

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

联系人：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

事件：

中国 6 月社会融资规模增量 22600 亿人民币，预期 19000 亿人民币，前值 14000 亿人民币。新增人民币贷款为 1.66 万亿元，预期 1.675 万亿元，前值 1.18 万亿元。M2 同比增长 8.5%，预期增长 8.5%，前值增长 8.5%。

1.核心观点:

1) 6月社融延续企稳, M2增速平稳、M1增速回升, 居民和企业现金需求增强。

2) 但社融结构恶化, 专项债融资大增贡献社融回升, 表外融资收缩误伤民营和中小企业; 从信贷结构来看, 企业中长期贷款增长乏力, 投向实体企业的贷款力度不足, 流动性分层导致非银机构贷款承压。

3) 市场整体流动性充裕支撑社融改善, 但流动性分层引发中小银行同业负债压力, 导致6月信贷小幅收缩。包商银行事件和季末流动性紧张是此次流动性分层的主要诱因。

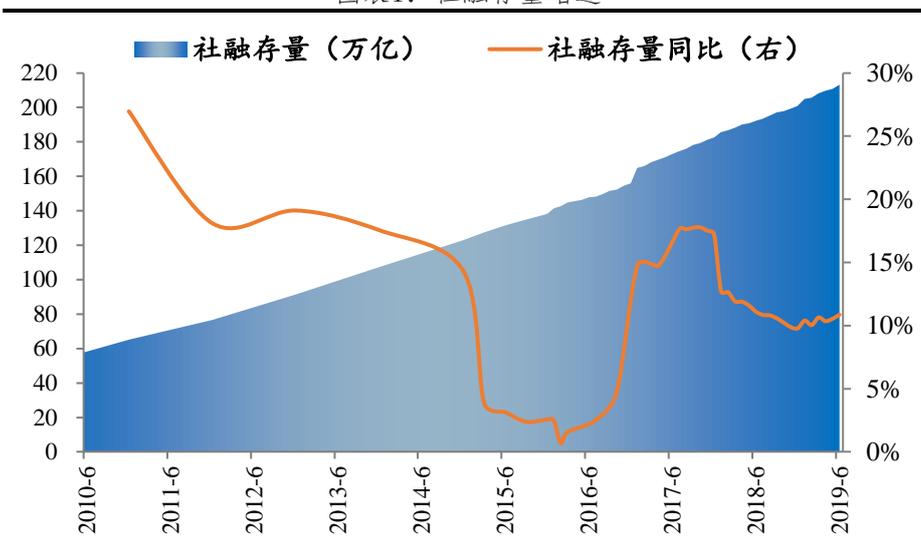
4) 在货币政策稳健宽松的背景下, 2019年上半年房地产信托、房地产海外债券融资规模有所回升。近期监管层收紧房地产融资, 为稳定市场预期、规范融资规模, 近期政策加强房地产信託管控, 严格规范房地产海外发债融资用途, 控制银行房地产信贷规模。

5) 目前外需放缓, 国内经济下行压力加大, 监管加强, 金融供给侧改革逐步推进, 前期累积的金融风险问题频频引发爆雷, 货币政策和财政政策同时发力。短期来看, 公开市场操作虽然可以缓解资金缺口, 但由于期限太短难以流向实体经济, 资金大量沉淀在银行间市场。长期来看, 未来仍需要TMLF、定向降准、降息等中长期货币工具缓解流动性分层难题, 促进资金流向小微企业, 降低实际利率水平。

