

融资结构性改善可持续性需观察

货币宽松仍需坚定行之

核心内容:

★8月新增社融和新增信贷均较7月有所改善，但季节性因素较为突出。新增社融在8月份改善的原因主要是新增信贷大幅改善，其次为未贴现银行承兑汇票大幅止跌回升。金融严监管的力度和节奏似出现微调迹象。2019年8月信贷新增1.21万亿，同比少增665亿，处于稳健态势，居民短贷及贴现票据回落，企业贷款较明显回升。

★本月金融与社融数据可以看到一些结构性的改善，但是是否意味着融资企稳，仍需要时间加以观察其可持续性。难以因为一个月的数据变化，断言货币宽松已经到位。我们仍然要强调，当前实施货币宽松的条件业已具足，央行会坚定为之。

★降准之后央行是否会采取降息行动？事实上，此前LPR改革就有寓降息于的意图。货币政策将成为逆周期调节的主力。总体来看，在经济下行压力之下，稳增长已经成为当前经济工作的主要目标。下半年适逢建国70周年大庆，保持经济平稳运行至关重要是必须完成的任务。在经济下行压力持续的过程中，稳增长的重要性将被客观形势不断凸显，只有经济增长保持在一定合理区间，才能为改革赢得时间。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

融资结构性改善可持续性需观察 货币宽松仍需坚定行之

8月新增社融和新增信贷均较7月有所改善，但季节性因素较为突出。近一个季度以来，无论新增社会融资规模还是新增人民币信贷规模的波动均非常大，今年3月至8月，新增社会融资规模分别为28593.72亿元、13858.84亿元、14074.59亿元、22629.00亿元、10100.00亿元和19800.00亿元，同期新增人民币信贷的规模除4月和5月相对持平外，其它月份的环比变化较大。如果以7-8月均值看，今年的社融增长较去年、前年同期仍显相对弱势。因此8月新增社融数据和新增人民币信贷数据较上月明显提高并非经济下行趋势业已触底回升的信号。对此我们应该相对谨慎地加以观察。

2019年8月新增社会融资规模1.98万亿，其中新增人民币贷款1.30万亿，新增企业债权融资规模以及地方政府专项债融资规模均略高于3000亿，委托贷款和信托贷款的融资规模依然在收缩。从同比来看，新增社会融资规模较去年同期增长2.06%，其中新增未贴现银行承兑汇票的贡献了4.72个百分点，新增委托贷款的降低规模在收窄，贡献了3.50个百分点。

新增社融在8月份改善的原因主要是新增信贷大幅改善，其次为未贴现银行承兑汇票大幅止跌回升。8月新增社融较7月增加了约9700亿，其中新增信贷贡献了5000亿，新增未贴现银行承兑汇票贡献了约4700亿，新增企业债权融资虽然连续增长了约800亿，但新增地方政府专项债券下降了约1100亿。

从上半年情况看，地方债发行额度已达70%，目前已超90%，按照国务院部署9月底前专项债额度要发行完毕。对此，9月4号召开的国务院常务会议已经决定提前下达明年地方政府专项债的新增额度，预计9月和10月的地方专项融资规模相对8月有所回升，但是估计明天提前下发的相关额度在今年底明年初方能到位，形成对地方政府财政的增量助益。9月底之内地方债发行完毕后，预计后续社融仍存在较大回落压力。

金融严监管的力度和节奏似出现微调迹象。今年前8个月的新增委托贷款和新增信托贷款的下降规模较去年有所降低，表外融资的新变化似乎暗示着政策实施层面边际微调了对金融部门严监管的节奏和力度，以支持稳增长的大局。当然，8月对流向房地产市场资金投放的严监管还是导致信托贷款下降。

