

货币政策有望延续宽松

——2019 年 12 月金融数据点评

12 月我国新增人民币贷款 1.14 万亿，新增社融 2.1 万亿，M2 同比增长 8.7%，均超出市场预期。

一、信贷：总量季节性回落，结构持续改善

12 月新增人民币贷款 11,400 亿，高于市场预期的 11,375 亿，创下同期历史新高，信贷结构也延续了 7-11 月的改善趋势。

(1) 12 月新增企业贷款同比少增 489 亿，环比回落 2,550 亿，表现基本符合季节性。其中新增中长贷占比高达 93%，结构自去年下半年以来持续优化。2019 年全年的信贷结构亦较 2018 年有所优化，2019 年全年新增人民币贷款 16.81 万亿，同比多增 6,439 亿，其中新增企业贷款占比为 56.2%，高于 2018 年的 51.4%，且新增中长贷占比为 62.2%，指向逆周期调节的成效持续显现。

(2) 2019 年居民中长贷呈现较强的韧性，全年居民中长贷占新增居民贷款的比重达 73.4%。我们预计 2020 年居民中长贷的韧性有望延续。根据 2019 年 12 月央行发布的存量贷款定价基准改革方案，不论选择固定利率还是浮动利率方案，存量房贷在 2020 年的利率水平均将保持不变，而 2021 年的利率水平将取决于 2020 年 12 月的 5 年期 LPR 报价，房贷利率长期有下行空间，合理的购房需求仍会保持稳定。

二、社融：信贷非标改善，新口径直融收缩

12 月新增社融 2.1 万亿，显著高于市场预期的 1.61 万亿，但需注意，本月社融口径的扩大基本完全解释了新增社融的超预期部分。央行将“国债”和“地方政府一般债券”与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，据我们测算，若剔除新增这两项指标的影响，原口径新增社融应为 1.73 万亿，仅超出市场预期值 1,200 亿。

本次调整对社融增速的影响不大。12 月考虑新增两项的新口径社融存量增速约为 10.69%，略高于 11 月的 10.67%；而扣除新增两项的原口径社融存量增速约为 10.78%。



(1) 12 月新口径新增社融的表现好于 2017 年和 2018 年同期，主要受到信贷同比多增以及非标边际修复推动，分别解释了新增社融同比多增的 87%和 13%。2019 年全年新增新口径社融共 25.58 万亿，同比多增 3.08 万亿元，信贷同比多增与非标同比少减是主要推动因素，分别解释了新增社融同比多增的 39.3%和 38.1%，直融可解释 15.1%。

(2)2019 年以来非标融资持续收缩的同时呈现出同比少减态势，显示非标的收缩压力较 2018 年整体有所缓解。其中，委托贷款和信托贷款全年持续同比少减，分别解释了全年新增非标融资同比少减的 56.7%和 29.8%。而票据方面，表外未贴现银行承兑汇票和表内票据均波动较大。票据利率持续走低的背景下，年初票据一度沦为与结构性存款套利的工具而实现高增，下半年随着监管审查压力的加强，则呈现同比少增态势。

(3) 2019 年直接融资中债券融资是重要支撑项，全年同比多增 6,098 亿，解释了全年新增直融同比多增的 131.3%。地方政府专项债净融资同比多增可达 3,605 亿，对应解释原口径直融同比多增的 37.6%。

三、货币：M2-M1 剪刀差收窄

12 月 M2 同比增速环比回升 0.5pct 至 8.7%，高于市场预期 8.4%，M1 同比增速环比上行 0.9pct 至 4.4%，指向企业景气度边际好转。

首先，2019 年 11 月以来，整个政策利率曲线全面小幅下移，2020 年初全面降准 0.5%，市场相对宽松的流动性对 M2 增速形成支撑。其次，新增居民存款同比大幅多增 3,705 亿和新增企业存款同比多增 1,793 亿是推动 M2 增速超预期回升的主要因素，指向信用创造及货币派生的改善。此外，非银存款和企业中长期贷款自 2019 年 8 月以来均保持同比多增态势，或受到地方政府隐性债务置换推动。

