

金融回表，防风险成效可期

——2018年12月金融数据点评

日期：2019年1月16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)

主要观点:

信贷、货币符合市场边际回升预期，增长平稳

12月份的信贷、货币增长虽然与预期略有差异，但边际放松格局得到较好印证。12月份的信贷、货币的实际增长和预期情况间的对比表明，货币当局对货币环境的预期引导和管理，有效程度明显提高。

表内融资成社融主角，金融空转治理见效

虽然监管对金融市场流动性的冲击已过去，但影子银行领域融资只能延续低位增长。中国货币当局长期以来要求金融机构经营“回表”的努力开始见效，金融空转现象大为减少。表内融资比重的回升，也意味着金融市场风险的显性化得到发展，全社会风险防空的有效性得以提高。2019年，“防风险”虽然仍是宏观调控机构年度经济工作的三大年度任务之一，但金融回表已经预示了“防风险”工作的前景，即成效可期！

货币结构不变，M1延续低位

2018年金融监管强化后，金融同业市场和影子银行领域增速放缓，使得M1增速显著回落。金融监管强化杠杆控制的结果，必然是M2维持平稳的同时，M1持续位于M2下方的低位运行！货币结构依然处于货币活性较低状态，表明经济整体上仍然处在周期底部，经济活力还有待提高。

货币效应重趋积极

2012年后，中国的货币政策效应被认为转向了实质中性。2018年后，货币当局通过降准+置换的组合操作，实现了“收短放长”的扭转操作，有效改善了货币结构，使得金融短期化现象得到持续缓解，金融对经济的支持作用呈现了恢复性增强现象，信贷扩张对经济活动的支持作用也将得以提高。

市场利率延续稳中偏降局面

“去杠杆”与降融资成本并不矛盾，中国过去过度杠杆化主要是资金没有风险定价，并非利率过低。金融去杠杆实际上就是金融机构减缓报表扩张，在宏观上的意义就是金融的信用扩张能力下降；在中观行业层面上，监管强化带来的金融去杠杆，减少了金融体系对短期流动性的财务周转性需求，使得货币市场的需求下降，从而降低了货币市场利率，短期流动性的紧张程度下降。

货币增长缓慢回升趋势不变

2019年，“收短放长”的扭转操作特征仍将延续！在2019年开年之初降准1%的基础上，年内仍需要降准1%以上。2019年M2在7.5-9.5间将是政策合意水平，8.5下方在实践中实际偏紧。当前货币实际增速在政策合意区间下限，出于稳经济和防风险的需要，货币增长适度提高有着一定的空间，同时也不会妨碍“去杠杆”政策的实施。

事件： 12 月份金融数据公布

广义货币增长 8.1%。2018 年 12 月末，广义货币(M2)余额 182.67 万亿元,同比增长 8.1%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平；狭义货币(M1)余额 55.17 万亿元,同比增长 1.5%，增速与上月末持平，比上年同期低 10.3 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.32 万亿元,同比增长 3.6%。全年净投放现金 2563 亿元。

人民币各项贷款增长 13.1%。2018 年 12 月末，人民币贷款余额 136.3 万亿元，同比增长 13.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 0.8 个百分点。全年人民币贷款增加 16.17 万亿元，同比多增 2.64 万亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7.36 万亿元，其中，短期贷款增加 2.41 万亿元，中长期贷款增加 4.95 万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 8.31 万亿元，其中，短期贷款增加 4982 亿元，中长期贷款增加 5.6 万亿元，票据融资增加 1.89 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 4401 亿元。12 月份，人民币贷款增加 1.08 万亿元，同比多增 4995 亿元。

人民币各项存款增长 8.2%。2018 年 12 月末，人民币存款余额 177.52 万亿元，同比增长 8.2%，增速比上月末高 0.6 个百分点，比上年同期低 0.8 个百分点。全年人民币存款增加 13.4 万亿元，同比少增 1071 亿元。其中，住户存款增加 7.2 万亿元，非金融企业存款增加 2.16 万亿元，财政性存款减少 596 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.96 万亿元。12 月份，人民币存款增加 916 亿元，同比多增 8845 亿元。

