

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究员：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

事件：

中国 7 月社会融资规模 10100 亿元，市场预期 16250 亿元，前值为 22629 亿元。中国 7 月新增人民币贷款 10600 亿元，市场预期 12700 亿元，前值为 16636 亿元。中国 7 月货币供应量 M2 同比增长 8.1%，市场预期 8.4%，前值为 8.5%。

1.核心观点:

1) 从总量来看,金融数据全面下滑。受实体经济疲软、房地产融资政策收紧等影响,新增社融信贷规模下滑,M1和M2增速双双回落。7月新增社融规模10100亿元,同比减少2103亿元;存量社融增速10.7%,较6月下降0.2个百分点;新增人民币贷款10600亿元,大幅少增3900亿元,创2018年以来单月最大降幅。

2) 从结构来看,融资结构仍差。从社融结构看,人民币贷款成社融增长最大拖累,受票据融资减少影响表外融资走弱,专项债融资继续发力但独木难支;从信贷结构看,企业贷款占比大幅下降,居民贷款占比微升,非银贷款占比上升,金融支持实体经济能力仍有待增强。

3) 社融增速年内高点或已显现,今年下半年-明年上半年经济压力进一步加大。其主要原因有:一是总量上,经济下行抑制信贷投放,随着名义GDP增速下滑,作为增速相匹配的社融增速承压;二是结构上,5月以来房企融资收紧进一步定向紧信用,专项债额度减少低基数效应减弱;三是上半年的社融反弹带来宏观杠杆率上升,未来将更注重融资结构的改善。

4) 预计货币政策将趋于宽松,但这次是不一样的宽松,以温和的结构性宽松为主,主因是经济下行压力加大、730政治局会议宣告货币政策重回宽松、全球降息潮,且汇率破“7”、核心CPI保持稳定、PPI负增长表明货币宽松掣肘逐渐减弱。何时降准降息?未来定向降准概率较大,货币政策以我为主,可能会在四季度美国降息时随行就市降低OMO、MLF等政策利率。需要注意的是,虽然未来不排除央行同时采取定向降准、降低政策利率的概率,但不宜对货币政策的边际放松做过度解读,并对短期货币政策大幅放松过于乐观。货币政策会在短期救急和中长期的调结构之间做出平衡,比如通过定向降准回笼MLF,以此对冲放松的影响。

5) 我们维持计2019年下半年-2020年上半年经济将再下台阶的判断。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。(参考《生于忧患——2019年中期宏观展望》,2019年6月)

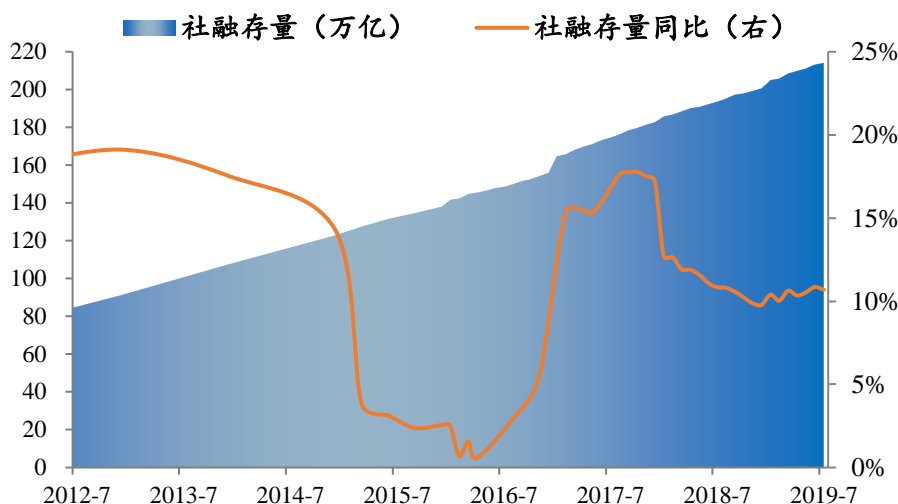
要充分估计下半年经济金融形势的严峻性,近期先行指标纷纷下滑,比如房地产销售、土地购置和资金来源回落,PMI订单和PMI出口订单下滑,一系列房地产融资收紧政策密集出台,5月贸易摩擦升级影响将逐步显现。而且经济金融结构正在趋于恶化,比如社融里的企业中长期贷款占比下降,短贷、短融占比上升,历史经验表明金融机构对企业十分谨慎甚至不信任,现实情况是中小企业申请破产产量大幅增加;PPI下行,企业盈利下滑;6月PMI从业人员指数46.9%,创10年新低;生产略有回升,但PMI原材料和产成品库存上升,相当一部分生产成为库存堆积,映衬了需求的疲弱(参考《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》,2019年7月16日)。

