

社融企稳有待夯实

——6月金融数据点评

报告摘要

- 6月社融呈现企稳迹象；但贷款展露疲态，有较明显的“季末冲量”特征；M2增长持稳，但M1表现亮眼。数据之间虽有“错落”，但所展现的逻辑是“有致”的。考虑到二季度中国名义GDP或有小幅回升，从而社融/GDP在一季度明显上升后，应有明显回落，“稳杠杆”的政策取向并未发生变化。
- 关于超预期的社融。6月社融超预期增长主要受益于：地方专项债发行井喷、金融机构在年中集中进行贷款核销、以及表外融资的低基数。6月加回中央和地方政府债券的老口径社融增速（不含ABS和贷款核销）持平于上月。下半年社融增长存在三方面威胁：一是，如果下半年不上调地方专项债发行额度，8、9月份地方专项债可能对社融同比有一定拖累。二是，房地产相关融资或将明显收紧。三是，包商银行事件的后续影响，可能也令信用扩张承压。因此，下半年社融增速即便只是希望维持平稳，也需货币政策通过定向降准、结构性降息等方式积极应对。
- 关于显疲态的贷款。6月贷款余额同比显著下滑，贷款结构虽重新向企业倾斜，但主要得益于企业短期贷款的超季节性增长，中长期贷款增幅依然弱于过去三年同期，表现出比较明显的“季末冲量”。下半年地方隐性债务平滑或将提速，对贷款有一定承托作用。
- 关于平庸的M2和亮眼的M1。6月M2同比连续第三月持平于8.5%，体现货币派生力度总体保持平稳。M1同比进一步上扬1个百分点至4.4%，而且是在翘尾因素大幅回落3.4个百分点的情况下发生，可以说是本月金融数据中最亮眼的部分。其原因可能在于：1) 6月地方专项债大量发行，令地方政府现金流状况得到改善；2) 企业部门现金流有所改善，可能包括企业短期贷款增长、包商银行事件影响下企业可能赎回理财和货基。但这在多大程度上预示工业企业利润的好转，仍有待验证。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

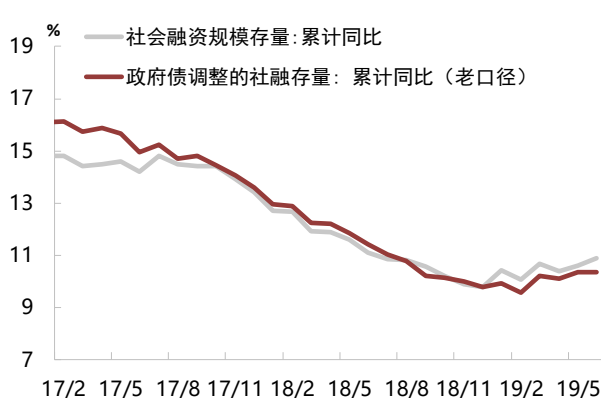
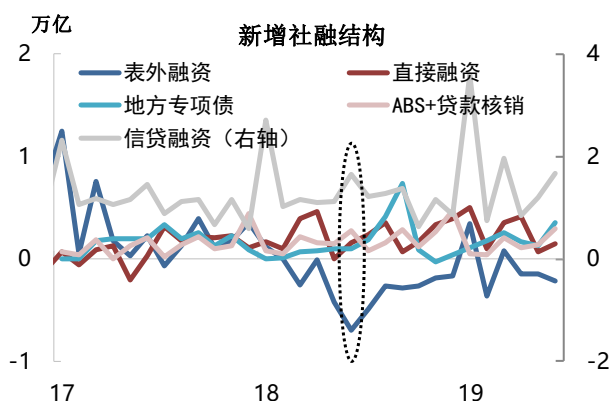


一、社融弱企稳

6月新增社融2.26万亿，较上月大幅增加；新口径社融存量同比进一步抬升0.3个百分点，至10.9%，呈现出更明显的企稳迹象。但研究其结构可见：**1）**6月社融超预期增长主要受三个分项（地方专项债、存款类金融机构资产支持证券和贷款核销）驱动，与6月地方专项债发行井喷、以及金融机构在年中集中进行贷款核销有关（图表1）。加回中央和地方政府债券的老口径社融增速（不含ABS和贷款核销）持平于上月（图表2）。**2）**6月社融增长面临较低基数，去年同期是表外融资收缩最猛的时间点，尽管本月表外融资仍在收缩，但节奏已得到缓和。

