

## 宏观点评

### 测算：中小银行负债萎缩如何影响流动性？——兼评6月金融数据

**事件：**6月新增信贷1.66万亿元，预期1.675万亿，前值1.18万亿元；6月新增社融2.26万亿，前值1.4万亿元；6月M2同比8.5%，预期8.6%，前值8.5%；M1同比4.4%，前值3.4%。

#### 核心结论：

**1、6月金融数据总体向好，但结构仍差，其中：信贷基本持平季节性，车市回暖下居民短贷有所改善；社融在表内信贷和地方债支撑下继续超季节性，存量增速创近12个月新高；M1-M2剪刀差缺口连续两个月收窄。**

- **6月新增信贷基本持平季节性，企业贷款仍维持弱势。**结构上，居民中长贷续增印证地产韧性，企业中长贷续弱反映实体有效需求仍不足；票据仍低，短贷续增。非银机构贷款存款双减，主因包商事件影响下机构赎回货基，并压缩对非银的融资。
- **6月社融增量和存量增速大超季节性，预计下半年增量减少。**社融高主因表内信贷较高、地方债放量；超季节性和存量增速创新高则主要源于低基数。往后看，在非标融资低基数效应边际放缓、房地产信托收紧、专项债额度逼近上限、信贷额度集中在上半年投放等多重制约下，下半年社融增量预计减少，但存量增速仍会企稳。
- **M1、M2反映企业现金流有所改善，积极财政将继续发力。**M1-M2剪刀差自2018年2月以来连续17个月为负，但负缺口连续2个月收窄。

**2、基于5种情形测算发现，包商事件引发的中小银行负债萎缩对信用创造负面拖累有限，短期内不会对流动性造成明显负面冲击。更为长远看，要密切关注包商银行事件的深远影响，包括从负债端分层（信用分层）传导至资产端分层、投资者行为改变、我国金融生态重构等等。**

- 包商事件以来，市场风险偏好下降，导致资金融出方紧缩交易对手；质押债券标准提高；金融机构流动性分层、信用利差走高等问题，并通过银行负债端和资产端的负反馈影响M2的增长。
- 基于五种不同情形，我们测算了有无政策对冲下中小银行负债萎缩对货币乘数的影响，研究发现：**无政策对冲，将降低货币乘数0.04-0.32倍不等；有政策对冲，降幅收窄至0.07-0.14倍。**综合看，影响幅度在正常波动范围内（比如远不及2018年全年的极差），也即总冲击有限。

**3、往后看，降准降息成政策备选，利率并轨有望提速。**一方面，我国经济仍存下行压力，叠加美联储降息通道打开，下半年我国再降准降息可期（不排除降基准利率），首次时点在8月前（眼下看，7月31日美联储降息几成定局）。另一方面，5月以来高层相继喊话利率市场化，我们预计利率“两轨并一轨”有望提速。维持我们专题报告《利率“两轨并一轨”怎么并？》的判断，并轨的关键点是推进贷款利率市场化，将先以LPR引导贷款利率下降，后续可能提高R007、Shibor等货币市场利率对存贷款利率的指引。

**风险提示：**经济失速下滑；监管力度超预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《关注两座“大山”，降准降息升温-5月金融数据点评》2019-06-13
- 2、《1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据》2019-05-10
- 3、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？——3月金融数据点评》2019-04-14
- 4、《社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评2月金融数据》2019-03-10
- 5、《央行四季度货币政策报告的8大信号，关注我国信用自主创造》2019-02-22
- 6、《关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1月金融数据点评》2019-02-17
- 7、《信用拐点将至，可跟踪4条线索——2018年金融数据点评》2019-01-16