图 1：2009 年至 2019 年间 8 月份新增社会融资对比

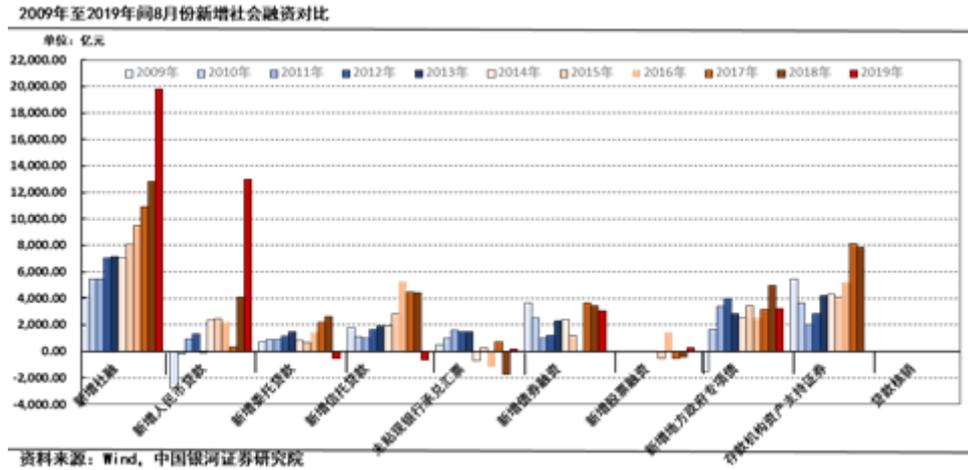


图 2：2019 年 8 月新增社会融资分项增长贡献率

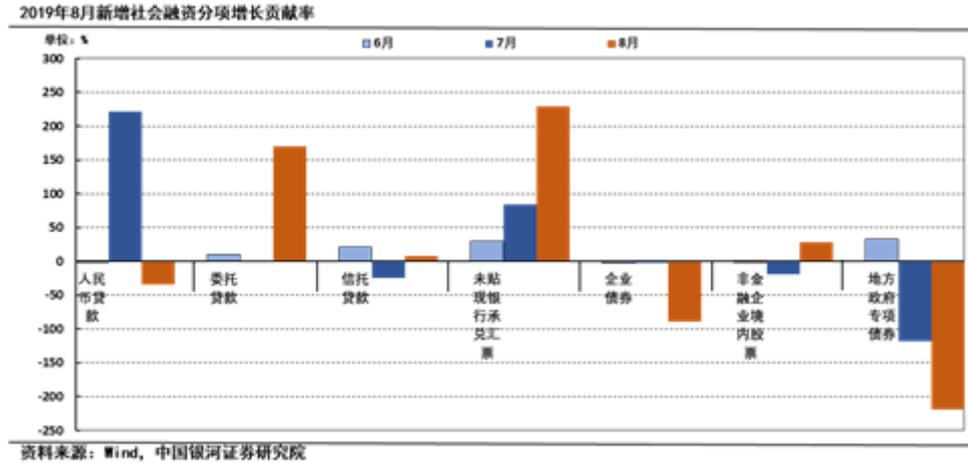
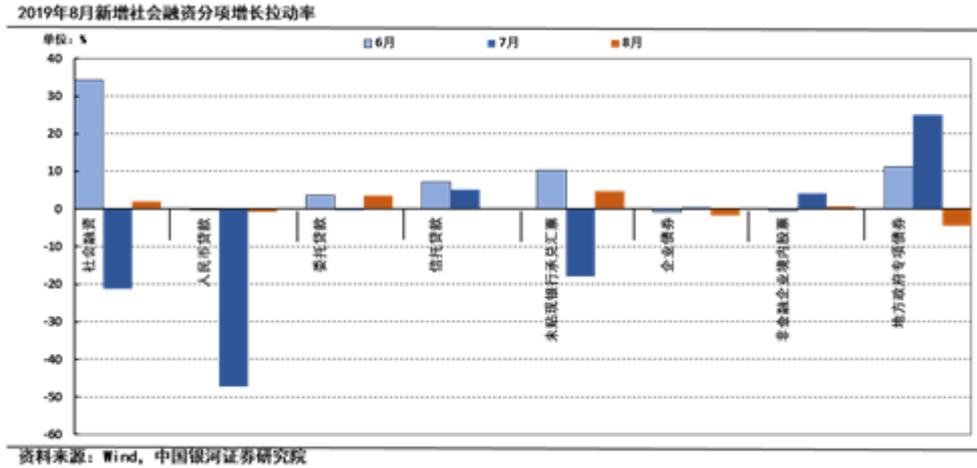


图 3：2019 年 8 月新增社会融资分项增长拉动率



2019 年 8 月信贷新增 1.21 万亿，同比少增 665 亿，处于稳健态势，居民短贷及贴现票据回落，企业贷款较明显回升。从结构上看，8 月居民短贷同比少增 600 亿，票据少增 1673 亿，非银金融机构贷款少增 506 亿，企业短贷多增 1393 亿，企业长贷多增 860 亿，因此信贷稳健主因居民短贷、贴现票据回落及企业贷款回升。

在地产融资受限的情况下，严查消费贷仍对居民短期贷款构成负面影响，但从“广义货币供应量 M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配”角度看，目前金融与社融数据显示，货币宽松力度仍有必要加强（M2 同比 8.2%，仍显著弱于名义 GDP）。央行应会继续多措并举鼓励强化金融机构支持实体，企业信贷同比多增并不意味着货币宽松已经足够到位。预计后续央行在 MPA 中纳入企业信贷考核、鼓励银行补充资本金等措施对信贷形成继续支撑，9 月信贷旺季仍可期待，但地产政策尚未边际放松，预计信贷难以大幅放量增长。