图表 1：6月专项债和贷款核销推升社融

图表 2：6月经政府债调整的老口径社融增速持平

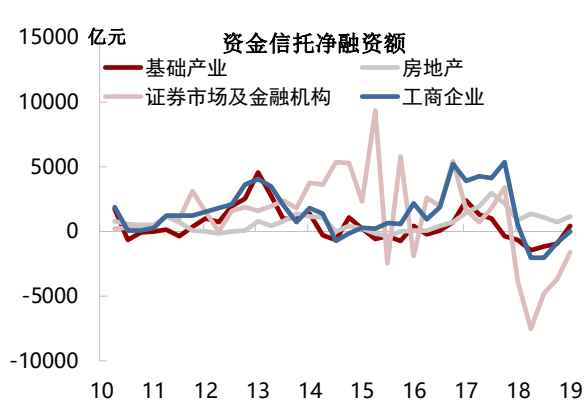
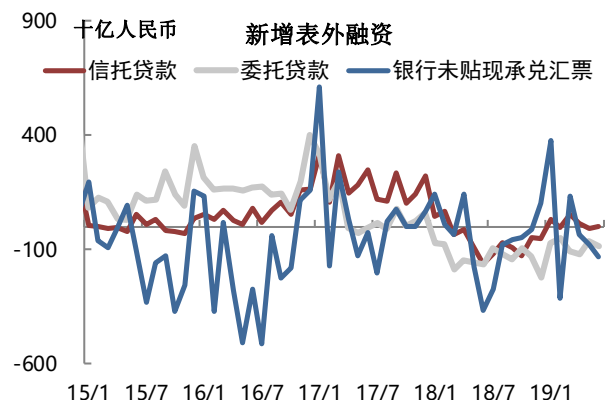


来源：Wind，莫尼塔研究

下半年社融增长存在三方面威胁：一是，8、9月份地方专项债可能对社融同比有一定拖累。去年7、8、9月份是地方专项债集中发行的时段，发行量分别达到1177亿、4394亿和6524亿。而今年下半年地方专项债剩余额度为8421亿，财政部要求各地方在9月底之前发行完毕，那么三季度月均约为2800亿左右。因此，如果下半年不上调地方专项债发行额度，那么8、9月份地方债对社融将由拉动转为一定程度的拖累。考虑到上调地方专项债额度近期也作为一项政策工具被讨论，倘若如此，则可能对社融产生新的支撑。二是，**房地产相关融资或将明显收紧**。近期银保监会窗口指导要求控制房地产信托规模，这可能打破年初以来信托贷款温和扩张的局面（错误!书签自引用无效。）。事实上，去年以来新增信托贷款的很大一部分都流向了房地产（图表4）。三是，**包商银行事件的后续影响，可能也令信用扩张承压**。

图表 3：6月信托贷款保持平稳

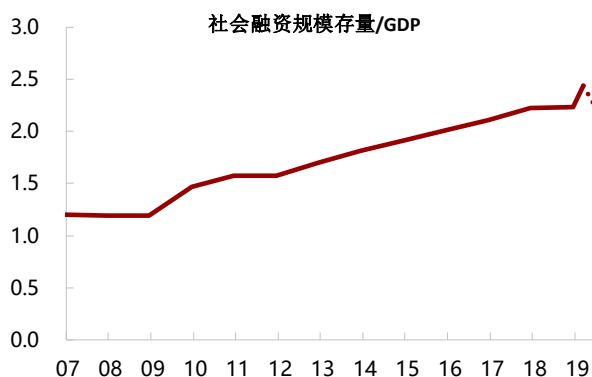
图表 4：2018 以来信托贷款多流向房地产



来源：Wind，莫尼塔研究

因此，对于6月新增社融超预期增长、以及社融增速企稳，仍应保持谨慎。下半年社融增速即便只是希望维持平稳，也需货币政策通过定向降准、结构性降息等方式积极应对。考虑到二季度中国名义GDP或有小幅回升（按照二季度实际GDP降至6.3%、平减指数升至1.7%估算，约为8%），从而社融/GDP在一季度明显上升后，应有明显回落（错误!书签自引用无效。），“稳杠杆”政策取向并未发生变化。