6) 730二季度政治局会议对当前形势的基本判断是“当前我国经济发展面临新的风险挑战,国内经济下行压力加大,必须增强忧患意识”。时隔半年重提“六稳”;不再提“去杠杆”;强调“财政政策要加力提效,继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度,保持流动性合理充裕。”表明货币政策从观察期重回宽松,但这次是不一样的宽松,以温和的结构性宽松为主:资金的流向是“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”,主要是高端制造和新型基建,明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。表明中央将更多地依靠培育新的经济增长点、扩大消费、新型基础设施建设、城市群、一系列重大开放、金融供给侧改革等改革的办法来稳增长。

我们建议：强化逆周期调节；当前一方面要防止货币放水刺激房地产泡沫，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，建立长效机制；寻找新的经济增长点；扩大改革开放（参考《渡劫 不一样的宽松——解读 730 政治局会议精神》，2019 年 7 月 31 日）。

2. 社融出现拐点。社融增速下滑，7 月社融存量增速 10.7%，较 6 月下降 0.2 个百分点。从社融结构来看，人民币贷款成最大拖累，表外融资走弱，地方专项债继续发力但独木难支。

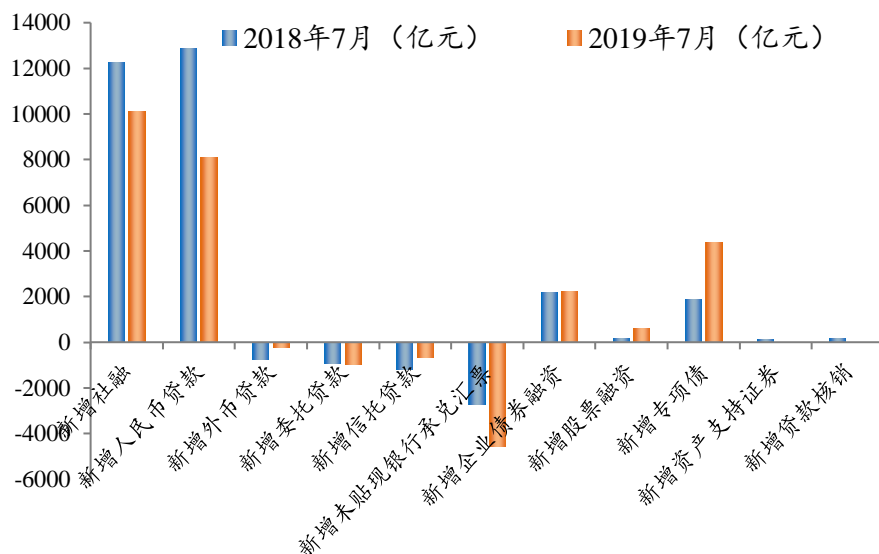
图表1：7 月社融存量增速有所下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

实体经济疲软，房地产融资收紧，社融增速下滑，拐点出现。7 月新增社会融资规模 1.01 万亿元，同比减少 2103 亿元，存量社融同比增速 10.7%，较 6 月下滑 0.2 个百分点。参考我们此前报告《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》，当前实体经济需求疲软、地产融资形势严峻，社融拐点出现。