12 月份社会融资规模增量为 15900 亿元。2018 年社会融资规模增量累计为 19.26 万亿元，比上年少 3.14 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 15.67 万亿元，同比多增 1.83 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 4201 亿元，同比多减 4219 亿元；委托贷款减少 1.61 万亿元，同比多减 2.38 万亿元；信托贷款减少 6901 亿元，同比多减 2.95 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 6343 亿元，同比多减 1.17 万亿元；企业债券净融资 2.48 万亿元，同比多 2.03 万亿元；地方政府专项债券净融资 1.79 万亿元，同比少 2110 亿元；非金融企业境内股票融资 3606 亿元，同比少 5153 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币符合市场边际回升预期，增长平稳

中国 12 月广义货币供应量(M2)同比增长 8.1%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平，路透调查中值和均值同为 8.2%，实际增长略低于市场预期，但也符合市场边际回升的方向判断。中国 12 月增加 1.08 万亿元，同比多增 4995 亿元，路透调查中值为 8000 亿元、均值为 8479 亿元，实际增长略超市场预期，进一步印证央行边际放松的货币环境导向。中国 12 月末人民币各项贷款余额同比增长 13.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 0.8 个百分点，受基数效应影响更是呈现了大幅提升态势；路透调查中值和均值同为 13.2%，实际增长超出市场预期较多，主要是去年同期新增信贷规模较少带来的基数较低所致。12 月份的信贷、货币增长的市场主流预期变化，体现了市场对货币环境边际放松的预期；实际信贷、货币增长虽然与预期略有差异，但边际放松格局得到较好印证。实际上，前期货币当局已向市场释放了不少边际放松的预期，市场对信贷回升和货币趋松也已有不少预期，放松程度上市场预期也比较谨慎，实际表现也是如此。12 月份的信贷、货币的实际增长和预期情况间的对比表明，货币当局对货币环境的预期引导和管理，有效程度明显提高。

表 1 2018 年 12 月的中国信贷和货币市场预测情况 (亿元, %)

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	8000	8.2	13.2
Average	8479	8.2	13.2
High	14500	9.1	14.2
Low	6000	7.8	12.7
No of Forecasts	36	14	12
SHSC	6000	8.2	13.0

数据来源: Reuters, 上海证券研究所

当前货币环境的总体运行特征是平稳中趋松，这是前期监管收紧冲击过后的市场必然现象。即使没有政策放松，货币环境也会呈现相对前期偏紧局面的边际放松态势。当前市场对信贷、货币预期的一个显著特征是：平稳趋松中分歧加大！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。在金融防风险的监管基调下，虽然边际放松的政策微调信号明显，但机构反应整体谨慎，机构间分歧加大。

