全面宽松后高增长难持续

——2020 年 3 月金融数据点评

日期：2020 年 4 月 10 日

分析师：胡月晓
TEL：021-53686171
huyuexiao@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：大破预期的突进

在全球宽松的竞争性放水环境下，中国的稳健中性货币政策基调标准也发生了变化。另一方面，中国经济增长受疫情冲击的力度，也有超出市场预期倾向，虽然复工复产推进迅速，但海外冲击的力度不断提升，对国内经济维持平稳也造成了很大压力。维持国内经济平稳，也有适度放松货币的需求！

宽信用如期而至

货币、信贷增长维持平稳的格局下，金融“脱虚向实”和流动性分布结构的改善，将带来货币环境“宽信用”的发展。未来的“宽信用”发展，将更多地建立在实体经营之上，是依靠资本市场发展，基于金融回归实体的宽信用。23 月份的信贷、货币增长双双超出市场预期，增长大幅回升，增长回升中“宽信用”发展的趋势不变。

融资环境全面趋松

3 月份新增信贷的回升，是全方面的回升：无论从期限机构上看，还是部门分布上看，信贷增长都有较大幅度的增长。新增信贷规模虽然还低于 1 月份，但回升幅度已是创出了新高；社会融资新增规模，甚至还要略超 1 月份，说明非信贷渠道的融资增长回升更为迅猛，这也表明“宽信用”在确实得到发展，全社会的融资环境即使没有总量增长的回升，实际上也在逐步改善，融资结构更趋合理，资本市场在社会融资发展中的重要性逐渐提升。

流动性宽松号角全面吹响

全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，国际金融环境趋于宽松中动荡加剧。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。国内经济环境稳定压力也上升，使得改善经营环境对宽松货币的需求上升。

高增长态势难持续，降息仍可期

当前偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。经济运行压力加大，也意味着货币增速只需维持平稳，就可以达到为经济增长创造宽松流动性环境的目的。货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力；同时物价低迷和资产泡沫持续的局面表明，货币过于宽松会使经济运行的困难态势加剧，增加经济转型的难度。实际上，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。

事件： 3 月份金融数据公布

广义货币增长 10.1%。2020 年 3 月末，广义货币(M2)余额 208.09 万亿元,同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 1.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 57.51 万亿元,同比增长 5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.3 万亿元,同比增长 10.8%。一季度净投放现金 5833 亿元。

人民币各项贷款增长 12.3%。2020 年 3 月末，当月人民币贷款增加 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元，人民币贷款余额 160.21 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末高 0.6 个百分点，比上年同期低 1 个百分点。一季度人民币贷款增加 7.1 万亿元，同比多增 1.29 万亿元。分部门看，住户部门贷款增加 1.21 万亿元，其中，短期贷款减少 509 亿元，中长期贷款增加 1.26 万亿元；企（事）业单位贷款增加 6.04 万亿元，其中，短期贷款增加 2.3 万亿元，中长期贷款增加 3.04 万亿元，票据融资增加 6305 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1729 亿元。

人民币各项存款增长 9.3%。2020 年 3 月末，人民币存款余额 200.99 万亿元，同比增长 9.3%，增速分别比上月末和上年同期高 1.2 个和 0.6 个百分点，当月人民币存款增加 4.16 万亿元，同比多增 2.44 万亿元。一季度人民币存款增加 8.07 万亿元，同比多增 1.76 万亿元。其中，住户存款增加 6.47 万亿元，非金融企业存款增加 1.86 万亿元，财政性存款减少 3143 亿元，非银行业金融机构存款减少 3713 亿元。

3 月份社会融资规模增量为 51627 亿元，比上年同期多 22024 亿元。初步统计，2020 年一季度社会融资规模增量累计为 11.08 万亿元，比上年同期多 2.47 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 7.25 万亿元，同比多增 9608 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1910 亿元,同比多增 1669 亿元;委托贷款减少 970 亿元，同比少减 1308 亿元；信托贷款减少 130 亿元，同比多减 966 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 260 亿元，同比少增 1789 亿元；企业债券净融资 1.77 万亿元，同比多 8407 亿元；政府债券净融资 1.58 万亿元，同比多 6322 亿元；非金融企业境内股票融资 1255 亿元，同比多 724 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷、货币增长：大破预期的突进