图表2：2019 年 7 月新增社融结构

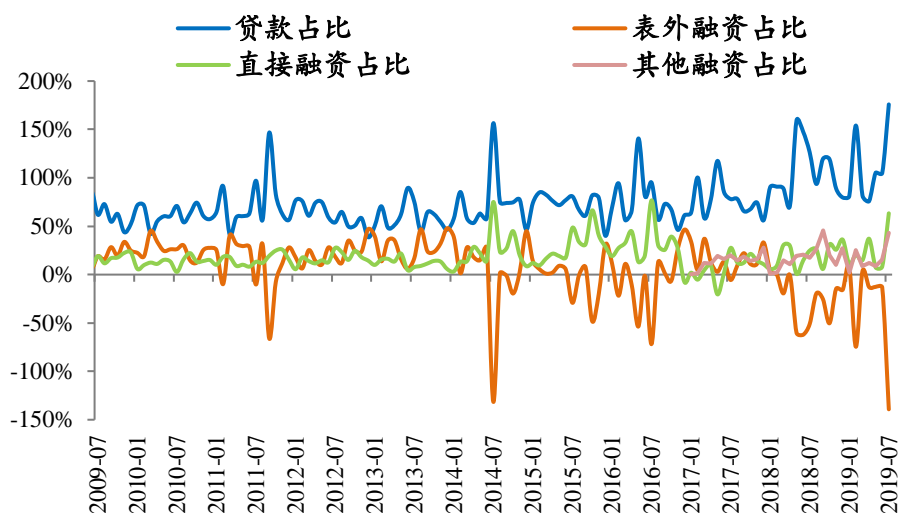


资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，人民币贷款大幅下降是社融增长的最大拖累，票据萎缩表外融资走弱，专项债融资继续发力但独木难支。表内融资方面，人民

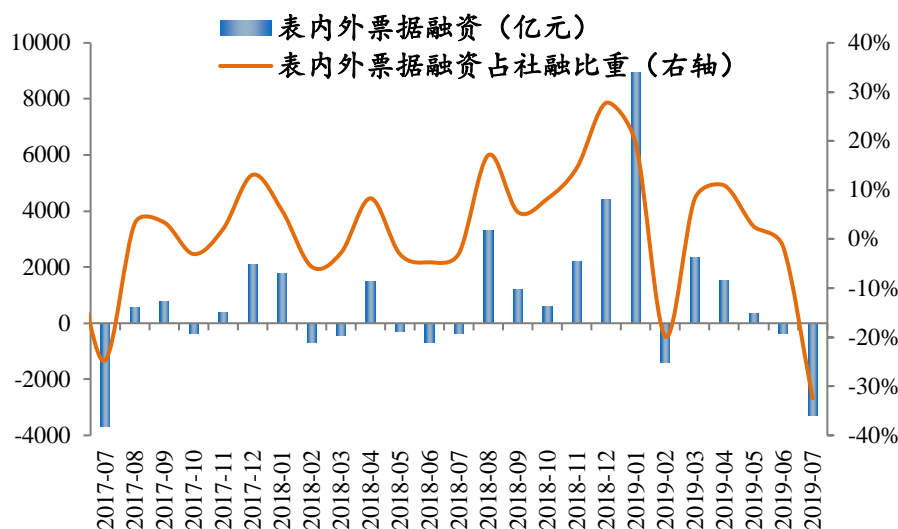
币贷款成为社融增长最大拖累。新增人民币贷款 8086 亿元，同比少增 4775 亿元，从供给端看，经济下行压力叠加房地产融资收紧，商业银行放贷能力和风险偏好下降；从需求端看，PMI 连续 5 个月下行，7 月 PPI 下滑至 -0.3%，抑制贷款需求。**表外融资方面，非标走弱未来进一步承压。**7 月表外融资大幅萎缩 6226 亿元，同比多减 1327 亿元，主要受未贴现银行承兑汇票大幅下降影响。其中，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别为 -987 亿元、-676 亿元和 -4563 亿元，同比少增 37 亿元、多增 516 亿元、少增 1819 亿元，未贴现银行承兑汇票大幅萎缩。作为买入返售抵押品和非标资产交易品，银行承兑汇票是银行在信贷与同业、理财等表外融资渠道之间腾挪转换的重要媒介和工具，受包商银行被接管影响，同业业务萎缩，票据需求大幅减少。此外，7 月银保监会收紧房企信托融资，7 月新增信托 -676 亿元，一改今年天持续正增长趋势。预计未来几个月表外融资将会进一步承压。**直接融资方面，科创板带动小幅回暖。**7 月新增企业债券融资 2240 亿元，同比多增 45 亿元；新增股票融资 593 亿元，同比多增 418 亿元，7 月首批科创板企业挂牌上市带动股票融资。**其他融资方面，专项债融资继续发力但独木难支。**7 月新增专项债融资 4385 亿元，同比多增 2534 亿元，继续支撑社融增长。2019 年专项债发行限额 2.15 万亿元，1-7 月累计发行专项债 1.625 万亿元，考虑财政部表示争取 9 月底前各地完成地方专项债的发行，8、9 月专项债平均融资规模为 2600 亿元，将低于 2019 年前期规模，后续专项债融资也将承压。

图 3：2019 年 7 月社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

图 4：2019 年 7 月票据融资大幅减少

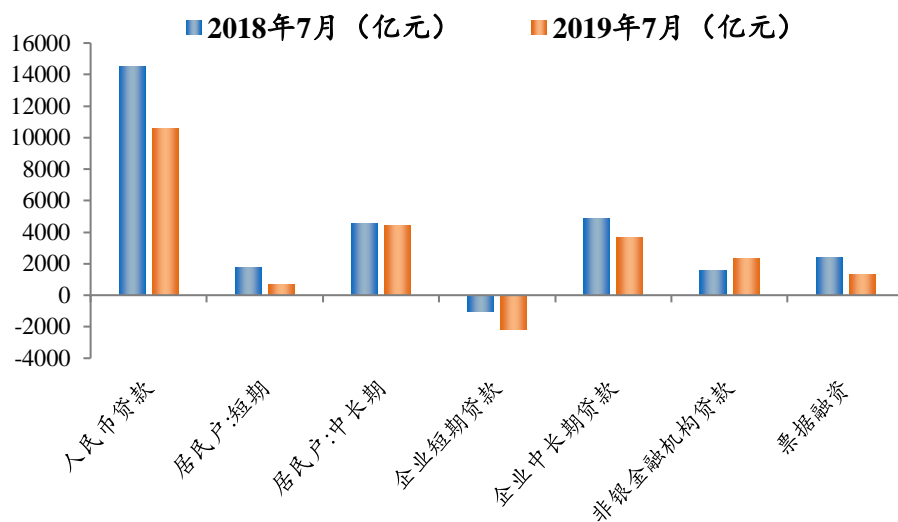


资料来源: Wind, 恒大研究院

3、新增人民币贷款大幅收紧，较去年同期少增 3900 亿元。结构方面，贷款结构持续恶化，企业贷款大幅少增 3527 亿元，居民贷款少增 1232 亿元，非银贷款多增 746 亿元。

信贷规模大幅收紧。7 月金融机构新增人民币贷款 1.06 万亿元，同比少增 3900 亿元，创 2018 年以来单月最大降幅。经济下行导致实体企业融资需求萎缩，叠加监管收紧信贷投放，房地产融资政策趋严，金融机构贷款增长乏力。