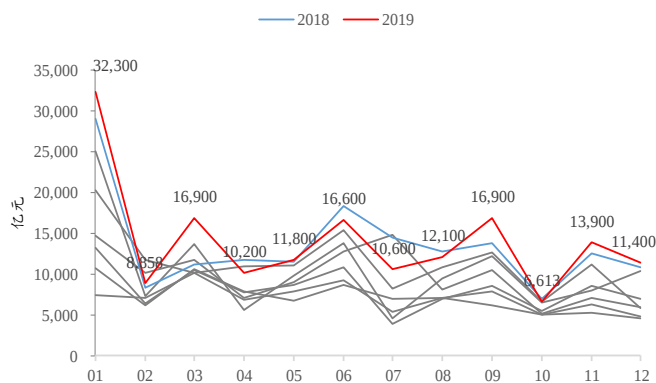
四、前瞻：货币政策宽松立场不改，一季度社融增速有望回升

前瞻地看，1 月全面降准的落地有望带动 1 年期 LPR 由 4.15%下行 5bp 至 4.10%，5 年期 LPR 在“房住不炒”导向下大概率维持不变。我们认为货币政策将继续维持稳健略偏宽松的取向，降息仍值得期待，下次 MLF 降息有望在一季度落地，幅度为 5-10bp，以配合 3 月 1 日开始的存量贷款定价基准转换、引导降低新发贷款定价。

我们预计一季度社融增速有望显著回升，主要的支撑因素包括：一是随着针对存量浮动利率贷款的 LPR 改革实施，未来实体经济的融资成本有望实质性下行；二是逆周期调节持续发力，经济下行压力有望得到缓解，企业投融资意愿边际修复；三是一季度新增专项债或将放量发行，有望显著超越去年一季度的发行量 7,172 亿元，截至 2020 年 1 月 16 日的净融资额已达到 7,148 亿。

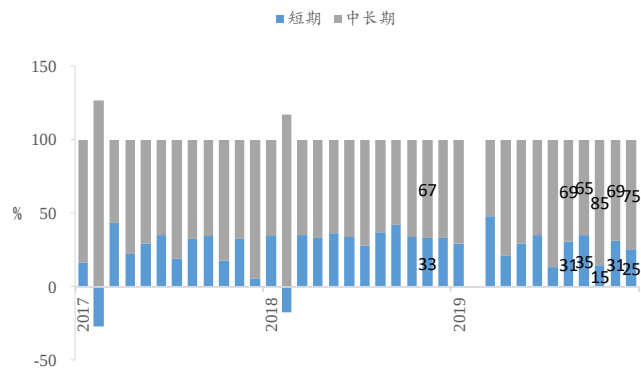
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：12 月信贷季节性回落



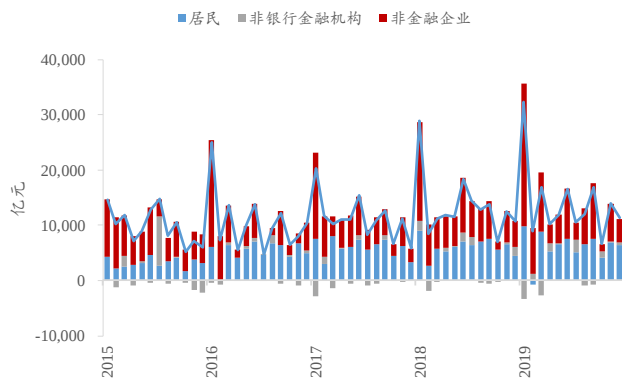
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比