6) 当前货币金融问题的关键不是总量, 而是结构, 根本出路在于结构性改革。

2.6月存量社融增速10.9%, 环比提高0.3个百分点, 社会融资规模稳定增长。结构方面, 表外融资、地方专项债对社融形成有力支撑, 人民币贷款仍是主力。

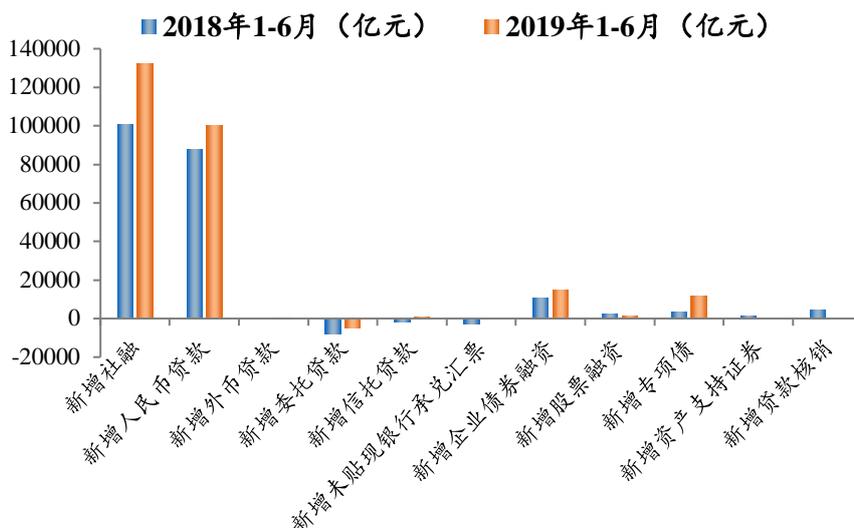
图表1: 社融存量增速



资料来源: Wind, 恒大研究院

6月社融增速延续回升态势, 2019年上半年社融较去年同期多增3.18万亿元, 实体经济融资环境持续改善。6月新增社会融资规模2.26万亿元, 同比多增7722亿元, 存量社融同比增速10.9%, 比5月提高0.3个百分点。时间拉长来看, 2019年上半年合计新增社融13.23万亿元, 比2018年同期多增3.18万亿元, 实体经济融资环境持续改善。

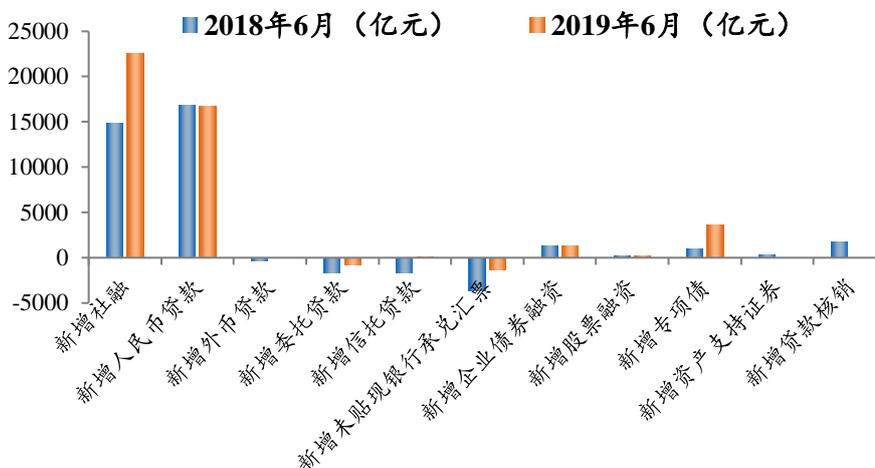
图表2：2019年6月新增社融结构



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，6月人民币贷款仍是主力，表外融资同比少减4791亿元、专项债融资同比增加2560亿元，对社融形成有力支撑。表内融资方面，贷款仍是社融主力，较为稳定。6月新增人民币贷款1.67万亿元，同比微降69亿元，上半年新增人民币贷款10.02万亿元，同比多增1.26万亿元。受包商银行事件影响，中小银行同业流动性受到冲击，但央行及时进行公开市场操作对冲，6月中小银行定向降准第二批执行释放约1000亿长期资金，除此之外还通过超量续作MLF、增加中小银行再贴现和常备借贷便利(SLF)等手段，精准释放大量资金，保持银行间流动性合理充裕；表外融资方面，低基数效应支撑社融同比大增。6月表外融资萎缩2124亿元，同比少减4791亿元，其中委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别少减815亿元、多增1638亿元、少减2339亿元。主要是因为2018年6月在资管新规等监管趋严的政策下，表外融资大幅萎缩近7000亿元；直接融资方面，相对较为稳定。6月新增企业债券融资1291亿元，同比微降59亿元，新增股票融资153亿元，同比减少105亿元；其他融资方面，财政政策发力形成有力支撑。6月专项债融资3579亿元，同比多增2560亿元，对社融增长形成有力支撑。