2. 表内融资成社融主角，金融空转治理见效

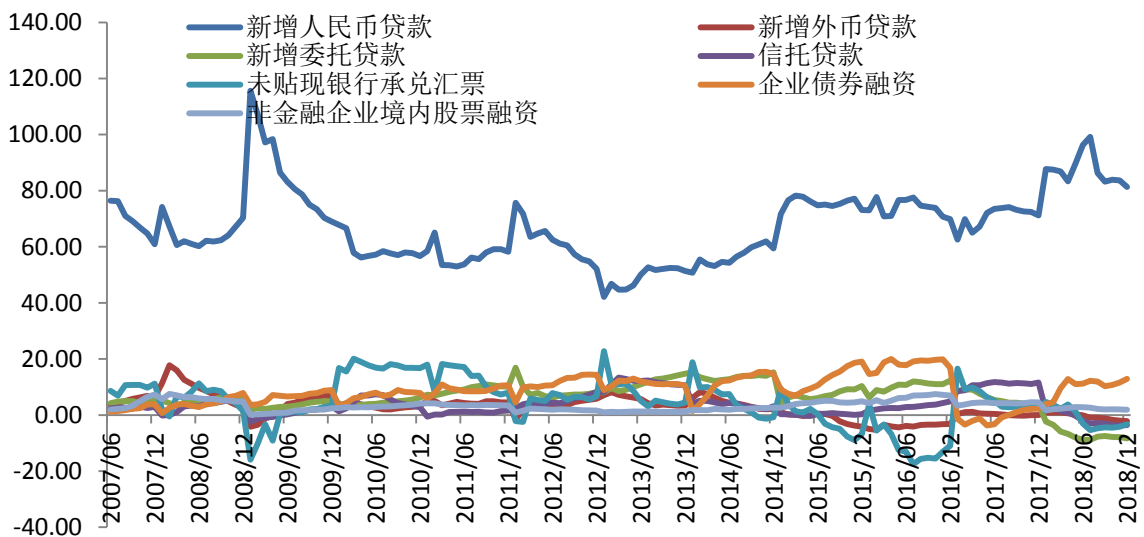
2018 年 5 月-7 月，社会融资规模增长连续 3 月低于信贷增长。从各

类型融资渠道变化看，主要是影子银行领域的收缩，是监管加强的结果，是过去一直强调的融资“复表”和资金“脱虚向实”政策目标，取得进展的体现。受金融监管新政影响，在资管新规等带来的金融市场规范化和风险治理下，金融同业市场、影子银行领域受到较大冲击。2018年8月后，中国资本市场上直接融资的恢复性增长，使得社融增长规模，重新超越信贷增长规模；表明金融市场上直接融资功能得以恢复。2018年4季度后，社融持续超越信贷增长状况，说明金融监管强化对市场融资功能的冲击，已基本消退。

监管规范主要是为了治理金融的“脱实向虚”，摆脱中国的货币短期化现象。监管规范化后，虽然监管对金融市场流动性的冲击已过去，但影子银行领域融资只能延续低位增长。2018年后，中国社会融资结构的一个明显变化是，表内融资呈现回升态势——中国货币当局长期以来要求金融机构经营“回表”的努力开始见效。中国社会融资的主要构成中，银行信贷和资本市场上的直接融资（股票融资和债券融资）为表内融资项目，其它主要是表外融资项目，如委托贷款、未贴现银行承兑汇票、信托贷款等。资管新规等监管规范化措施，使得表外融资等影子银行渠道融资，受到了很大限制，金融空转现象大为减少。

表内融资比重的回升，也意味着金融市场风险的显性化得到发展，全社会风险防空的有效性得以提高。2019年，“防风险”虽然仍是宏观调控机构年度经济工作的三大年度任务之一，但金融回表已经预示了“防风险”工作的前景，即成效可期！

图2 社会融资“回表”格局形成（社会融资结构/月，%）

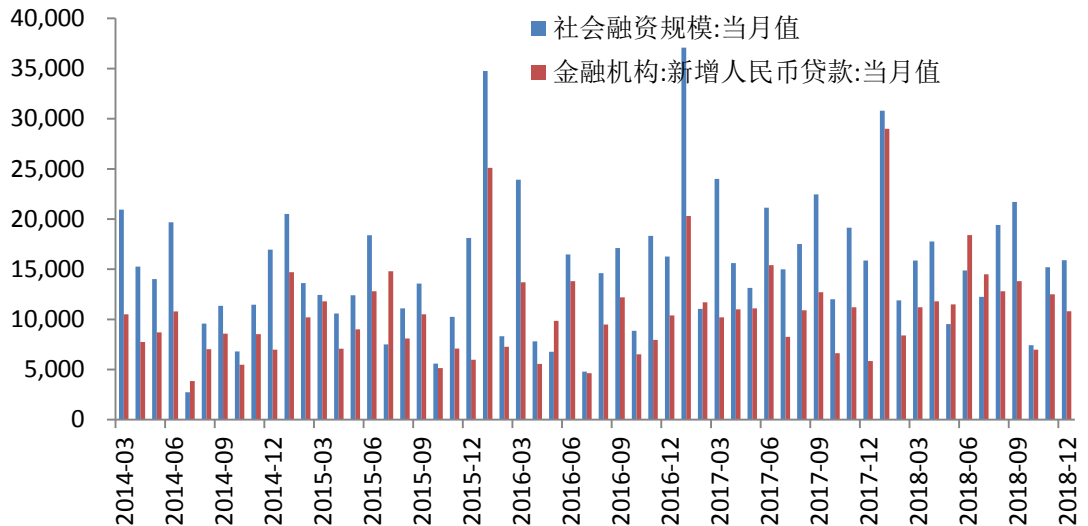


数据来源：Wind，上海证券研究所

2018年12月份的社会融资规模增量为1.59万亿元，比上年同期多33亿元，比上月多增700多亿元，显著超出当月新增信贷规模，超

出数量继续上升。12月国内新增贷款规模为9184亿元，虽然比去年同期有较大提高，但仍大大低于社融的增长。

图2 12月份社会融资继续高于信贷增长(亿元, 月度)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从具体融资类型看, 12月份的影子银行渠道中, 除了未贴现银行汇票由前期的萎缩转为1000多亿的增长外, 信托和委托贷款渠道仍然延续了减少态势。监管规范后影子银行受到限制, 资金“脱虚向实”得到发展的格局延续。监管强调金融经营的规范化, 强调风险防范, 使得非规范经营的影子银行运行空间受到压缩, 资金回流到资本市场和银行间市场。因此, 即使影子银行领域的融资持续受到压缩, 社会资金的紧张程度并未上升, 金融市场利率下降格局不变。