图 4：2009 年至 2019 年间 8 月份新增信贷对比

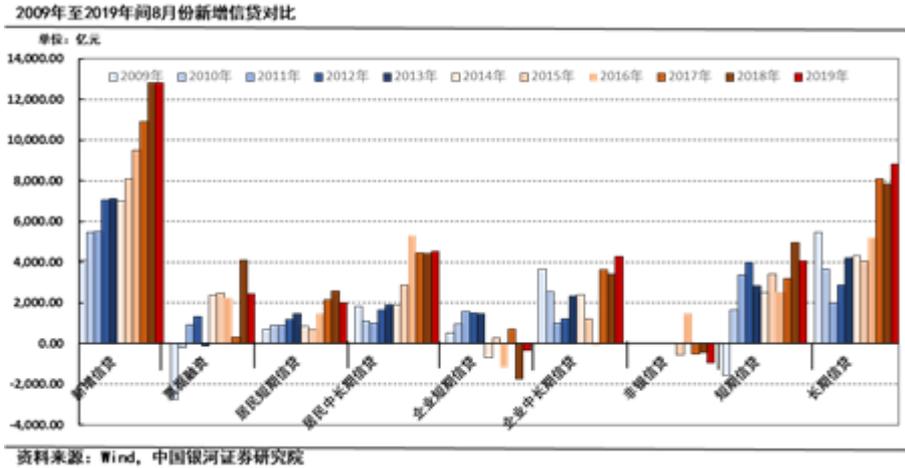


图 5：2019 年 8 月新增信贷分项增长贡献率

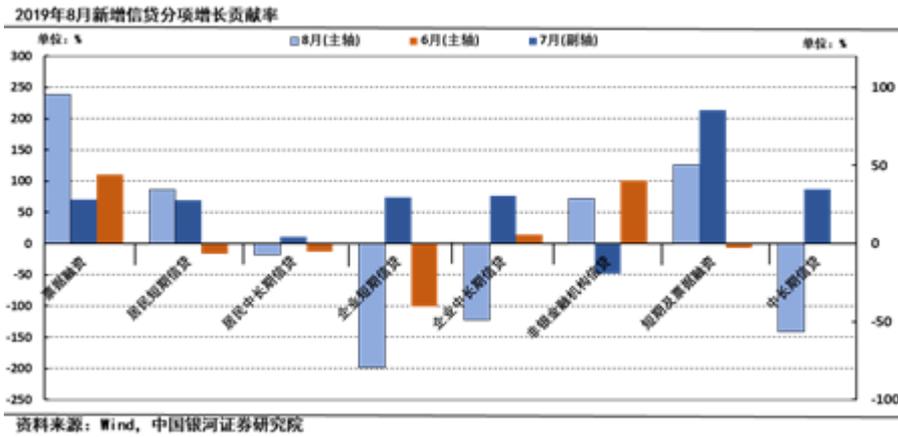
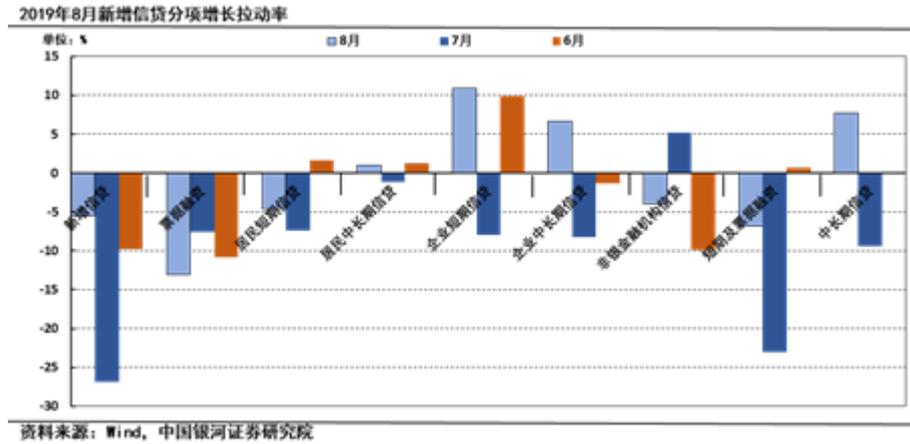


图 6： 2019 年 8 月新增信贷分项增长拉动率



综上，本月金融与社融数据可以看到一些结构性的改善，但是是否意味着融资企稳，仍需要时间加以观察其可持续性。难以因为一个月的数据变化，断言货币宽松已经到位。我们仍然要强调，当前实施货币宽松的条件业已具足，央行会坚定为之。PMI 是经济景气先行指标；PPI 是工业品价格，显示中下游需求的强弱。这两个指标目前都指向经济下行而不是过热。外部环境上，中美关系错综复杂，同时全球经济放缓，外需疲弱短期难以有明显起色。主要国家央行被迫长期实施货币相对宽松的政策。对于汇率和资本流动而言，中国目前实施货币宽松也恰逢其时。至于猪价，目前猪肉已经迎来地产调控式的价格管控和保证供给措施。事实上，若观察剔除食品价格后的 CPI，并结合 PPI 的态势，就不会被 CPI 的数字所误导，得出滞胀或者类滞胀、货币不可能宽松的结论。

降准之后央行是否会采取降息行动？事实上，此前 LPR 改革就有寓降息于的意图。目前央行降息（尤其是公开市场操作工具降息）与降准均有空间，央行预计会以降准及综合运用公开市场量价工具为优先，落实稳健货币政策下的宽松操作。在 LPR 形成机制改革之后公开市场工具利率已经成为贷款市场利率的定价基础，央行公开市场操作具备了更加显著的货币政策执行力度。本次央行预先通过降准释放流动性，也是为了给下一步调降 MLF 利率提供条件。预计年底前本次规模的降准还将有一次，而公开市场操作工具利率调

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_10056



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn