

此次“紧信用”的三点不同

——评2019年7月货币信贷数据

摘要

7月社融增长不及市场预期，紧信用的苗头再次出现。与2018年社融增速下滑相比，此次“紧信用”有三点不同。

第一，信用收缩的渠道不同。2018年社融增速下滑是表外融资收缩的结果，而此次社融增速下降与贷款增长放缓有关。与表外萎缩相比，贷款增长放缓带来的社融放缓更为“可控”，社融失速下行的风险不大。

第二，对货币政策的影响不同。2018年不含专项债的社融增速接近名义GDP增速。但2019年上半年M2与社融增速均高于名义GDP增速，此时社融增长适度放缓有助于稳定宏观杠杆率。这意味着为对冲社融下行而放松货币政策的紧迫性有所下降，因此7月NCD与票据利率的走势出现了分歧。不过从支持民营企业的角度来看，货币政策放松的空间仍然存在。

第三，对货币增速的影响不同。在2018年表外融资萎缩导致企业存款增速下降时，居民存款回表对冲了企业存款下行压力，使M2表现稳定。但2019年居民存款增长势头放缓，社融增速下降对M2增速的影响可能更为明显。

关键词：贷款，社会融资规模，M1, M2

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

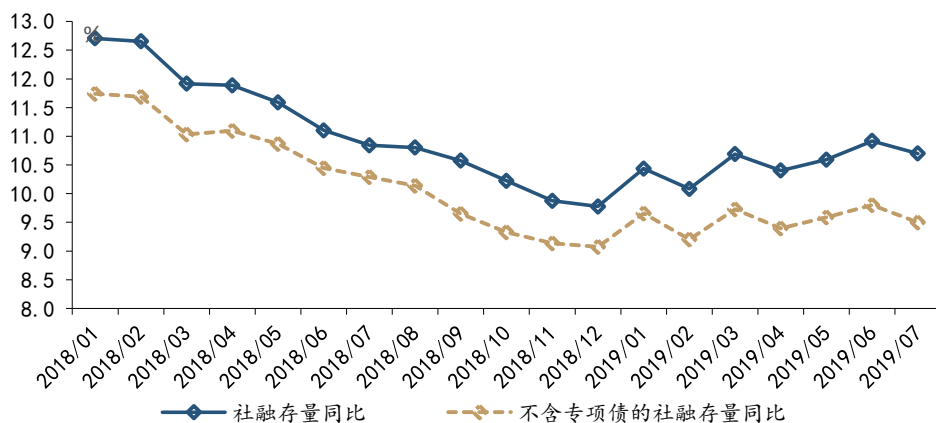
事件:

2019 年 7 月新增社会融资规模 1.01 万亿，前值 2.26 万亿，市场预期 1.63 万亿，我们的预测值为 1.42 万亿。新增人民币贷款 1.06 万亿，前值 1.66 万亿，市场预期 1.28 万亿，我们的预测值为 1.25 万亿。M1 同比 3.1%，前值 4.4%，市场预期 4.7%，我们的预测值为 4.8%。M2 同比 8.1%，前值 8.5%，市场预期 8.4%，我们的预测值为 8.3%。

点评:

7 月新增社融 1.01 万亿，显著不及市场预期。社融增速也下滑 0.2 个百分点至 10.7%。考虑到去年 8 月与 9 月专项债发行规模较高，未来社融同比增速有继续下行的风险。年初以来的宽信用势头开始转折，紧信用的苗头再次出现。不过，与 2018 年的紧信用相比，这一次社融增速下滑有三点不同。

