

## 该不该降息？ ——点评 8 月金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/9/12

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ [ganyuan@evergrande.com](mailto:ganyuan@evergrande.com)

研究员：石玲玲

✉ [shilingling@evergrande.com](mailto:shilingling@evergrande.com)

研究员：刘宸

✉ [liuchen@evergrande.com](mailto:liuchen@evergrande.com)

事件：

8 月末社会融资规模存量为 216.01 万亿元，同比增长 10.7%，新增社会融资规模 1.98 万亿元，同比多增 376 亿元；新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 665 亿元；广义货币 M2 增长 8.2%，狭义货币 M1 增长 3.4%。

## 1. 核心观点：

1) 6 月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读 6 月经济金融数据》(7 月 21 日)：近期的先行指标纷纷下滑，比如房地产销售、土地购置和资金来源回落，PMI 订单和 PMI 出口订单下滑，一系列房地产融资收紧政策密集出台，而且经济金融结构正在趋于恶化。随后 7、8 月份经济金融数据全面回落。

7 月份数据公布以后，市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中。我们再度前瞻性提出《该降息了！——全面解读 7 月经济金融数据》(8 月 15 日)：当前经济下行压力加大，全球降息潮，汇率破“7”，核心 CPI 保持稳定，PPI 负增长通缩企业实际利率上升，表明货币宽松的空间已经打开。在《金融形势严峻，何时降息降准？——点评 7 月金融数据》(8 月 13 日)中我们认为：7 月社融、信贷、M2 数据全面回落，宽货币到宽信用政策效果较差，原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应，社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。随后 8 月 17 日央行通过 LPR 改革市场化降息，9 月 6 日全面降准+定向降准，国务院强调加大逆周期调节力度。

作为从事了 20 年宏观形势分析的研究员，深刻地感受到，一致预期是多么不靠谱，缺少独立客观前瞻性的市场分析只能制造噪音。随波逐流是最容易的，即使错了也可以找理由“大部分人都是这么说的”，但却是没价值的。

最近由我们前瞻性报告引发的市场关于“该不该降息”的大讨论，在某种程度上是非常有意义的，有助于大家一起深入对经济形势判断、逆周期调节力度节奏、宽货币宽信用政策关系、供给侧改革措施完善调整等问题的研究和认识。我们都深爱这个国家，大家一起发挥专业精神，建言献策，共渡难关。

不要试图去猜测打探货币政策当局“会干什么”，而应该判断“应该干什么”。

2) 我们预计 2019 年下半年-2020 年上半年经济将再下台阶。2019 年下半年受库存周期复苏和基建的部分支撑，经济下行斜率较缓、韧性较强，但 2020 年上半年将出现库存周期、房地产周期和世界经济周期同时下行的叠加，经济下行斜率较大。(参见《生于忧患——2019 年中期宏观展望》，2019 年 6 月)

我们建议：未来随着中美贸易摩擦冲击、经济下行加大、PPI 通缩企业实际利率上升，货币政策需要进一步边际放松，并控制好节奏和力度，配合好财政金融等宽信用政策。9 月 6 日降准后可观察一下货币政策数量工具的效果，不一定要像部分市场分析的“降准之后还有降准”，后面可配合价格工具和宽信用政策。从各方面条件看，目前货币政策价格工具的时机已经成熟，可以通过多次小幅下调 LPR 利率降低企业实际贷款利率。高度重视货币政策传导渠道的疏通。及早下达明年专项债部分新增额度。

同时，中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”，老成谋国是时间换空间，当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间、寻找新的经济增长点、扩大改革开放、调动地方政府和企业积极性。

3) 从总量数据来看，金融数据企稳，近期加大逆周期调控和 LPR 形成机制改革效果初现。8 月新增社会融资规模 1.98 万亿元，同比多增 376

亿元，存量社融同比增速持平在 10.7%；新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 665 亿元；M1、M2 同比增速 3.4%和 8.2%，环比提升 0.3 和 0.1 个百分点。

从社融结构来看，LPR 改革带动企业中长期贷款回暖，宽信用叠加低基数带动表外融资同比大增。从信贷结构看，居民短期贷款、票据融资是信贷少增的主要拖累；LPR 改革，贷款利率下行预期带动企业中长期贷款回暖。

预计逆周期加码将稳定社融增速。对实体经济的贷款受宏观经济下行影响而呈现疲软态势；宽信用叠加低基数有望支撑非标融资，但考虑到房地产信托收紧的负面影响，表外融资难以显著改善；2020 年专项债额度“提前下发”是四季度社融增速的支撑因素，有望对冲信贷疲软。

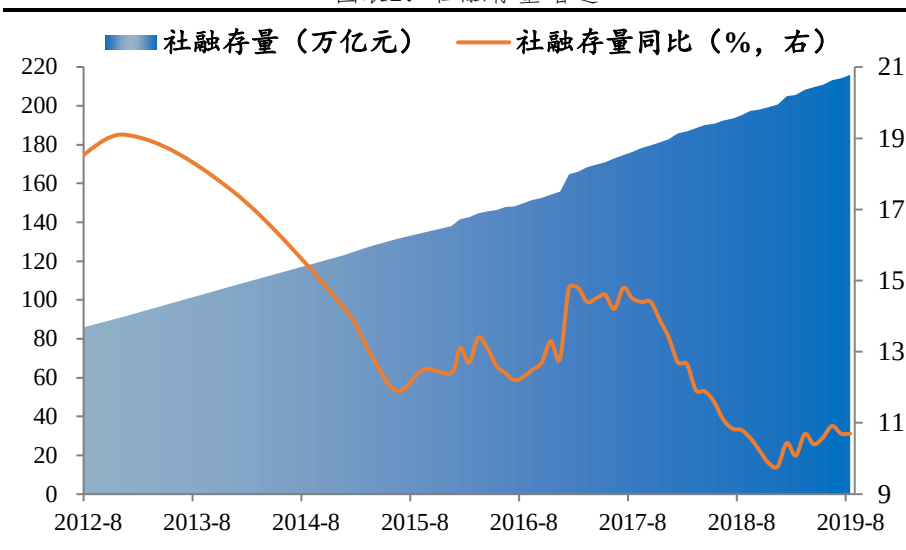
图表1：最近由我们前瞻性报告引发的市场关于“该不该降息”的大讨论



资料来源：Wind，恒大研究院

2、8月存量社融增速 10.7%，与 7 月持平。结构方面，企业中长期贷款改善，表外融资同比大增。

图表2：社融存量增速

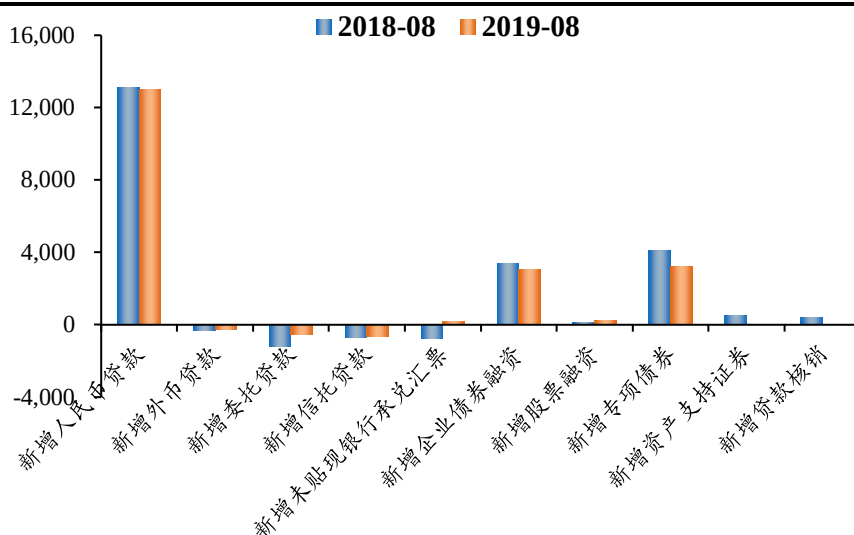


资料来源：Wind，恒大研究院

加大逆周期政策，8月社融增速持平。8月20日，LPR形成机制改革首次报价，1年期LPR为4.25%，比原来基准利率下降了10个BP。加大逆周期政策，8月新增社会融资规模1.98万亿元，同比多增376亿元，存量社融同比增速10.7%，与7月持平。

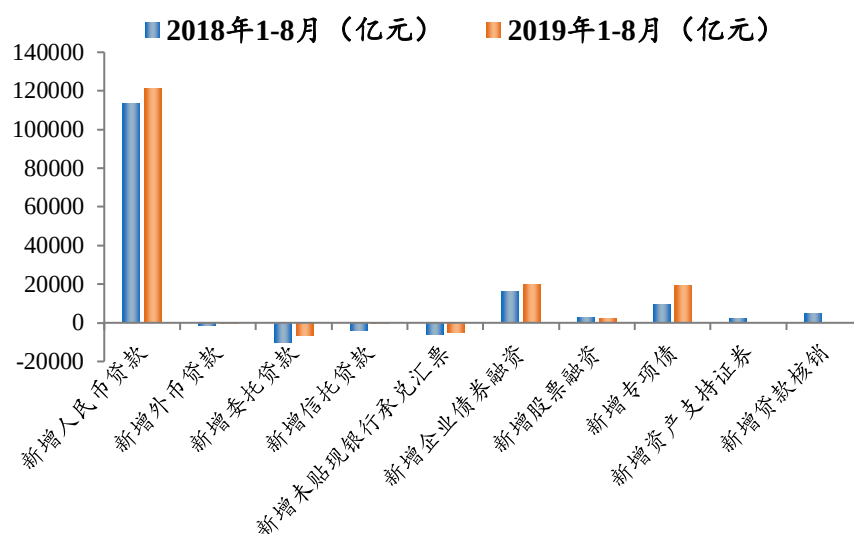
从结构来看，人民币贷款、债券融资、专项债基本保持持平，低基数效应叠加宽信用带动表外融资同比大增。表内融资方面，基本持平。对实体经济发放人民币贷款1.3万亿元，同比少增95亿元。表外融资同比大增。8月非标融资新增-1014亿元，同比少减1660亿元。委托贷款、信托贷款分别减少513亿元和658亿元，同比少减694亿元和27亿元。房地产融资受限后增加开票垫资，未贴现银行承兑汇票环比由负转正，新增157亿元，同比多增936亿元。直接融资方面，债券融资仍是主力。新增企业债券融资3041亿元，同比少增361亿元，新增股票融资256亿元，同比多增115亿元。低利率环境下有助于直接融资增长。其他融资方面，专项债同比少增。7月新增专项债融资3041亿元，同比少增893亿元，年内首次同比下降，但依然是新增社融的主力。

图表3：2019年8月新增社融结构



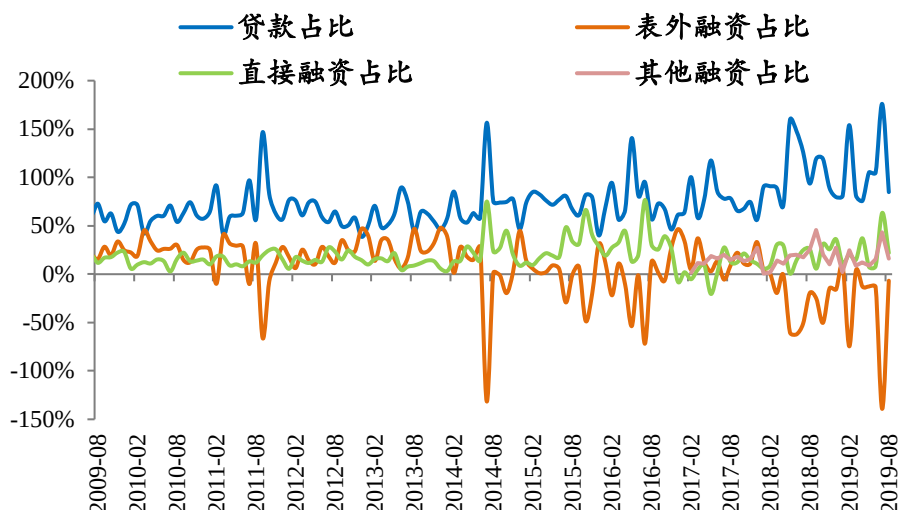
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：2019年1-8月新增社融结构



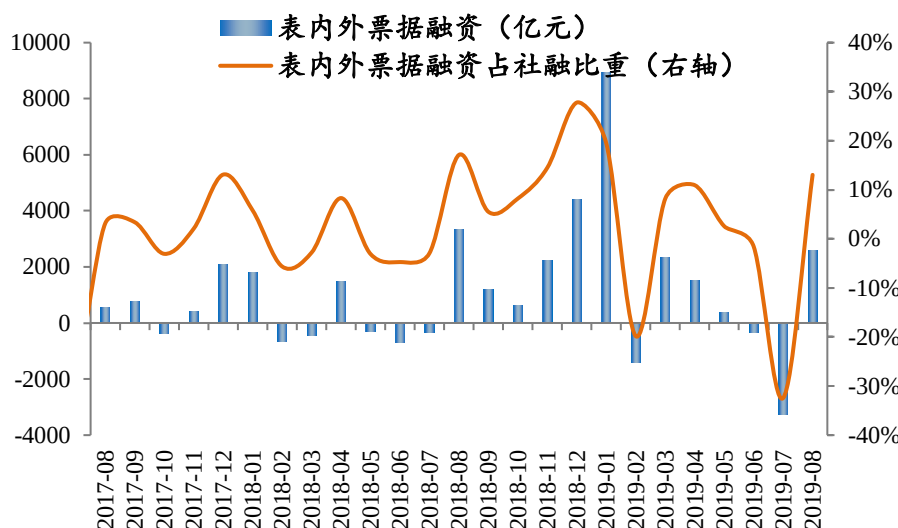
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：2019年8月社融分项占比情况



资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：2019年8月票据融资回暖

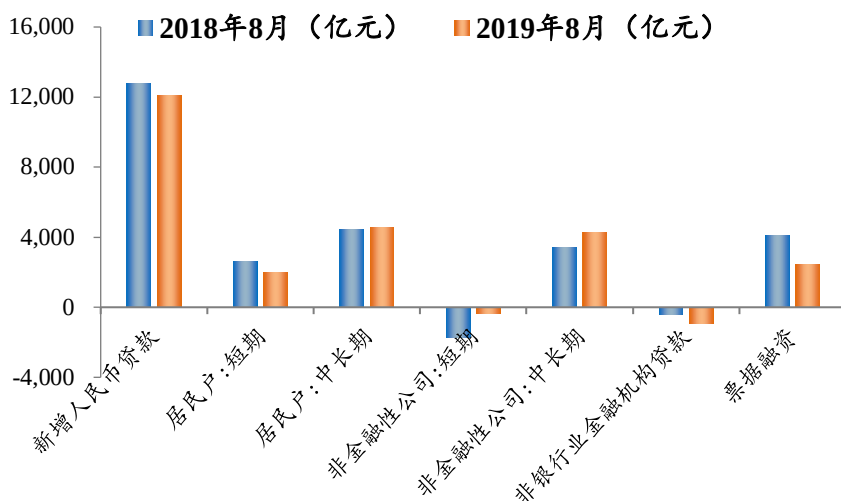


资料来源：Wind，恒大研究院

3、新增人民币贷款延续弱势，同比少增 665 亿元。LPR 形成机制改革拉动企业中长期贷款有所回暖，居民短期贷款、票据融资是主要拖累。

8 月金融机构新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 665 亿元。目前流动性分层有所缓解，但经济运行的压力制约了金融机构信用风险偏好的改善。

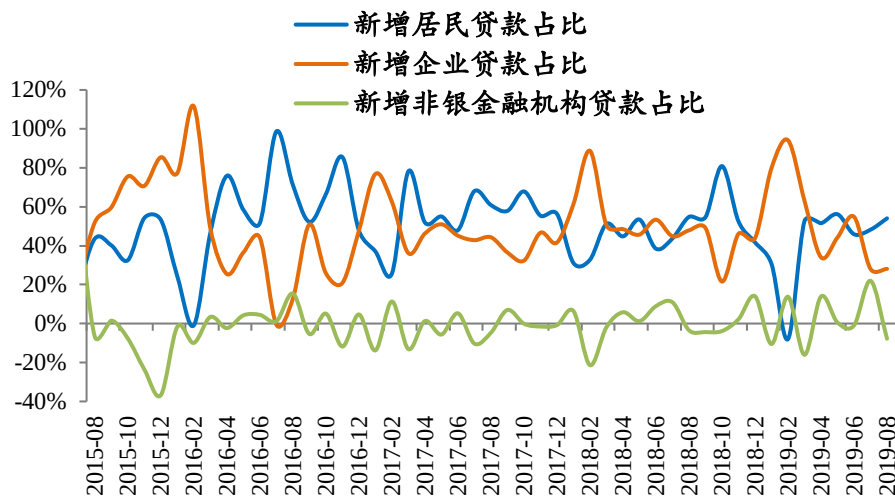
图表7：2019年8月金融机构新增信贷结构



资料来源: Wind, 恒大研究院

从结构来看,企业中长期贷款有所回暖,居民短期贷款、票据融资是主要拖累。企业中长期贷款的改善可能源于 LPR 改制,银行担忧贷款利率下行因而加速企业信贷投放,或透支下一阶段企业信贷。8月新增企业中长期贷款 4540 亿元,同比增加 860 亿元,占比 35.4%,较 7 月提升了 0.7 个百分点。新增居民贷款 6538 亿元,占比 54%,较 7 月提升 5.8 个百分点。其中,消费贷用途严监管,居民短期贷款 1998 亿元,少增 600 亿元;中长期贷款维持高位 4540 亿元,同比多增 125 亿元,支撑房地产销售。票据融资 2426 亿元,同比少增 1673 亿元。近期票据直贴利率下降到近三年低点,但新增融资回落反映商业活动强度仍然不高。