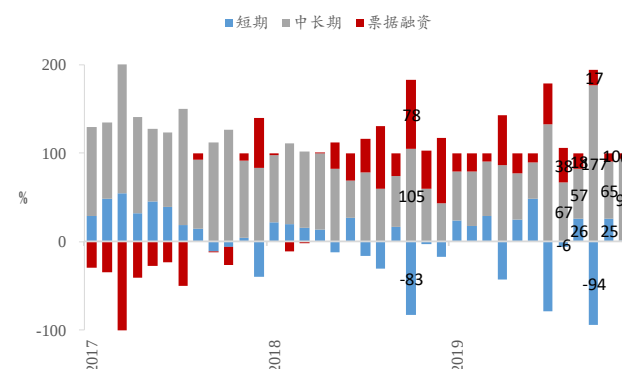
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



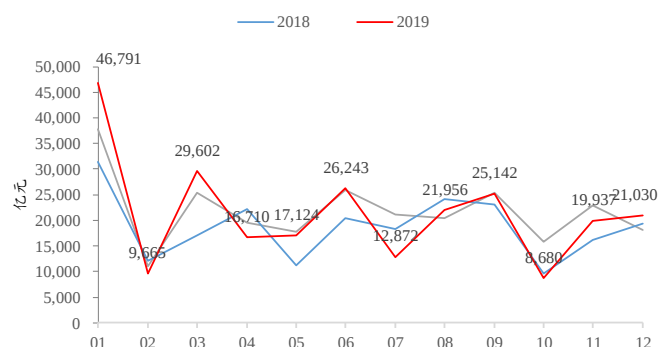
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比



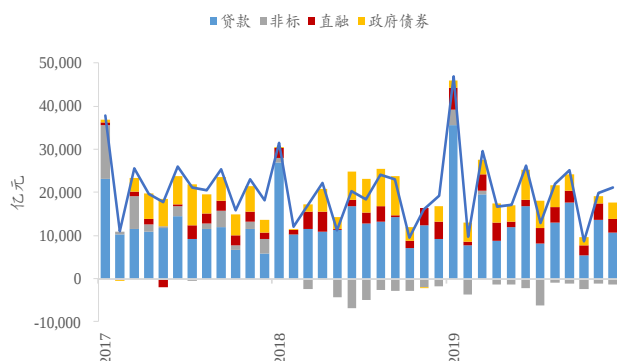
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：12 月新增社融超季节性回升



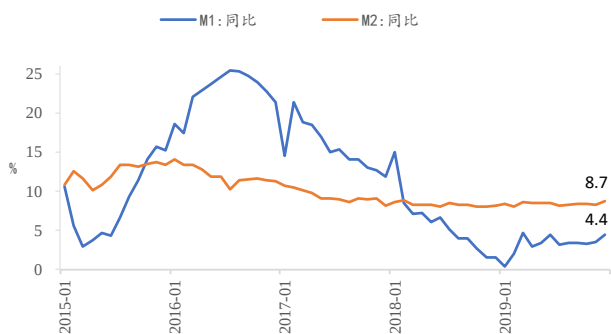
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：新增社融及构成



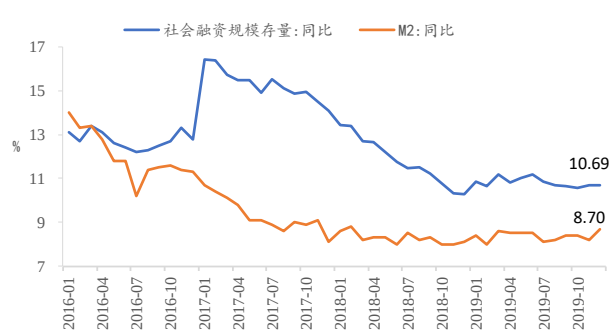
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7：12 月 M2-M1 剪刀差收窄



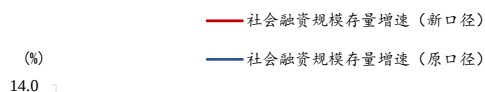
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 9：新口径与原口径社融存量增速对比



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_7671