图表3：2019年6月新增社融结构

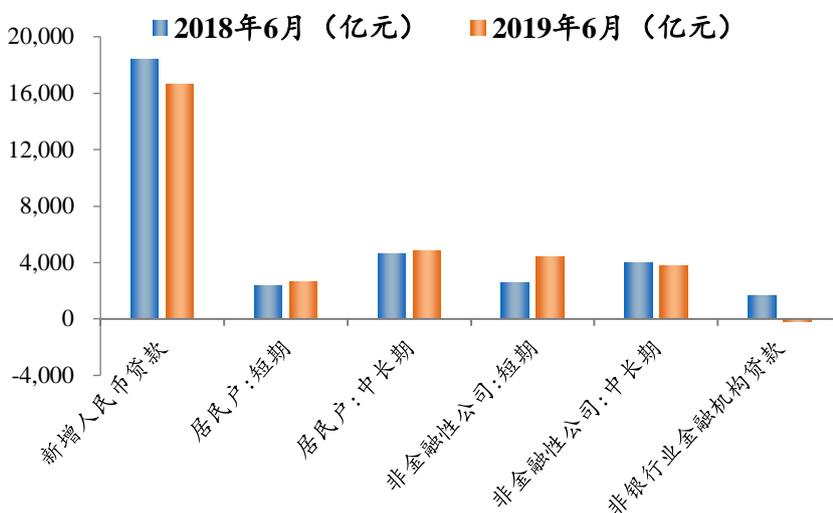


资料来源：Wind，恒大研究院

3. 银行信贷投放季末冲量，叠加央行货币投放力度加大，6月信贷平稳增长，但高基数效应导致同比微降。贷款结构方面，住户部门贷款增长较快，企业中长期贷款仍然乏力，流动性分层下非银机构贷款承压。

信贷季末冲量叠加央行货币投放力度加大，新增信贷规模平稳增长。6月金融机构新增人民币贷款 1.66 万亿元，同比减少 1758 亿元，由于 2018 年 6 月政府向国有银行发放额外信贷额度且要求 6 月底前部署到非金融部门，导致 2018 年信贷基数高。但 6 月信贷环比增加 4842 亿元，反映信贷投放平稳增长。从供给端看，包商银行事件影响仍然存在，银行风险偏好尚未完全恢复，但 6 月央行多次大规模公开市场投放熨平流动性波动，叠加季末信贷规模季节性回升，前期分步降准效果逐步显现，故新增贷款规模稳定增长。从需求端看，居民贷款增长较快；实体经济融资需求有所萎缩，企业中长期贷款仍然乏力；包商银行事件影响延续，流动性分层下非银金融机构贷款承压。

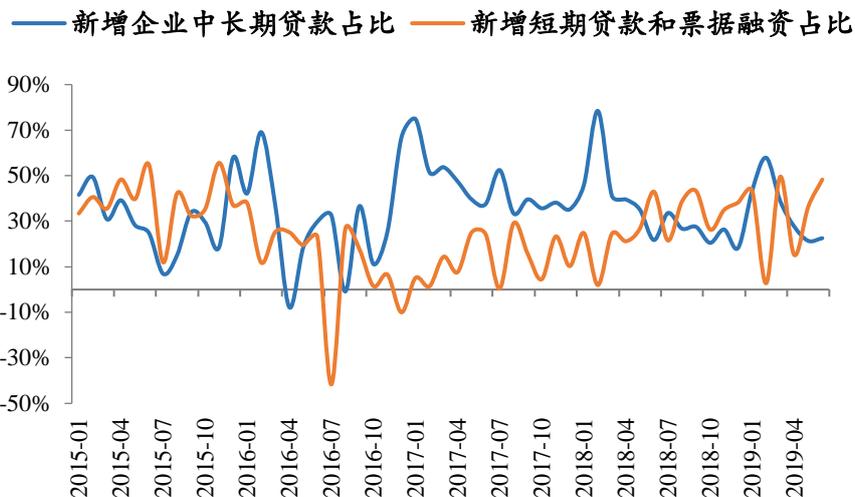
图表4：2019年6月金融机构新增信贷结构



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，短期贷款和票据融资占比继续上升，企业中长期贷款占比低位波动，流动性分层导致非银金融机构贷款萎缩，贷款结构仍然不佳。6月新增企业中长期贷款 3753 亿元，同比减少 248 亿元，占比 22.6%，较 5 月增加 1229 亿元；新增居民贷款 7617 亿元，占比 45.9%，房地产销售小幅回暖支撑；非银贷款减少 161 亿元，环比下降 219 亿元，包商银行事件导致非银流动性压力骤增，流动性分层下非银金融机构承压。