3. 货币结构不变, M1 延续低位

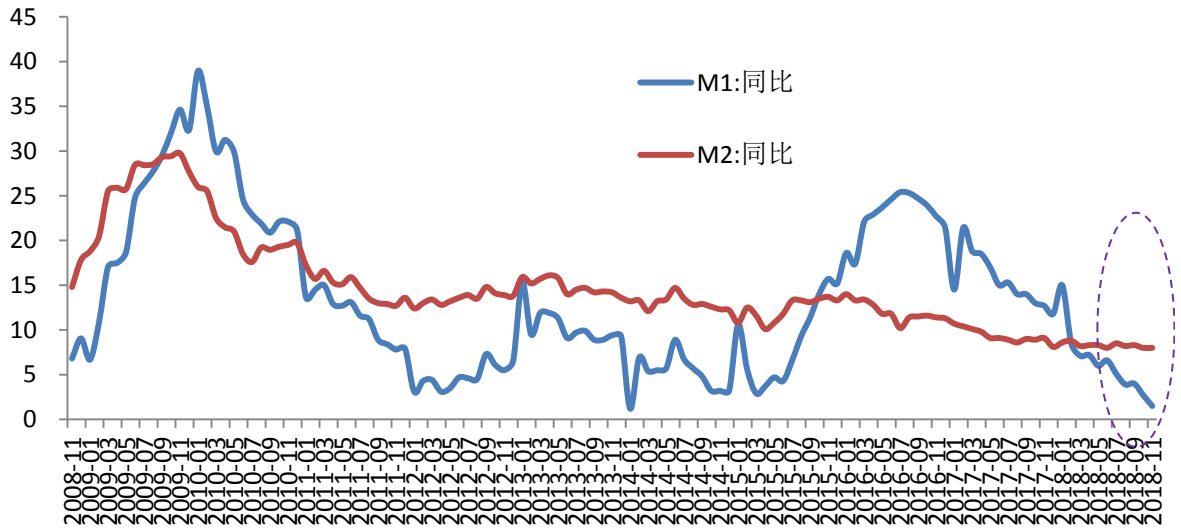
2018年金融监管强化后, 金融同业市场和影子银行领域增速放缓, 使得M1增速显著回落。金融监管强化杠杆控制的结果, 必然是M2维持平稳的同时, M1持续位于M2下方的低位运行!

经济底部徘徊和政策中性的货币格局, 决定了货币结构: M1持续位于M2下方运行。这是我们一直以来对不同层次货币运行结构的基本看法。伴随金融监管的改善和创新业务的规范, 同业业务日益规范, M1逐渐下落至M2下方, 并将长期延续。货币结构的这种改变, 意味着货币活性的降低, 货币追逐短期收益的动能下降, 意味着资金“脱实向虚”的态势将得到缓解。

2018年12月末, 中国广义货币(M2)余额182.67万亿元, 同比增长8.1%, 增速比上月末高0.1个百分点, 与上年同期持平; 狭义货币(M1)余额55.17万亿元, 同比增长1.5%, 增速与上月末持平, 比上年同期低10.3个百分点。货币结构依然处于货币活性较低状态, 表明经济整体上仍

然处在周期底部，经济活力还有待提高。

图3 货币结构中M回落已近尾声（同比，%）



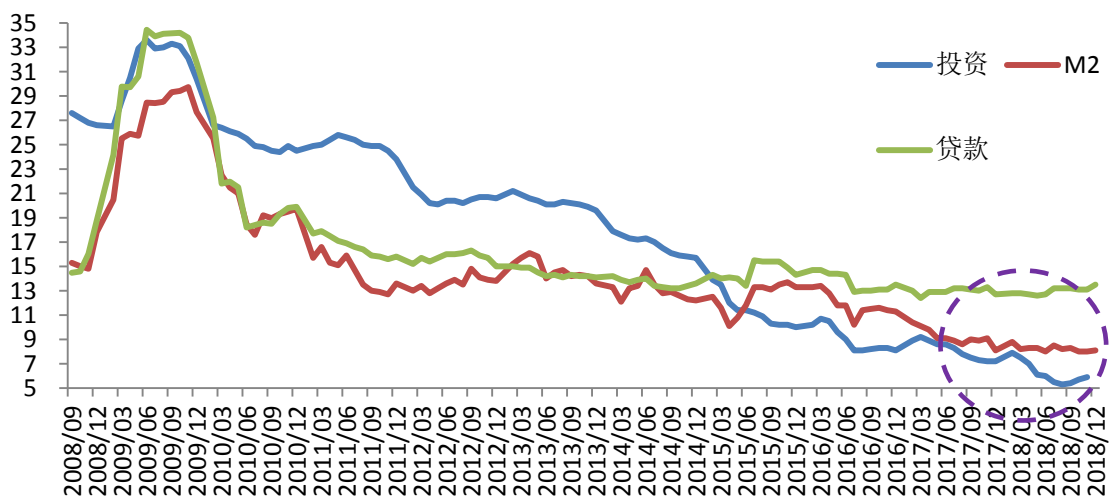
数据来源：Wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4. 货币效应重趋积极