## 内容目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>总量无大忧，结构乏亮点</b> .....             | <b>3</b>  |
| 信贷总量平稳，居民短贷有所改善，企业中长期贷款依旧疲软.....     | 3         |
| 社融增速创近12月新高，表内贷款和地方债是主支撑.....        | 4         |
| M1-M2剪刀差连续两个月收窄，积极财政将继续发力.....       | 5         |
| <b>5种情形测算：中小银行对货币乘数的拖累效应有限</b> ..... | <b>6</b>  |
| 货币乘数公式解析.....                        | 6         |
| 货币乘数测算逻辑.....                        | 7         |
| 核心假设和测算结果.....                       | 7         |
| 测算结果表明：中小银行同业萎缩对信用创造影响有限.....        | 10        |
| <b>下半年降准降息可期，利率并轨有望提速</b> .....      | <b>12</b> |
| <b>风险提示</b> .....                    | <b>14</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 6月信贷增量基本持平季节性，但结构仍差.....                 | 3  |
| 图表 2: 贷款需求指数有所下滑.....                          | 4  |
| 图表 3: 5-6月车市回暖对居民短贷形成一定支撑.....                 | 4  |
| 图表 4: 社融存量增速创近12个月新高.....                      | 4  |
| 图表 5: 6月社融好于季节性主因表内信贷和专项债放量.....               | 5  |
| 图表 6: 1996年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已17个月连负..... | 6  |
| 图表 7: 2019年各项存款理论值预测.....                      | 8  |
| 图表 8: 2018年年报披露的银行各类负债占总负债比重.....              | 9  |
| 图表 9: 截至2019年6月初各类银行同业存单存量余额占总负债比重.....        | 9  |
| 图表 10: 2018年各类银行发行同业存单情况.....                  | 9  |
| 图表 11: 2019年5月24日之后两周发行同业存单情况.....             | 9  |
| 图表 12: 货币乘数预测结果一览.....                         | 10 |
| 图表 13: 货币乘数波动情况.....                           | 11 |
| 图表 14: 包商事件之后采取的对冲措施.....                      | 11 |
| 图表 15: 中小银行同业存单发行利率已有下降.....                   | 12 |
| 图表 16: 流动性分层有所缓解.....                          | 12 |
| 图表 17: 5月底以来央行关于货币宽松的表态.....                   | 13 |
| 图表 18: 利率并轨的五大突破点.....                         | 14 |
| 图表 19: 存贷款基准的四种可能.....                         | 14 |

## 总量无大忧，结构乏亮点

### 信贷总量平稳，居民短贷有所改善，企业中长期贷款依旧疲软

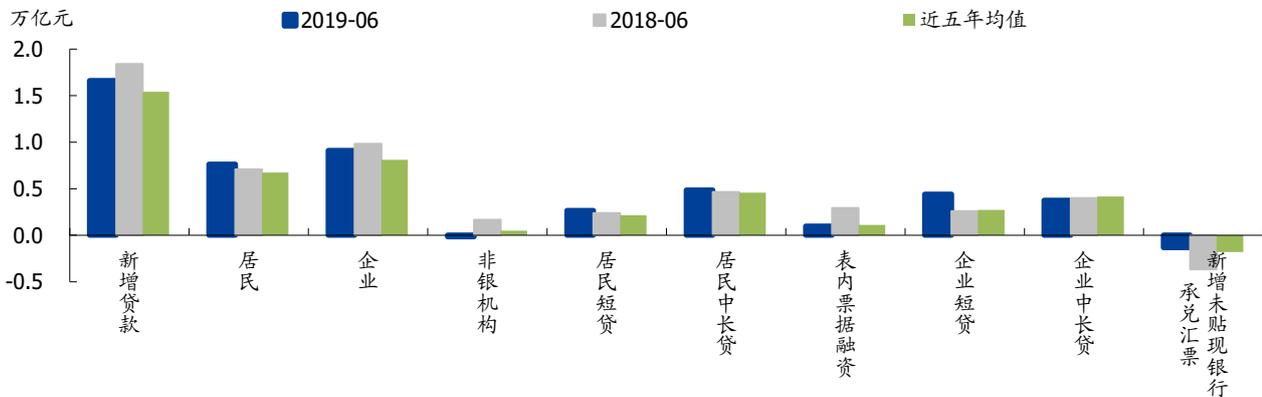
6月新增人民币贷款16600亿元，环比多增4800亿元，同比少增1800亿元。信贷数据符合我们预期，具体释放以下5个信号：