2020 年 3 月份，2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元，人民币贷款余额 160.21 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末高 0.6 个百分点，比上年同期低 1 个百分点，无论从余额增速还是新增规模上，都大幅度超出市场预期。广义货币同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 1.5 个百分点，同样显著超出市场预期。

海外疫情恶化，态势严峻程度不断超出市场预期。为应对疫情给经济和社会造成的冲击，海外央行纷纷采取了扩张性的货币政策，不仅降息力度大，并且还重启了 QE。在全球宽松的竞争性放水环境下，中国的稳健中性货币政策基调标准也发生了变化。另一方面，中国经济增长受疫情冲击的力度，也有超出市场预期倾向，虽然复工复产推进迅速，但海外冲击的力度不断提升，对国内经济维持平稳也造成了很大压力。维持国内经济平稳，也有适度放松货币的需求！

中国 3 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 8.7%和 8.8%，分布区间为（8.2,9.1），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；实际增长不仅超出预期较多，且落在分布区间外，更是明显超出了央行维持货币环境中性的界定。中国 3 月份人民币贷款增加 28500 万亿元，同比增长 12.7；路透调查中值为 18000 亿元、均值为 19000 亿元，预期分布为（12000,27500）亿，预测分布和以往比趋于集中，说明机构间分歧缩小。从实际增长看，信贷增长也是超出市场预期较多，实际增长同样落在了市场预期区间外；整体看，货币环境和流动性增长都呈现了大幅度超出市场预期的态势，都落在了市场预期区间外。这种情况表外，海外疫情冲击下，主要央行的竞争性“放水”态势，对国内的货币环境也造成了影响；货币当局对维持中性政策基调的标准或有放宽，政策虽然仍立足结构性调整需求，以定向投放为主，但在量上明显趋于放松。

表 1　2020 年 3 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	18000	8.7	12.1
Average	19000	8.8	12.1
High	27500	9.1	12.8
Low	12000	8.2	11.6
No of Forecasts	31	32	11
SHSC	18000	8.3	12.1

数据来源：Reuters，上海证券研究所

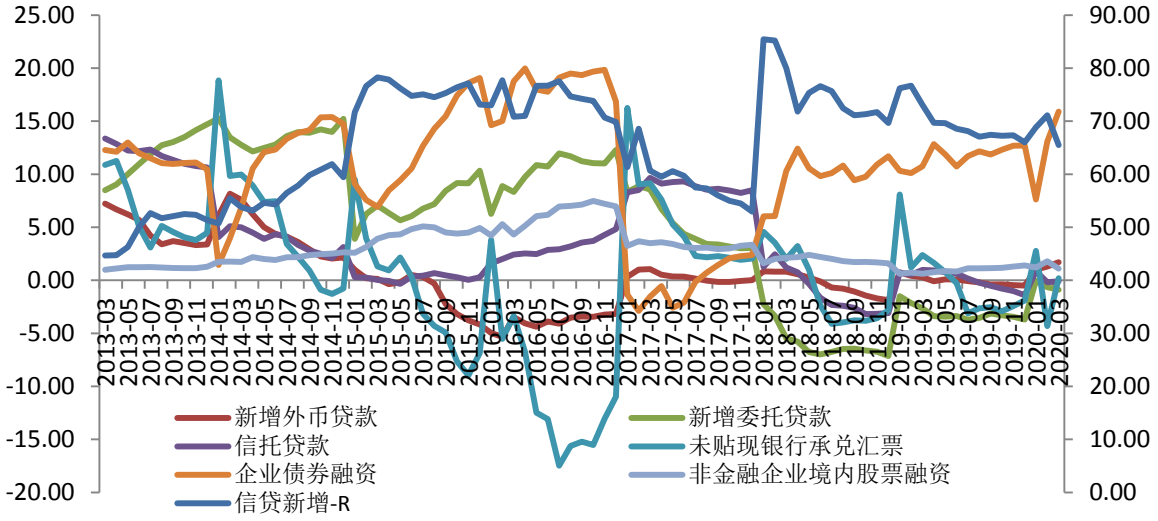
2.宽信用如期而至

笔者一直认为，货币、信贷增长维持平稳的格局下，金融“脱虚向实”

