东兴证券 DONGXING SECURITIES

多因素制约货币供应增速 财政货币组合拳发力可期

——央行7月金融数据点评

2019 年 8 月 12 日

宏观经济 | 事件点评

汤黎明	宏观经济分析师	执业证书编号：S1480519010003
	tang_lm@dxzq.net.cn 010-66554033	

事件：

据央行披露：7 月末社会融资规模存量为 214.13 万亿元，同比增长 10.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 145.52 万亿元，同比增长 12.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.19 万亿元，同比下降 13%；委托贷款余额为 11.79 万亿元，同比下降 10%；信托贷款余额为 7.82 万亿元，同比下降 4.3%；未贴现的银行承兑汇票余额 3.31 万亿元，同比下降 15%；企业债券余额为 21.43 万亿元，同比增长 11.6%；地方政府专项债券余额为 8.89 万亿元，同比增长 47.5%；非金融企业境内股票余额为 7.19 万亿元，同比增长 3.9%。从结构看，7 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 68%，同比高 1.3 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 1%，同比低 0.3 个百分点；委托贷款余额占比 5.5%，同比低 1.3 个百分点；信托贷款余额占比 3.7%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.5%，同比低 0.5 个百分点；企业债券余额占比 10%，同比高 0.1 个百分点；地方政府专项债券余额占比 4.2%，同比高 1.1 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.4%，同比低 0.2 个百分点。

观点：

1. 金融监管和国内经济环境制约市场主体贷款增速

7 月份，人民币贷款增加 1.06 万亿元，同比少增 3975 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 5112 亿元，其中，短期贷款增加 695 亿元，中长期贷款增加 4417 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 2974 亿元，其中，短期贷款减少 2195 亿元，中长期贷款增加 3678 亿元，票据融资增加 1284 亿元。7 月新增信贷同比少增 3975 亿元，居民贷款同比少增 1232 亿，非金融企业贷款同比少增 3527 亿。当前中央对于房地产融资政策一再收紧，房地产融资增速受限，而且金融信贷体系对资金流向的严监管，也使得名为消费贷和个人信用贷实为房地产或股票投融资需求的信贷资金大幅减少。在当前房地产和股票等大类资产收益欠佳的背景下，市场主体的融资需求意愿较少，进而导致了居民贷款和非金融企业贷款增速不及预期。

2. 货币政策结构性宽松和引导市场利率下行仍是重要方向

7 月末，广义货币 M2 余额同比增长 8.1%，较前值下行 0.4 个百分点；狭义货币 M1 余额同比增长 3.1%，较前值下行 1.3 个百分点。7 月末，广义货币(M2)余额 191.94 万亿元，同比增长 8.1%，增速比上月末和上年同期均低 0.4 个百分点；狭义货币(M1)余额 55.3 万亿元，同比增长 3.1%，增速分别比上月末和上年同期低 1.3 个和 2 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.27 万亿元，同比增长 4.5%。市场主体融资需求意愿的减弱和银行信贷资金流向严监控的双重催化，制约了 M2 和 M1 的增速。当前货币政策的目标重在保持流动性合理充裕，鉴于中美贸易战局势仍然面临较大的不确定性，中美贸易摩擦或对实体企业带来较大的下行压力，因此货币政策的结构性宽松仍是重要方向。而由于现有信贷体系过于依赖抵押物，导致市场利率远高于信贷基准利率，实体企业融资成本与央行基准利率存在脱节，即使央行降息也难以将低利率传导到实体企业，因此在货币政策维持结构性宽松的前提下，通过信贷审批体系的改革，将流向民间金融机构的信贷需求回流至官方金融机构，进而引导市场利率整体下行将是货币政策体系改革的重要方向。

3. 货币政策边际宽松需配套财税政策等组合拳发力

7 月份社会融资规模增量为 1.01 万亿元，存量同比增速 10.7%，较前值回落 0.2 个百分点。社融新增比上年同期少 2103 亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 8086 亿元，同比少增 4775 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 221 亿元，同比少减 552 亿元；委托贷款减少 987 亿元，同比多减 37 亿元；信托贷款减少 676 亿元，同比少减 529 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 4563 亿元，同比多减 1819 亿元。二季度央行货币政策报告也指出：要加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，降低小微企业融资实际利率。当前小微企业和民营企业受益于货币政策倾斜支持，但小微企业面临的内外部政经环境的不确定性较大，在内外需均可能出现萎缩的局面下，小微企业融资需求受限于收入端的压缩。因此单纯依赖货币政策的边际宽松，较难保证实体企业和小微企业进入健康和高质量发展的轨道。惟有通过财税政策、行政审批的放权让利和金融供给侧改革等组合拳，才能有效巩固实体经济发展的根基。

4. 针对中小金融机构有针对性救助防范系统性金融风险

7 月金融机构新增人民币存款 6420 亿，同比回落 3880 亿元。其中居民存款当月新增-1032 亿，同比少减 1900 亿元。非金融公司存款当月新增-13900 亿，同比多减 7712 亿元。财政存款 7 月新增 8091 亿、同比少增 1254 亿元。居民存款、非金融公司存款、财政存款的同比下滑，对于中小银行的负债端构成不利影响，中小银行的资金成本趋高和资产端收益的下滑叠加影响，导致了部分中小银行陷入流动性危机。因此防范金融风险的传染和扩散，是央行微观审慎监管的重要目标。未来将深化金融供给侧结构性改革，保障金融体系的制度供给有效支撑实体经济。而针对中小金融机构的流动性风险应当区别对待，由于经济整体环境的下行，房地产、股票市场等大类资产收益欠佳，导致部分终端权益类资产出现亏损，进而影响到中小金融机构的流动性。预期央行将针对流动性较为困难的中小金融机构进行救助，通过市场化的手段帮助中小金融机构摆脱危机，进而化解可能出现的连串性系统风险。

结论：

当前中央对于房地产融资政策一再收紧，房地产融资增速受限，而且金融信贷体系对于资金流向的严监管，使得名为消费贷和个人信用贷实为房地产或股票投融资需求的信贷资金大幅减少；在货币政策维持结构性宽松的前提下，通过信贷审批体系的改革，将流向民间金融机构的信贷需求回流至官方金融机构，进而引导市场利率整体下行将是货币政策体系改革的重要方向；单纯依赖货币政策的边际宽松，较难保证实体企业和小微企业进入健康和高质量发展的轨道；惟有通过财税政策、行政审批的放权让利和金融供给侧改革等组合拳，才能有效巩固实体经济发展的根基。未来央行将针对流动性较为困难的中小金融机构进行救助，通过市场化的手段帮助中小金融机构摆脱危机，进而化解可能出现的连串性系统风险。

风险提示：国内外政经环境复杂 金融市场或有流动性风险

分析师简介

汤黎明

中央财经大学财政学博士，维也纳经济大学访问学者，宏观经济研究分析师。2007—2015 年在经济类核心期刊发表论文 15 余篇。曾多次参与财政部、发改委、国务院发展研究中心等部委机关的宏观课题，曾荣获中央财经大学研究生国家奖学金和财政部“三优”论文评选二等奖。财政部办公厅研究处一年全职实习经验，中信银行三年金融行业从业经验，曾撰写教育、科研、文化、社保等 10 余个板块的行业营销指引。2016 年加入东兴证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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_10760