2012年后，中国的货币政策效应被认为转向了实质中性。2012-2015年间，中国货币增长基本维持在12-14%区间运行，但作为经济增长第一动力的投资却持续下降，从20%下降到10%；2016年后，中国货币增长在“去杠杆”作用下缓慢下行，给投资增长带来了很大压力，投资增速也跟着进一步下降到6%下方。2018年4季度后，伴随货币环境的边际放松，投资企稳迹象呈现。

图4 中国企业部门信贷新增重提升（月，亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

货币政策效应的变化，在宏观经济上的表现就是资金“脱实向虚”，如果从金融上找原因，那就是资金短期化。金融短期化的发展，使得资金堆积在金融领域内部，集中在金融体系内部循环，而不能渗透到实体领域中去，从而使得货币扩张对经济增长的作用下降。

为扭转资金“脱实向虚”的现象，货币当局采用了“双管齐下”的对策：一方面强化监管规范，压缩资金空转空间；另一方面采用定向调整的结构化政策，通过针对普惠金融的定向降准、PSL等措施，将资金直接注入实体领域。2018年后，货币当局通过降准+置换的组合操作，实现了“收短放长”的扭转操作，有效改善了货币结构，使得金融短期化现象得到持续缓解，金融对经济的支持作用呈现了恢复性增强现象。2016年后，尽管货币增长仍然表现为稳中趋降，但工业经济呈现了显著的见底走平特征。2018年，中国经济增长受基建投资受政策影响（PPP库存项目清理）临时性停滞，运行有所放缓，但货币期限结构改善对经济的支撑作用增强之势，也已呈现了越来越明显态势，货币平稳中经济运行的金融约束逐渐弱化。

企业是现代经济社会中，最主要的商事主体，企业信贷增长回升，意味着经济内在增长动力和活力的复苏。在银行信贷配给下，企业部门信贷的复苏，主要是银行加大对企业部门信贷投放的结果。伴随楼市调控政策的持续，银行对企业部门的信贷投放偏好也将持续，信贷扩张对经济活动的支持作用也将得以提高。

5. 市场利率延续稳中偏降局面

“去杠杆”与降融资成本并不矛盾，中国过去过度杠杆化主要是资金没有风险定价，并非利率过低。金融去杠杆实际上就是金融机构减缓报表扩张，在宏观上的意义就是金融的信用扩张能力下降；在中观行业层面上，监管强化带来的金融去杠杆，减少了金融体系对短期流动性的财务周转性需求，使得货币市场的需求下降，从而降低了货币市场利率，短期流动性的紧张程度下降。