和流动性分布结构的改善，将带来货币环境“宽信用”的发展；将来的“宽信用”，与以往基于房地产融资的宽信用不同，表外融资的复苏将有限，未来的宽信用发展，将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上，如各类债务融资工具的发展，而信托、委贷、票据则不会重现往日辉煌。未来的“宽信用”发展，将更多地建立在实体经营之上，是依靠资本市场发展，基于金融回归实体的宽信用。

2020 年 3 月份，虽然信贷、货币增长双双超出市场预期，增长大幅回升，但增长回升中“宽信用”发展的趋势不变，当月新增社会融资中信贷占比为 65.5%，是 2018 年以来的最低水平。2018 年伊始，受资管新规的影响，表外业务等非规范性的融资行为受到严格限制，社会融资新增结构在外力影响下，迅速回归信贷，银行信贷在社会融资结构中的比重直线抬升了一个大台阶；但随着资管新规逐步落实，社会融资行为规范性增强，资本市场上的融资行为逐渐恢复，具有新特征的“宽信用”趋势逐渐显现！

图 1　中国当月新增社会融资结构的非信贷化趋势（%）

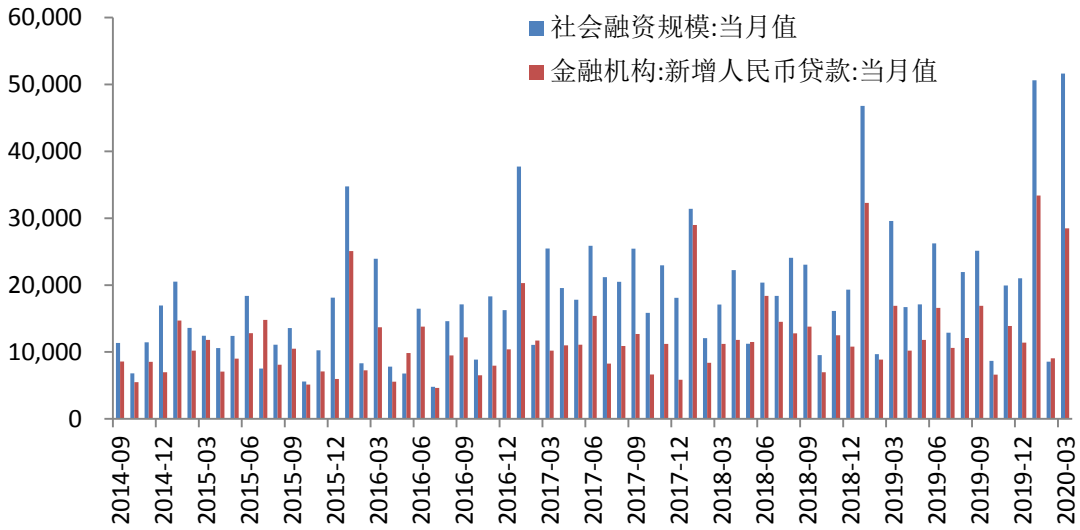


数据来源：Wind，　上海证券研究所

3. 融资环境全面趋松

3 月份新增信贷的回升，是全方面的回升：无论从期限机构上看，还是部门分布上看，信贷增长都有较大幅度的增长。从总量规模上看，在 1 月的首月效应后，无论是社会融资增长，还是新增信贷规模增长，后续的新增规模都要低于 1 月份的新增规模。但是，2020 年 3 月份的新增信贷规模虽然还低于 1 月份，但回升幅度已是创出了新高；3 月份社会融资新增规模，甚至还要略超 1 月份，说明非信贷渠道的融资增长回升更为迅猛，这也表明“宽信用”在确实得到发展，全社会的融资环境即使没有总量增长的回升，实际上也在逐步改善，融资结构更趋合理，资本市场在社会融资发展中的重要性逐渐提升。