图表 5：预计二季度社融/GDP 有所回落



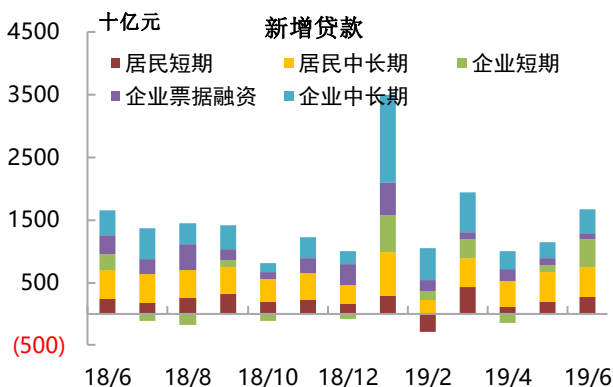
来源：Wind，莫尼塔研究

二、贷款显疲态

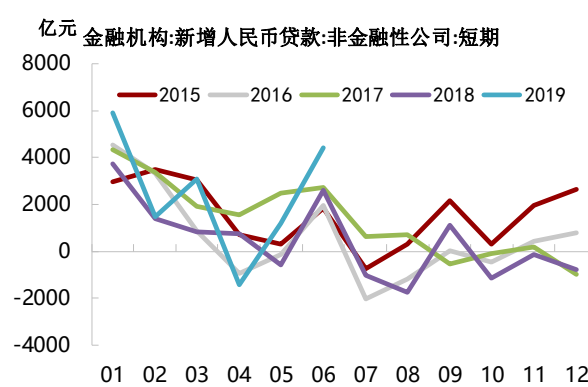
6月新增人民币贷款1.66万亿，较上月进一步回升，符合季节性规律。但贷款余额同比显著下滑0.4个百分点，至13%。社融超预期回升的同时，贷款增长却展现疲态。结构上，居民部门贷款7617亿，企业部门贷款9105亿（图表6）。贷款虽重新向企业倾斜，但主要得益于企业短期贷款的超季节性增长（图表7），中长期贷款增幅依然弱于过去三年同期（图表8）。新增贷款表现出比较明显的“季末冲量”。6月居民部门贷款表现较为平稳，侧面反映房地产销售或仍具韧性。6月表外与表内票据融资总量略弱于季节性，可能部分体现了包商银行事件对于中小银行银行票据的影响（图表9）。

下半年地方隐性债务平滑或将提速，对贷款有一定承托作用。据财新报道，近期财政部、央行等五部门近期已联合发文，对融资平台到期存量地方政府隐性债务的处置做出明确规定。尽管符合借新还旧、展期条件的项目可能并不多，但仍可能对中长期贷款有一定推动作用。

图表 6：6月企业短期贷款增长显著

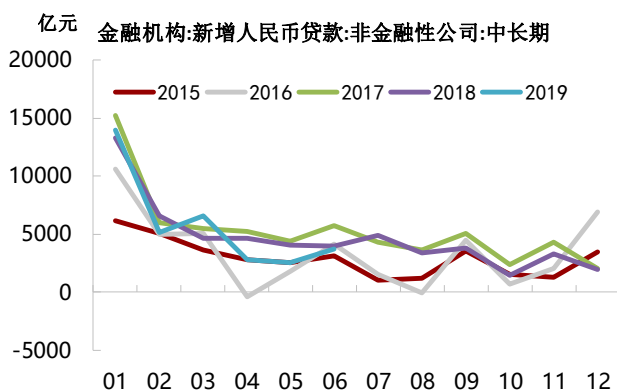


图表 7：6月企业短期贷款大幅强于往年同期

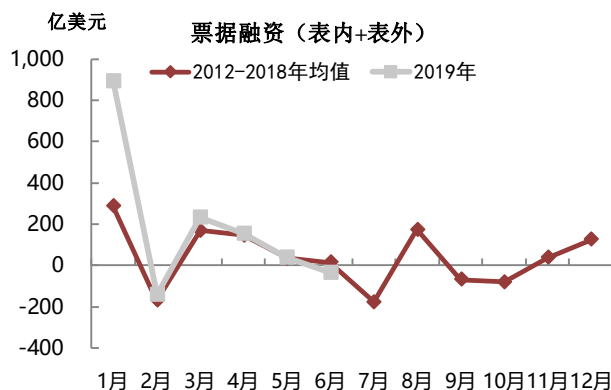


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 8: 6 月企业中长期贷款依然偏弱



图表 9: 6 月票据融资略弱于季节性

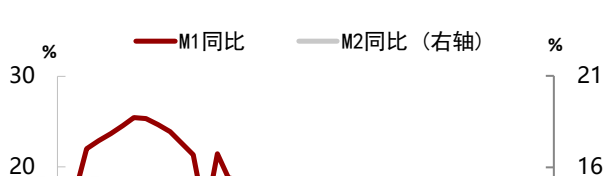


来源: Wind, 莫尼塔研究

三、M1 最亮眼

6月M2同比连续第三月持平于8.5%，货币派生力度保持平稳。6月M1同比进一步上扬1个百分点，至4.4%，而且是在翘尾因素大幅回落3.4个百分点的情况下发生，这可以说是本月金融数据中最亮眼的部分（图表10）。其原因可能在于：1）6月地方专项债大量发行，令地方政府现金流状况得到改善；2）企业部门现金流有所改善，可能包括企业短期贷款增长，包商银行事件影响下企业可能赎回理财、货基，但在多大程度上预示工业企业利润的好转仍有待验证。6月存款余额同比持平于8.4%，相比去年同期，企业新增存款明显多增，而非银金融机构存款则继续显著少增，体现出包商银行事件对于非银金融机构资金端的冲击（图表11）。

图表 10: 6 月 M2 同比持平，M1 同比继续上扬



图表 11: 6 月非银金融机构存款明显弱于去年同期



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_11426