图表5：2019年6月金融机构新增信贷占比



资料来源：Wind，恒大研究院

4. M2 增速保持平稳，银行资金派生能力增强。M1 同比增长 4.4%，企业及居民流动性需求和交易需求回升。

M2 增速平稳增长，企业存款大幅增长，非银存款大幅收缩。银行资金派生能力增强，货币乘数较前期有所增长。6 月 M2 同比增速 8.5%，与 5 月持平，比上年同期高 0.5 个百分点。存款方面，6 月企业存款增加 1.56 万亿元，同比多增 6154 亿元，财政存款减少 5020 万亿元，同比减少 1868 亿元，非银金融机构存款大幅萎缩，同比减少 6261 亿元。银行派生资金能力有所增强。截至 6 月末，银行超储率 2%，货币乘数 6.14%

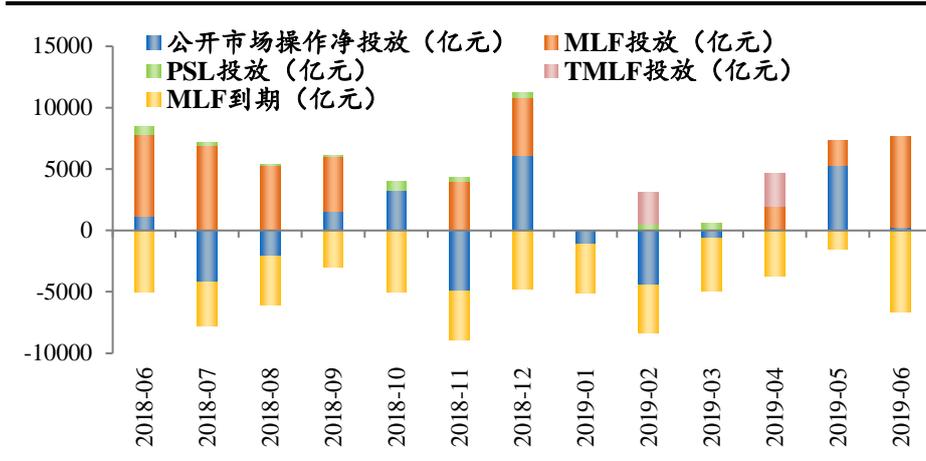
住户部门和企业部门交易性现金需求增加，M1 增速回升。6 月 M1 同比增速 4.4%，环比回升 1 个百分点，M1 增速大幅反弹，反映居民部门及企业部门的交易性现金需求增加。

图表6：2019年6月M1及M2增速



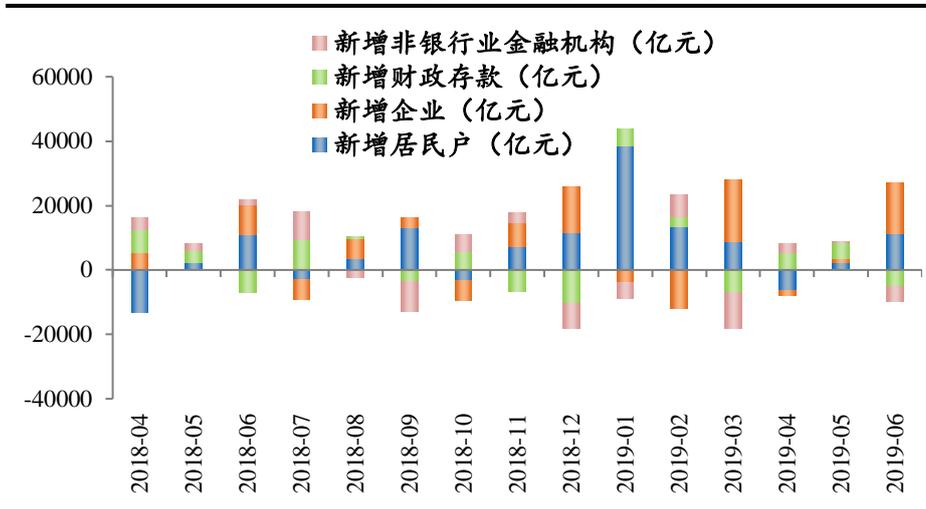
资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：2019年6月公开市场操作熨平流动性波动



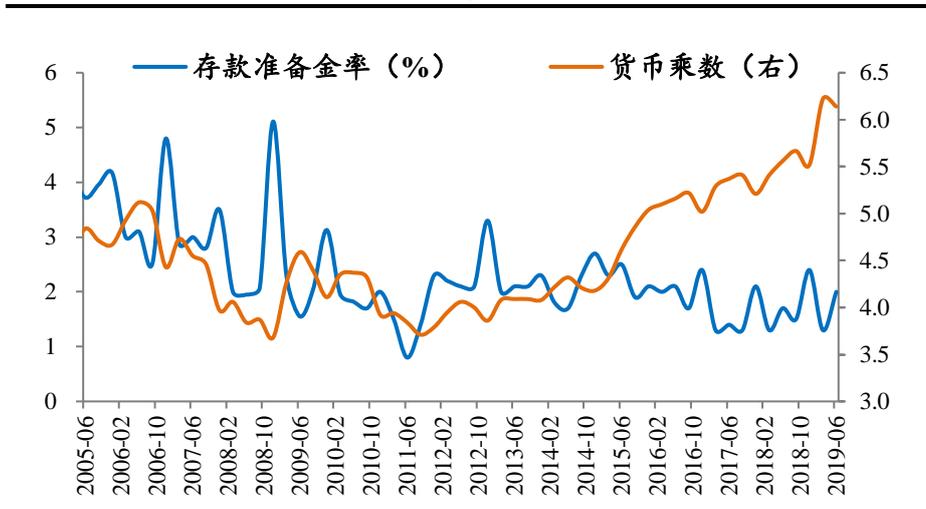
资料来源：Wind，恒大研究院

图表8：6月企业存款多增，财政和非银存款减少



资料来源：Wind，恒大研究院

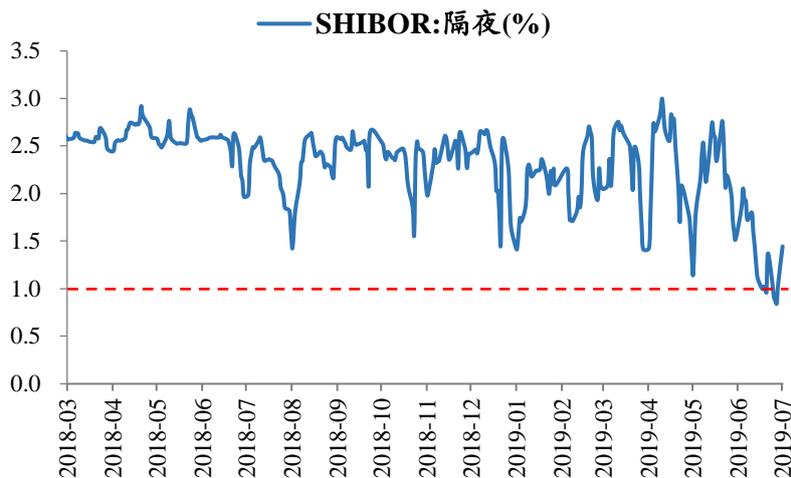
图表9：商业银行资金派生能力增强



资料来源：Wind，恒大研究院

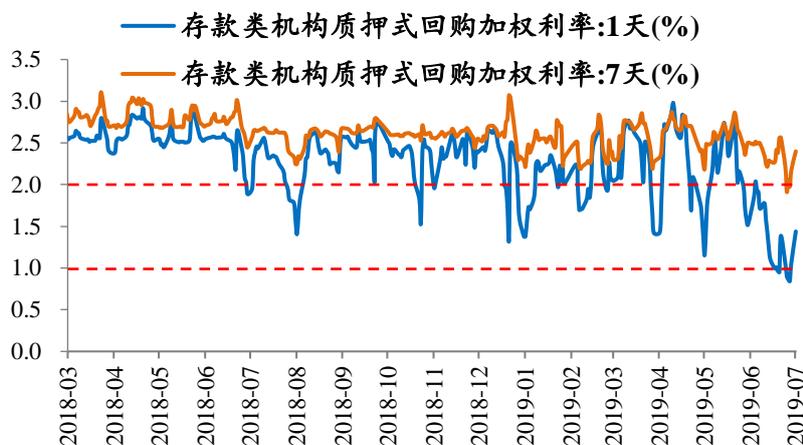
5、流动性充裕带动社融数据持续反弹，但银行间市场结构分化明显。Shibor 利率自 2008 年后首次跌破 1%，流动性充裕，但中小银行同业负债利率持续攀升，引发流动性分层。6 月 26 日隔夜 Shibor 利率 0.99%，自 2008 年金融危机后首次低于 1%。6 月 27 日和 7 月 2-4 日隔夜 Shibor 利率再次低于 1%，整体流动性较为宽裕。考虑到我国央行超额准备金利率长期维持在 0.72%，Shibor 利率 1% 接近隔夜 Shibor 利率底部。此外流动性走廊指标 DR007 自 2014 年公布以来首次跌破 2%，DR001 利率同样跌破 1%，也再次印证了整体流动性的充裕。

图表10：隔夜 Shibor 利率自 2008 年后再次低于 1%



资料来源：Wind，恒大研究院

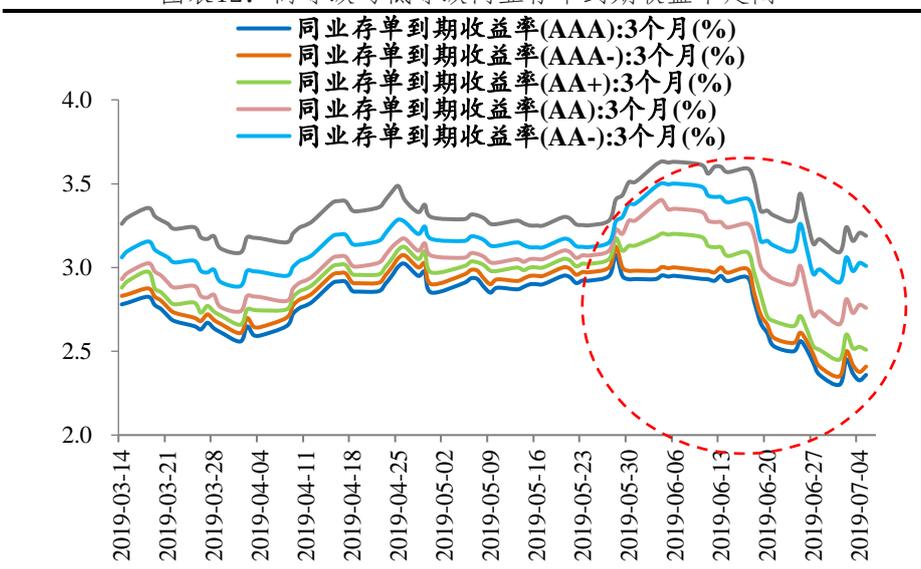
图表11：DR007 自 2014 年公布后首次低于 2%



资料来源：Wind，恒大研究院

在市场流动性总量充裕背后，中小银行和非银机构与大型商业银行利差扩大，流动性分层。我国主要通过“央行-大型商业银行-中小商业银行-非银机构”进行流动性传导，央行以公开市场操作形式向一级交易商（由四大行、国有股份制银行和大型城商行组成）投放货币，后者再以同业拆借、买入返售形式将流动性传导至城商行、农商行等中小型银行（参考报告《中国利率市场现状：七大利率如何传导？——利率市场化专题（上）》）。5月末至今，大型商业银行至中小商业银行、非银金融机构的流动性传导阻塞，出现持续的流动性分层问题。同业存单利率、发行额和发行成功率反映中小银行的流动性压力。就发行利率而言，6月中旬至今国有银行和股份制银行同业存单发行利率持续走低，而城商行和股份制银行发行利率则维持上行趋势；就发行额和发行成功率而言，AAA级同业存单发行额和发行成功率受影响较小，而AA+和AA级同业存单发行额持续萎缩，发行成功率下行。7月首周AA级同业存单发行成功率低至23%。**R001**是银行与非银金融机构流动性传导渠道，从**R001**最高利率与加权平均利率间的利差来看，6月至今利差逐步扩大，且明显超过历史均值，表明部分非银金融机构在银行间市场的融资难度上升。

图表12：高等级与低等级同业存单到期收益率走阔



资料来源：Wind，恒大研究院

图表13：大型银行与中小银行同业存单发行利率走阔

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_11415