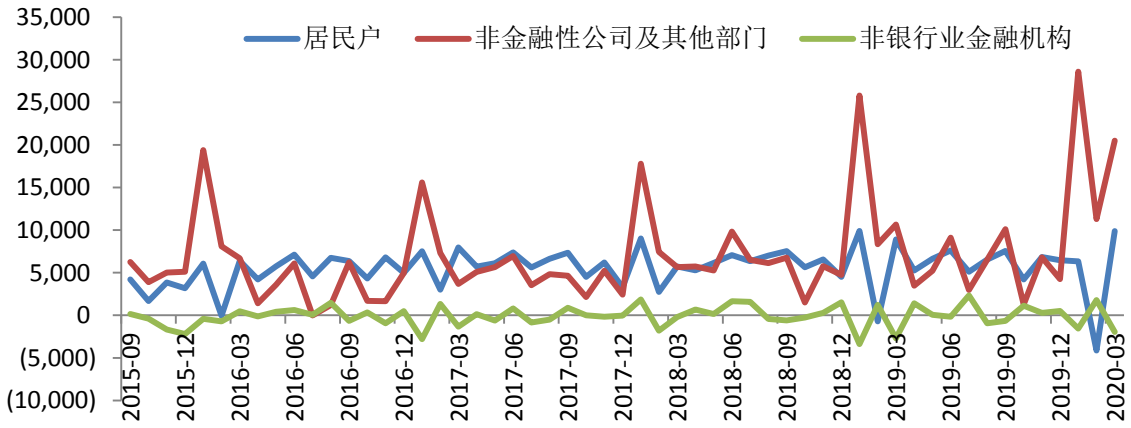
图 2 中国信贷和社融增长的超常规回升（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

从信贷增长的部门分布上看，企业部门和家庭部门的回升都很显著，表明这是金融部门主动投放信贷的结果。但是，金融同业投放在当月新增信贷规模大扩张中却下降，表明金融支持实体经济的政策，在商业银行的实际经营中得到了切实执行。

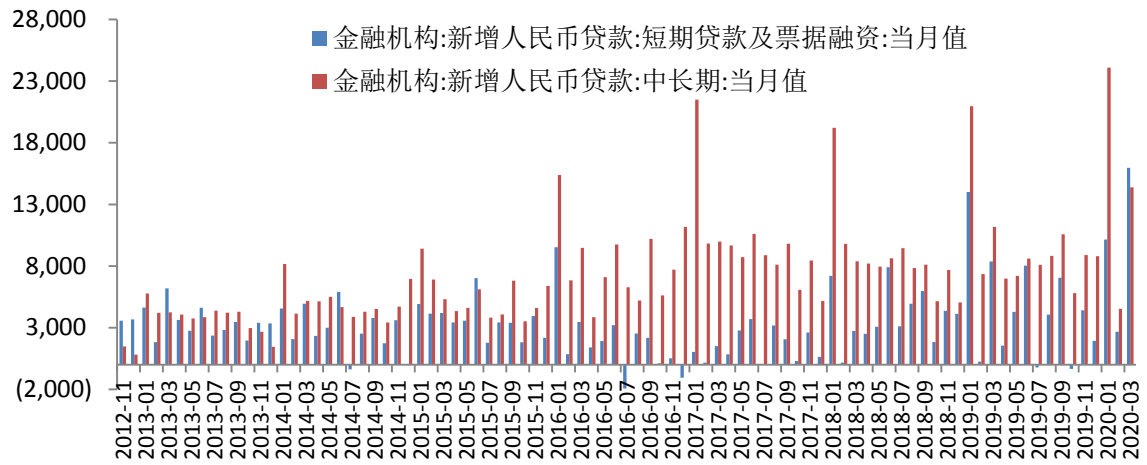
图 3 中国信贷增长的部门分布（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

从当月新增信贷的期限分布上看，当月新增信贷的期限分布显著均衡化，短期和长期信贷增长规模大致均衡增长。可见，金融机构为推动复工复产，在尽力主动提供流动性贷款的同时；对提高未来经济增长潜力的中长期融资，也没有压缩。面对疫情冲击和各经济行为主体暂时面临的压力，金融经营机构的主动投放和规模扩张，表明政策性金融支持已信贷投放环节见效。