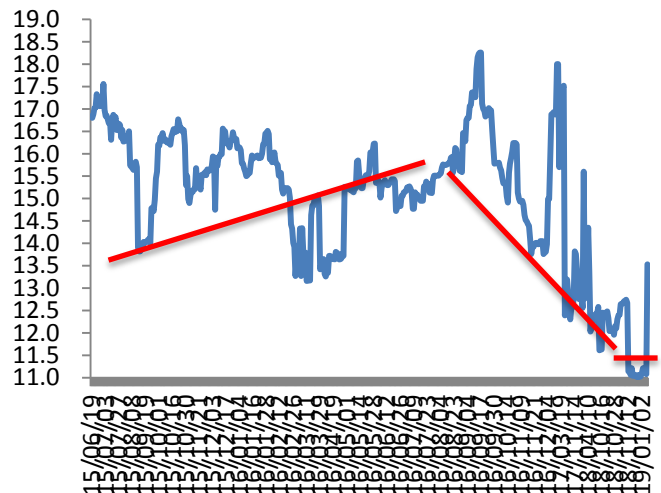
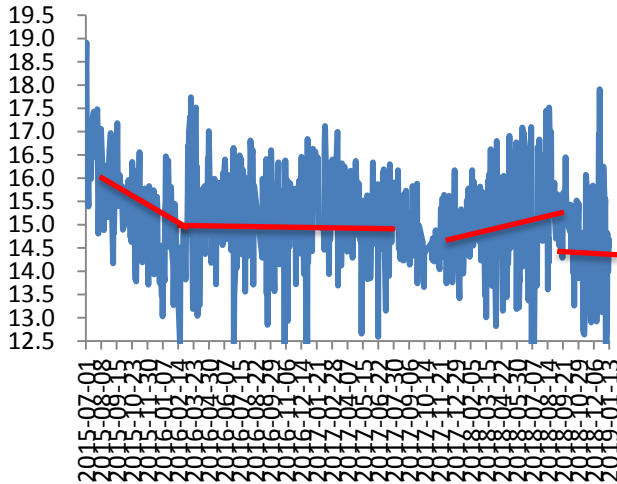
中国货币环境的基本格局是“存量过多、增量不足”。伴随监管规范而来的先期冲击过后，周转性融资需求下降，金融市场的融资利率，即使在货币政策的中性基调没有发生改变，也会逐渐下降。实际上，伴随周转性资金空转需求的下降，2017年的中长期金融市场利率已趋下降，2018年短期金融利率也面临下降态势。2018年的数次降准行为，并非为货币扩张，只是为维持货币增长平稳、顺应基础货币投放方式变化而做的适应性动作。

尽管货币偏紧，中国货币存量过分充裕的货币环境，还是决定了实体领域流动性的稳定格局。从我们跟踪观察的温州民间借贷利率和广州小贷市场的利率走势看，市场利率波动中下行局面不变。中国货币存

量过多、增量不足的局面，决定了中国实体领域的借贷市场利率，主要取决于经济运行环境带来的信用风险变化。在经济持续底部徘徊、且增长基础不断巩固的当下，实体部门的市场利率长期上保持了稳中偏降态势，短期受市场预期变化影响。在货币边际放松的市场普遍预期，货币利率有着强烈的下行趋势。

图 5 温州民间借贷利率低位 (月/民间融资综合利率, 6M)

图 6 广州小贷市场平均利率处于下行 (年化/日, %)



数据来源: Wind、上海证券研究所

数据来源: Wind、上海证券研究所

在银行间市场上，2018 年 12 月份同业拆借加权平均利率为 2.57%，比上月末高 0.08 个百分点，比上年同期低 0.34 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.68%，比上月末高 0.22 个百分点，比上年同期低 0.43 个百分点。

事件预测：趋势判断

6. 货币增长缓回升趋势不变

货币政策已表现为边际放松，市场对货币当局将边际放松也已成为共识。货币边际放松已带来了利率体系的普遍下移。2018 年中国货币环境的一个显著变化是——“收短放长”的扭转操作成为央行的政策行为；2019 年，这一政策操作特征仍将延续！

中国基础货币增长变化表明，中国的基础货币投放压力在不断增大。市场在担忧货币政策收得过紧的同时，笔者却正相反，笔者一直担忧的是央行无力扩张货币，从而使得货币增长长期过低，以致信用市场风险压力过大。依靠货币乘数扩张维持相对平稳的货币增长空间，也已压缩至极限！中国未来要维持流动性相对平稳的态势，势必面临以下选择：降准、新创基准货币投放渠道。

为维持货币乘数高位，保持广义货币增速相对平稳，以及降低储备货币获得成本，保持货币市场的稳定，中国或将进一步下调 RRR。笔者认为，在 2019 年开年之初降准 1% 的基础上，年内仍需要降准 1%

以上。在中国新基础货币投放机制未形成前——即央行直购资产成为基础货币投放主渠道，降准是中国央行难以避免的选择。

按照通常的货币增长中性基准（ $GDP \text{ 增速} + 1/2 * CPI + 1/2 * PPI$ ），2019年 M2 在 7.5-9.5 间将是政策合意水平，8.5 下方在实践中实际偏紧。当前货币实际增速在政策合意区间下限，未来货币增长仍或有进一步回升。出于稳经济和防风险的需要，货币增长适度提高有着一定的空间，同时也不会妨碍“去杠杆”政策的实施。

分析师承诺

胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

内容 \ 类型	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级——全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级——配置主需求型机构：银行、保险；

投资级——收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断——主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断——市价与中债估值差距、STW。

流动性判断——融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。