图表 1 社融增速变化

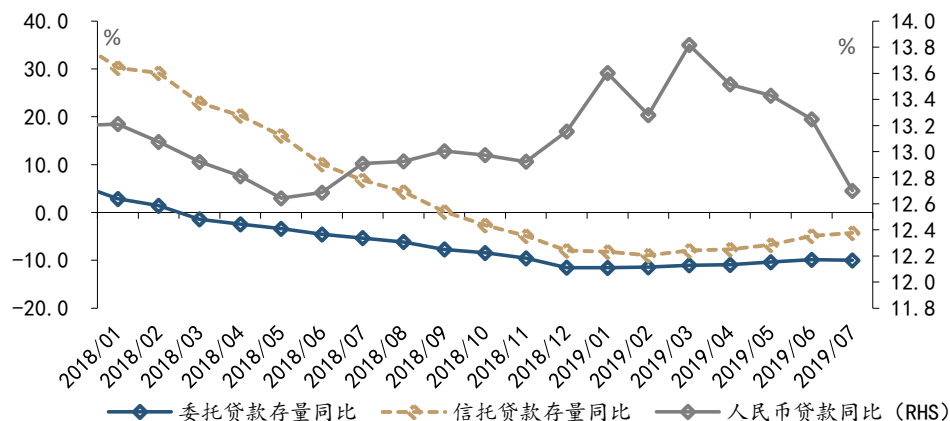


资料来源: WIND, 兴业研究

1、收缩的融资渠道不同

资管新规导致表外融资收缩是 2018 年社融增速下滑的重要原因，而贷款是 2018 年社融增速的重要支撑力量。但 2019 年 7 月委托贷款和信托贷款增速均与 6 月持平或小幅回升，社融中的人民币贷款增速却下降了 0.6 个百分点至 12.7%。

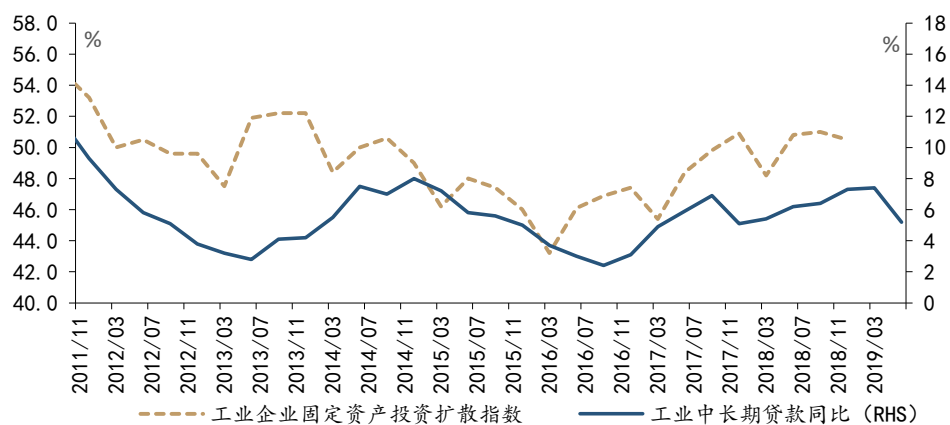
图表2 贷款与表外融资增速



资料来源：WIND，兴业研究

这种变化与房地产融资收紧、信贷结构调整有关。7月29日，央行召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会，要求：“合理控制房地产贷款投放，……提高制造业中长期贷款和信用贷款占比。”长期来看，贷款结构的调整能够促进产业结构的优化。但短期内制造业融资需求的不足可能导致信贷增长乏力。历史数据显示，工业企业固定资产投资的改善往往领先于工业中长期贷款。在目前制造业投资低迷的情况下，工业企业贷款难以出现有力的回升。

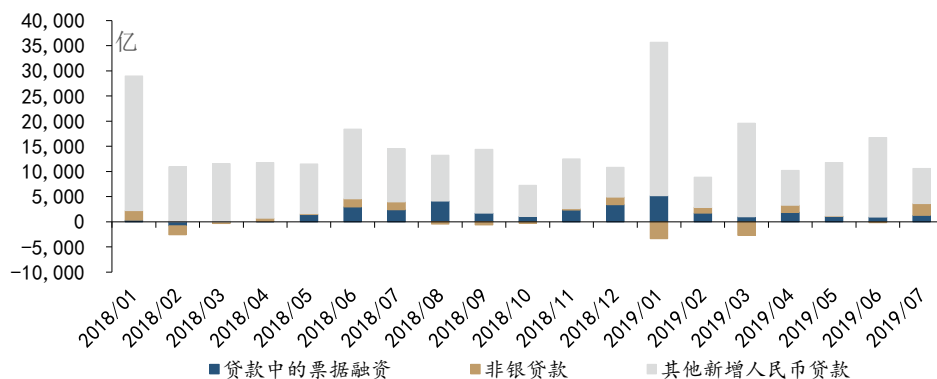
图表3 工业投资与贷款



资料来源：WIND，兴业研究

从金融机构全口径贷款来看，7月金融机构新增贷款1.06万亿，其中票据融资1284亿，非银贷款2328亿。扣除票据与非银融资后的贷款规模仅6988亿，较去年同期下降3542亿。这表明除房地产外，其余实体部门的融资需求并不强劲。加之3月以来票据监管收紧，票据承兑额回落，非银贷款成为贷款冲量的重要方式。

图表4 贷款结构



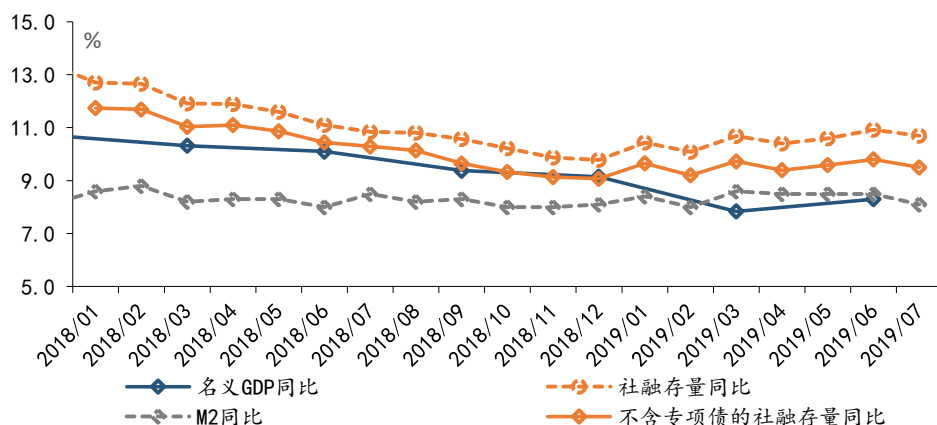
资料来源：WIND，兴业研究

贷款增速掉头向下固然带来了社融增速下行的压力，但是，与资管新规下表外萎缩带来的社融下行相比，贷款的放缓更为“可控”，社融不至于出现失速的风险。

2、对货币政策的影响不同

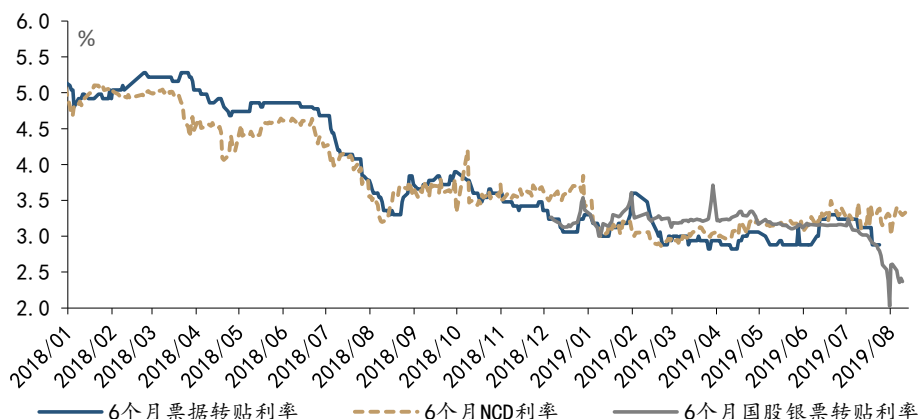
如果社融下滑而不失速，信用过度收缩的风险就有限。在剔除 2018 年 9 月加入社融统计的专项债后，2018 年全年社融增速仅 9.1%，略低于同年第四季度的名义 GDP 增速。但 2019 年上半年无论是 M2 增速、不含专项债的社融增速还是社融总体增速，都高于名义 GDP 增速。此时社融增速适度下降有利于实现宏观杠杆率稳定的目标。这意味着，与 2018 年相比，为了对冲社融增速下滑而放松货币政策的迫切性下降了。这也是为什么 2018 年 NCD 利率与票据利率同步下降，但 2019 年 7 月票据利率大幅下降、NCD 利率却表现平稳的原因。

图表5 稳定宏观杠杆率的要求



资料来源：WIND，兴业研究

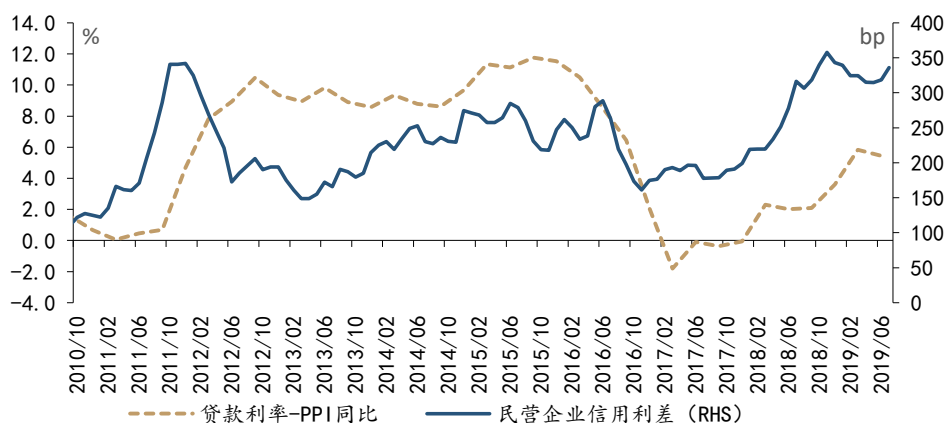
图表 6 票据利率与 NCD 利率



资料来源：WIND，兴业研究

不过，我们认为，货币政策仍有放松的空间。如果我们粗略地以贷款利率与 PPI 之差衡量实际利率，会发现实际利率的变动与民营企业信用利差相关。由于 PPI 同比将继续面临下行压力，而贷款加权平均利率近期变动较为迟缓，实际利率已经处于 2017 年来较高的水平，而且有进一步上升的风险。实际利率较高可能对民营企业信用利差产生一定的负面影响。因此，有必要通过利率并轨等手段进一步降低实体企业的融资成本。

图表 7 实际利率与民企信用利差

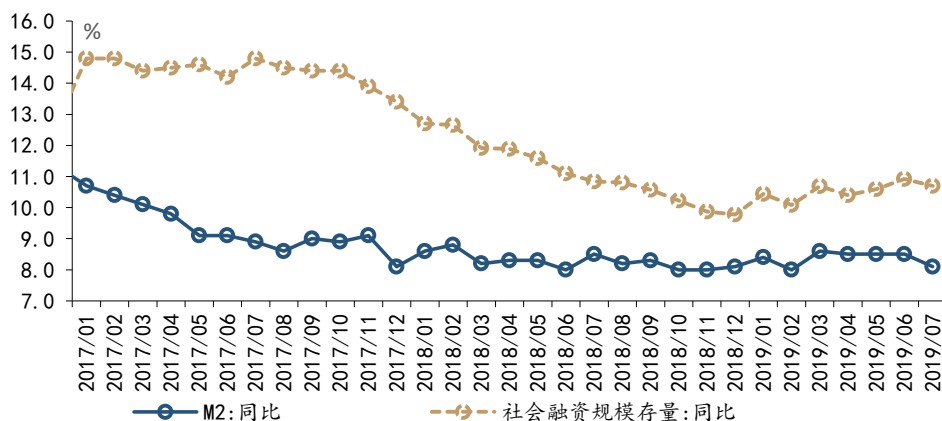


资料来源：WIND，兴业研究

3、对货币增速的影响不同

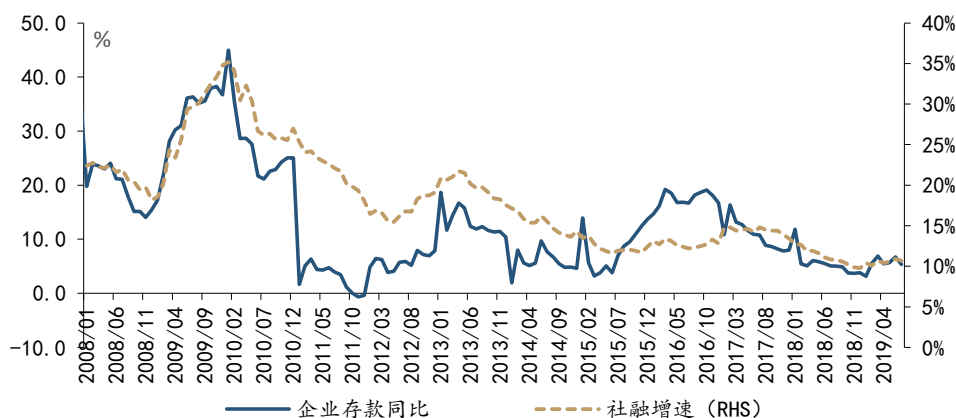
8 月 M2 同比下滑至 8.1%，较上月低 0.4 个百分点。在 2018 年虽然社融增速显著回落，但 M2 同比增速表现平稳。这是由于 2018 年在表外融资萎缩导致企业存款增速下滑的同时，理财增长放缓使得居民存款回表。居民存款增速的回升一定程度上抵消了企业存款增速下滑的影响，使 M2 增速保持相对平稳的状态。

图表 8 社融增速与 M2 增速



资料来源：WIND，兴业研究

图表 9 社融增速与企业存款增速



资料来源：WIND，兴业研究

目前，虽然社融增速放缓仍然给企业存款增速带来一定的压力，但居民存款向表内转移的步伐已经放慢，居民存款增速趋于平稳，企业存款对 M2 增速的拖累可能更为明显。

图表 10 居民存款增速

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_10743