图 4 中国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.流动性宽松号角全面吹响

全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，国际金融环境趋于宽松中动荡加剧。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，为国内金融机构应对海外金融市场动荡的冲击，创造有利环境。保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。

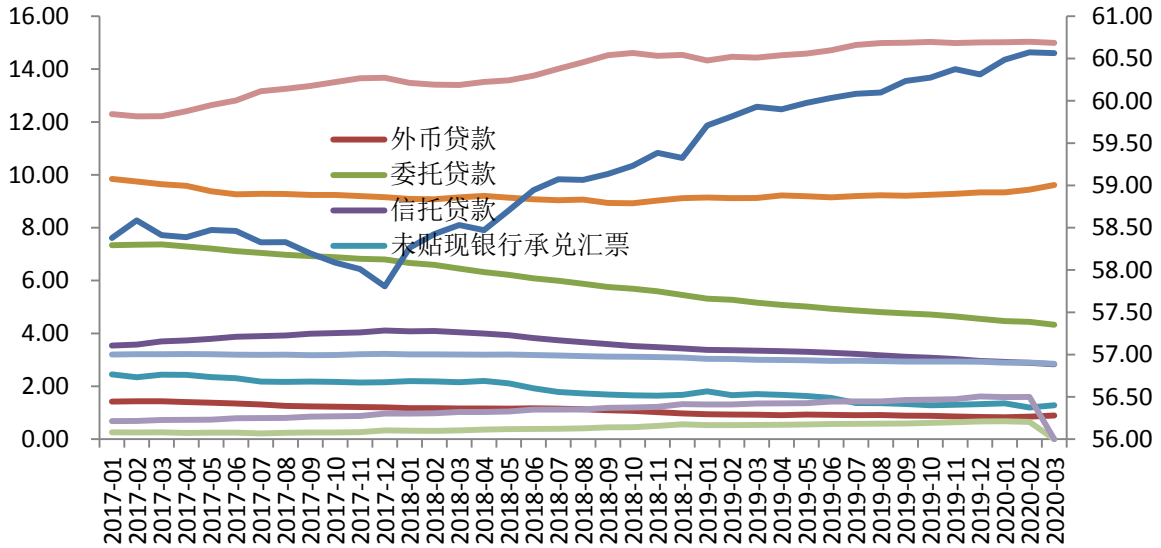
另一方面，国内经济环境受到国内外疫情冲击，经营稳定压力也明显上升；尤其是海外疫情恶化带来的不可控因素增长，也使得改善经营环境对宽松货币的需求上升。

虽然在“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，但“宽信用”发展显著改善了社会融资环境。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。即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。

从结构看，一季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 65.5%，同比低 7.6 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币占比 1.7%，同比高 1.4 个百分点；委托贷款占比-0.9%，同比高 1.7 个百分点；信托贷款占比-0.1%，同比低 1.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比 0.2%，同比低 2.2 个百分点；企业债券占比 15.9%，

同比高 5.2 个百分点；政府债券占比 14.2%，同比高 3.2 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 1.1%，同比高 0.5 个百分点。

图 5　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.经济运行压力上升致市场利率短期仍难下降

当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，这体现了短期经济运行困难局面难以很快缓解的态势。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。