图表5：2019 年 7 月金融机构新增信贷大幅下降

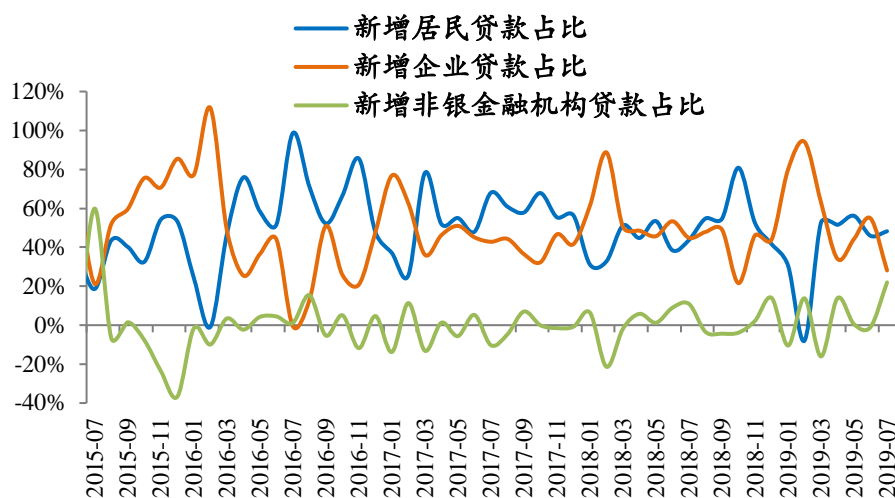


资料来源: Wind, 恒大研究院

从结构来看，贷款结构持续恶化，企业贷款占比大幅下降，居民贷款占比小幅提升，非银贷款占比上升，金融服务实体能力仍有待提升。7 月新增企业贷款 2974 亿元，同比少增 3527 亿元，占比 28.1%，较 6 月的 54.8% 大幅下滑；新增居民贷款 5112 亿元，同比少增 1232 亿元，占比较 6 月微升 2.3%；新增居民贷款 5112 亿元，同比少增 1232 亿元，占比由 6 月的 45.9% 微升至 48.2%；新增非银贷款 2328 亿元，占比由 6 月的 -1% 回升至 7 月的 22%，包商银行事件的负面影响逐渐得到缓释。730 政治局会

议和央行 2 季度货币政策执行报告强调，要“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，我们预计未来企业贷款占比低的结构困境将有所缓解。

图表6：2019 年 7 月金融机构新增信贷结构恶化

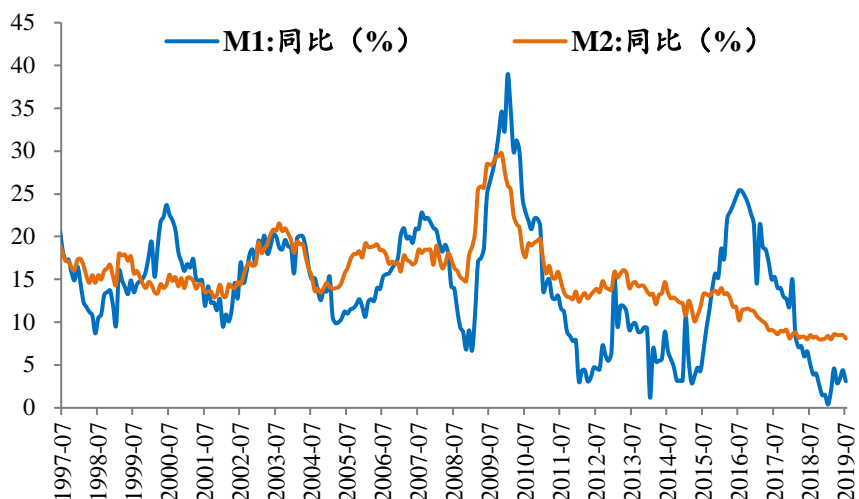


资料来源：Wind，恒大研究院

4、M1 和 M2 增速双双回落。M2 增速 8.1%，环比回落 0.4 个百分点，企业存款大幅减少是最大拖累。M1 同比增长 3.1%，环比大幅回落 1.3 个百分点，企业及居民流动性需求和交易需求出现下滑。

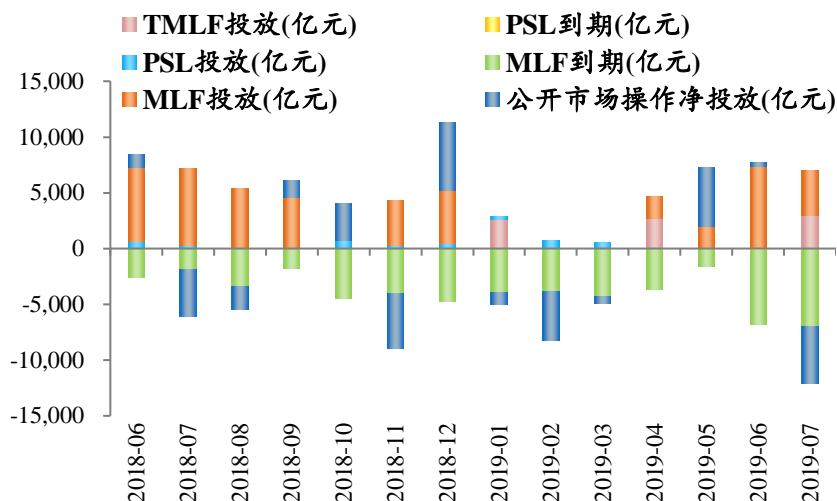
企业存款大幅减少叠加央行货币回笼影响，M1、M2 增速双双回落，居民和企业对交易和现金的需求有所下降。7 月 M2 同比增速 8.1%，比 6 月环比下降 0.4 个百分点。一方面，企业存款大幅回落，削弱商业银行货币派生能力；另一方面，央行终结此前连续 3 个月的货币净投放，央行全口径回笼资金 5631 亿元。其中，公开市场操作回笼资金 5600 亿元，MLF 回笼资金 72 亿元。从结构数据来看，7 月企业存款减少 1.39 万亿元，同比大幅少增 7712 亿元，财政存款增加 8091 亿元，同比减少 1254 亿元，非银金融机构存款增加 1.34 万亿元，同比多增 4791 亿元。**M1 增速大幅回落，企业交易需求趋弱。**7 月 M1 同比增速 3.1%，环比下降 1.3 个百分点，受房地产销售影响企业交易性现金需求有所下滑。

图表7：2019 年 7 月 M1 及 M2 增速均出现回落



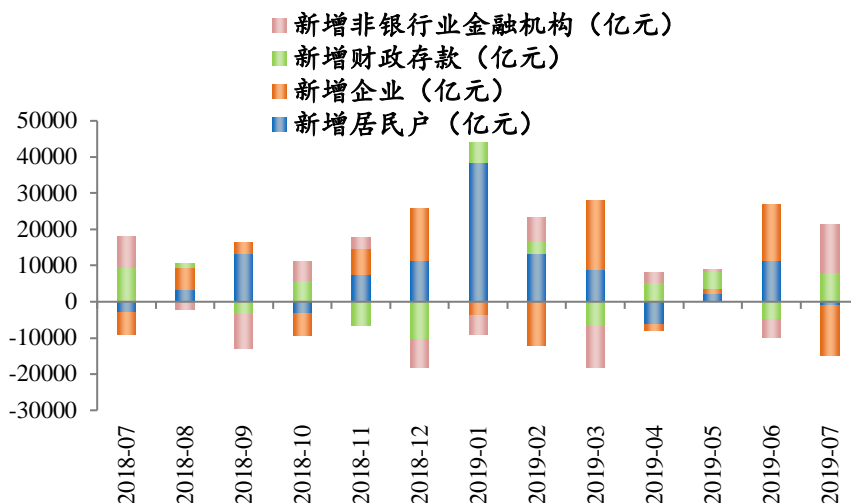
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表8: 7月央行公开市场操作终结此前连续3个月的净投放



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: 7月新增企业存款大幅下降



资料来源: Wind, 恒大研究院

5、7月金融数据进一步验证了经济金融形势的严峻性，今年下半年和明年上半年经济压力将进一步加大。受经济下行、房企融资收紧、专项债额度减少低基数效应减弱等因素影响，社融增速年内高点或已显现。

1) 从总量来看，经济下行需求疲软，抑制信贷投放，融资规模增速下滑。7月数据进一步验证了经济金融形势的严峻性，社融M2增速双双回落，同时，作为社融主力的贷款下降幅度较大。2019年下半年经济下行压力较大，二季度GDP同比增速6.2%，创下2008年金融危机以来的新低。此外PMI持续走低，连续3个月低于荣枯线，预示三、四季度GDP将进一步承压。经济下行抑制信贷投放，从供给端来看，银行贷款具有顺周期属性，经济下行周期银行风险偏好低，土地、厂房等抵押物价值下跌，银行信贷投放意愿较弱；从需求端来看，作为最大的融资需求方的房地产基建受政策影响有所萎缩，有效需求不足，投资回报率下滑，企业借贷意愿减弱。

另外，2019年央行多次强调要“引导广义货币M2和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配”。2019年二季度名义GDP增速7.63%，相应的社融、M2增速分别为10.9%、8.5%。随着经济下行压力加大和通胀缓解，下半年名义GDP下滑概率较大，相应的也要社融增速下滑相匹配。

图表10: 2019年7月社融存量、M2同比增速双双回落

13% -

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_10755

