3100多亿，而今年1月只有1400亿，不到往年均值的一半。票据投放较少，可能主要与对票据套利的严格监管有关，同时可能也折射出银行的项目储备相对充足，实体融资需求不差。

图表 1：1月新增社融受到政府债券推动

图表 2：1月社融同比增速继续保持平稳

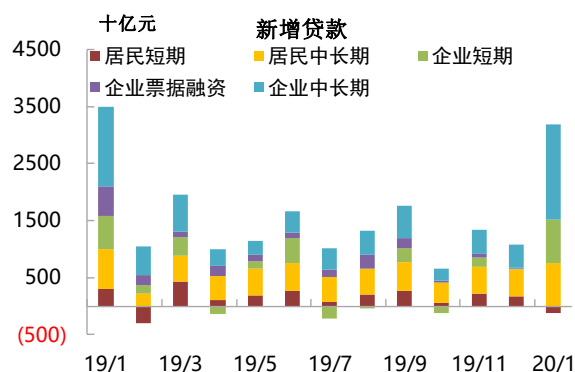


来源：Wind，莫尼塔研究

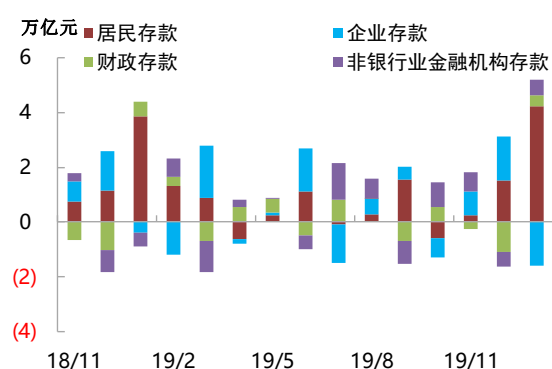
1月新增贷款3.34万亿，比去年同期小幅多增1100亿，贷款结构更加偏向于企业部门和中长期。相比去年1月，企业票据融资少增5160亿、居民短期贷款少增4079亿，而企业中长期贷款多增2600亿、居民中长期贷款多增522亿、企业短期贷款多增1780亿（图表3），这体现出对实体经济的更好支撑。央行在刚刚发布的《2019年第四季度货币政策执行报告》中披露，2019年，制造业中长期贷款余额增速比上年末提高4.4个百分点达到14.9%，创2012年以来的最高水平；民营企业新增贷款在全部企业新增贷款中占比42.5%，较上年同期高7个百分点。这说明信贷结构优化的效果是切实的。

1月M2同比回落0.3个百分点，至8.4%，M1同比显著下挫4.4个百分点，至0%。其中引人关注的是，企业部门存款的大幅下降与居民部门存款的大幅多增（图表4）。今年春节较早，导致企业年终奖发放等更加集中，存款更显著地向居民部门流动。春节假期遭遇新冠疫情，且节后复工大幅延迟，更加剧了这一变化：居民消费减少、企业无法回笼资金。因此，疫情之下，需要格外关注企业的资金压力。

图表 3：1 月新增贷款符合季节性规律



图表 4：1 月企业存款大减、居民存款大增



来源：Wind，莫尼塔研究

二、货币政策执行报告划重点！

2月19日晚间，央行发布2019年第四季度货币政策执行报告，突出了货币政策“加强逆周期调节、防范金融风险、明显降低实际利率水平”的方向，货币政策稳定市场预期、支持实体经济的效果或将得到延续。

1、疫情影响：近期新冠肺炎疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济长期向好、高质量增长的基本面没有变化。但要“将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持……在做好防控工作的前提下，全力支持各类生产企业复工复产”。

2、经济形势判断：经济下行压力仍然较大。外部不确定不稳定因素增多；国内增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”。

3、货币政策目标：加强逆周期调节，防范金融风险，推动实际利率水平明显降低。紧扣全面建成小康社会目标任务和“十三五”规划收官；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。完善LPR传导机制，疏通货币政策传导。

4、通胀形势判断：物价形势总体可控，对未来变化需持续观察。2019年我国消费品价格结构性上涨特征明显，在基数效应消退的推动下，PPI同比降幅有所收窄。短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，应继续密切监测分析。

5、专栏一“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，货币政策势必发力。总量的度是：货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，从而意味着1月社融增速平稳符合货币政策意图。结构的度是：引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域。加大改革力度：完善LPR传导机制；坚持发挥市场在汇率形成中的决定性作用。

6、专栏二“理性看待商业银行利润增长”，银行要向实体经济让利。2019年第四季度金融机构新发放一般贷款加权平均利率显著下降22bp，至5.74%，新发放企业贷款加权平均利率为5.12%，较2018年高点下降48bp。在银行资产端利率随LPR降低而显著下行的同时，负债端的存款基准利率保持不变，这可能减缓银行利润增长，从而在近期引起了对降低存款基准利率的猜想。我们认为，降低存款基准利率不太符合当前推进利率市场化的方向，在通胀处于高位的情况下还可能造成存款实际利率为负，短期或许不会成为政策选项。这个专栏也进一步明确了央行的看法：银行要适当降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利。

7、专栏三“优化信贷结构成效显著”，专栏四“从就业结构看中国劳动力市场和未来走势”，再谈结构。强调继续用好各项结构性货币政策工具，“对小微、民营企业融资保持稳固支持”。“各

方感受到我国仍存在一定就业压力，主要与就业的结构性矛盾比较突出有关……要更好发挥各方政策合力，缓解结构性就业压力”，稳就业并非货币政策单枪匹马力所能及。

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_7054