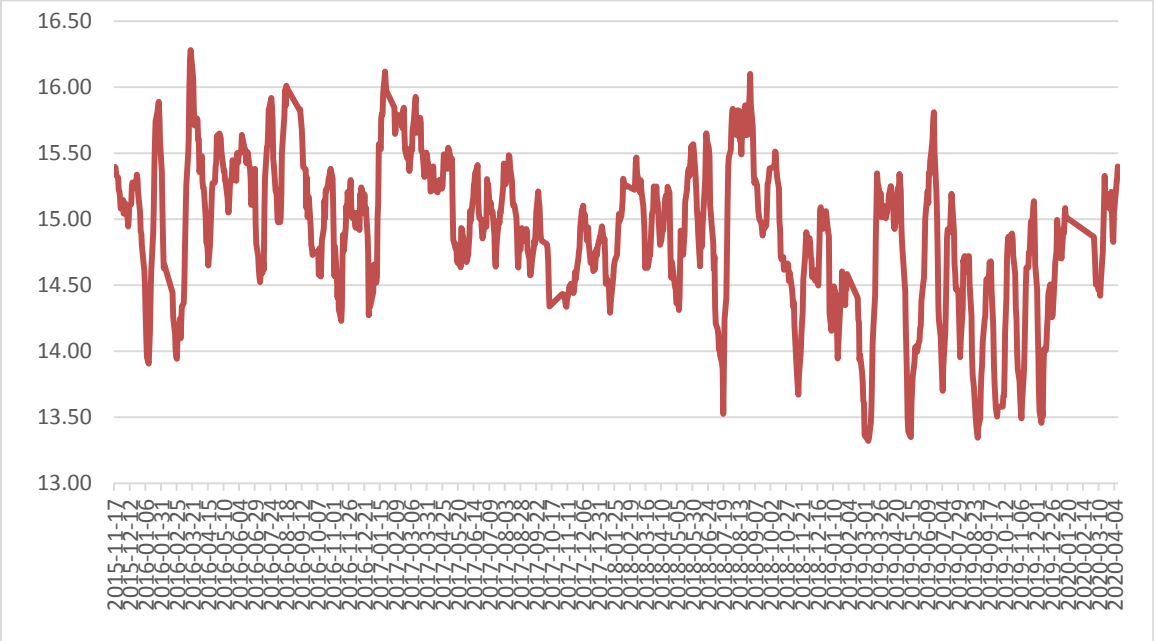
前期的政策组合在降低了货币市场利率的同时，实际上并没有有效降低中小企业融资利率。在疫情冲击下，经济短期运行压力加大，信贷市场风险压力上升；由于疫情对中小企业经营冲击最为明显，因而中小企业信贷风险的压力也最为明显。为了支持中小企业，央行前期在前期定向支持（8000 亿转贷款和转贴现）的基础上加大支持力度，连续出台了降准、降息的系列动作。但从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍下移的场景下，中小企业融资利率不但没有下降，反而略有上行！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，呈现了显著提高态势。

当前仍然偏高的通货膨胀形势，对中小企业融资利率偏高也有影响。从趋势上，2020 年通货膨胀下行趋势不变。季节性价格下降叠加猪肉价格的趋势性下行，已使得 3 月份的价格环比回落幅度超过以往正常年份。生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢

下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格轻微萎缩态势也将延续。

价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。不过中国当前市场利率体系的最要问题是理财利率等刚性较大，这反映了流动性分布结构仍有完善的空间，即需要继续推动资金由金融领域转向实体部门，从而推动实体领域融资利率的下降，尤其是中小企业融资利率的下降。

图 6 温州民间借贷利率仍居高位（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

不大受当期通胀影响的货币市场则体现出了另外的趋势：在减缓疫情冲击和防风险的政策指引下，中性货币政策在实践中表现为“中性偏松”，货币市场资金宽裕，交易活跃程度上升，货币市场利率延续了下降趋势。3 月份同业拆借加权平均利率为 1.4%，分别比上月和上年同期低 0.43 个和 1.02 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.44%，分别比上月和上年同期低 0.37 个和 1.03 个百分点。

事件预测：趋势判断

6.高增长态势难持续，降息仍可期

当前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。笔者一直强调的，未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足，尤其是在不提高基础货币整体成本情况下，实现基础货币投放的增长。因此，尽管经济活力复苏带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。

按照通常的货币增长中性基准（GDP 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。经济运行压力加大，也意味着货币增速只需维持平稳，就可以达到为经济增长创造宽松流动性环境的目的。

货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力；同时物价低迷和资产泡沫持续的局面表明，货币过于宽松会使经济运行的困难态势加剧，增加经济转型的难度。实际上，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。核心 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，未来再出台仍是大概率事件。

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

类型 / 内容	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，任何机构和个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。