图表8：2019年8月金融机构新增信贷占比



资料来源: Wind, 恒大研究院

4、M2 增速与上月持平,央行重启货币净投放。M1 同比增长 3.4% 企业交易性需求增加。

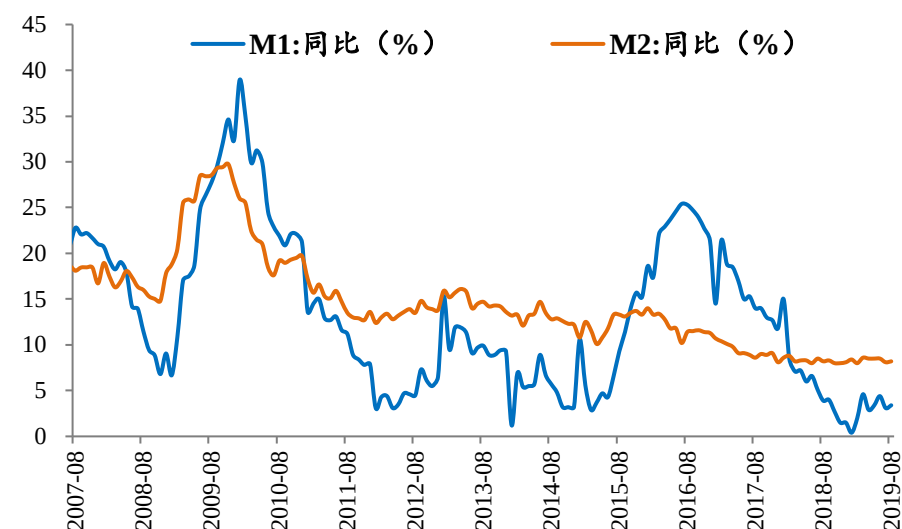
央行重启货币净投放, M2 增速较上个月提升 0.1 个百分点。8 月 M2 同比增速 8.2%, 环比提升 0.1 个百分点。8 月央行恢复货币净投放, 央行



累计开展 7100 亿元逆回购操作和 5500 亿元 MLF 操作，同期有 5700 亿元逆回购、5320 亿元 MLF 和 104 亿元 PSL 到期，货币净投放量达 2476 亿元。从 M2 构成来看，8 月企业存款增加 5792 亿元，同比少增 347 亿元；财政存款增加 95 亿元，同比少增 755 亿元，非银金融机构存款增加 7298 亿元，同比多增 9509 亿元。

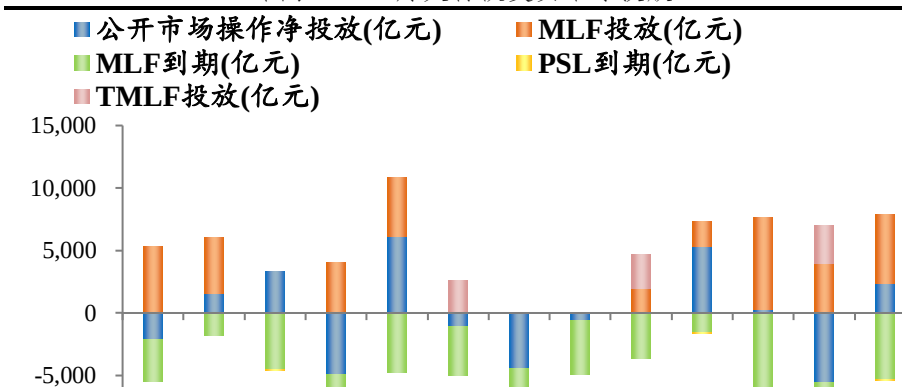
**M1 增速反弹，企业现金流有所改善。**8 月 M1 同比增速 3.4%，环比上升 0.3 个百分点，反映居民部门及企业部门交易性需求增加。

图表9：2019 年 8 月 M1 及 M2 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

图表10：8 月央行恢复货币净投放



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\\_10153](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10153)