**1) 新增信贷基本持平季节性，虽较2018年同期少增1800亿元，但较近五年均值多增1199亿元，整体来看流动性较为充裕。**

**2) 居民短贷和中长贷均超越季节性，主因汽车销售回暖和地产销售韧性较强。**6月居民短贷新增2667亿元，同比多增297亿元，与6月乘用车销量改善有关。根据乘联会数据，受排放标准升级、汽车经销商清仓促销影响，6月车市整体回暖，广义乘用车销量同比增长4.9%，实现12个月以来的首次同比正增长。居民中长贷连续4个月在4000亿元以上，6月新增居民中长贷4858亿元，同比多增224亿元，反映地产销售韧性仍强。

**3) 企业短贷增量明显，中长贷仍低于季节性。**6月新增企业短贷4408亿元，较去年同期多增1816亿元，较近五年均值多增1693亿元；新增企业中长贷3753亿元，较去年同期少增248亿元，较近五年均值少增410亿元。维持此前判断，中长贷维持低位，反映实体经济资本开支需求仍弱，叠加PPI进入通缩区间抑制企业盈利增速，后续制造业投资可能继续下滑。

图表1：6月信贷增量基本持平季节性，但结构仍差



资料来源：Wind，国盛证券研究所

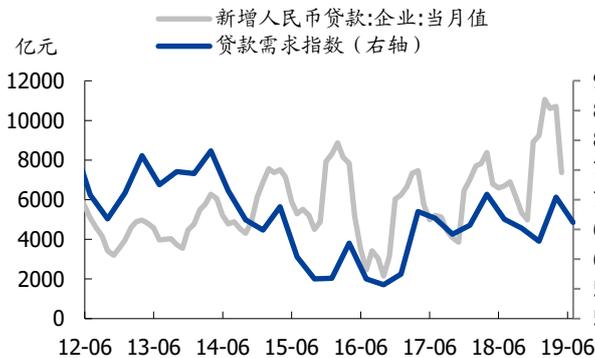
**4) 票据总量负增，企业端加杠杆已经从依托票据转向依托企业短贷。**6月表内票据贴现新增961亿元，新增未贴现银行承兑汇票减少1311亿元，连续3个月反映银行承兑汇票从表外向表内的转化，消化未贴现票据的存量规模。再次提示跟踪信贷“票据高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导效果，目前已经连续2个月处于票据向企业短贷的转化，未来需密切关注短贷向中长贷的转化。

**5) 非银机构贷款存款双双减少，主因包商事件拖累，但并无大碍。**6月非银机构贷款减少161亿元，同比大幅少增1809亿元；同时负债端显示6月非银机构存款减少4823亿元，同比大幅少增6261亿元，应是与包商事件影响下，中小银行同业存单发行成功率降低，银行对非银融资减少和部分银行赎回货基有关。当前看，包商事件对信贷和M2

的影响均较为有限。

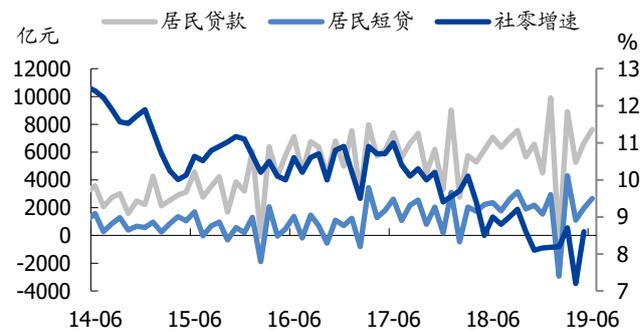
综上所述，我们认为6月信贷规模总体尚可，但结构性调整仍无明显改善，表现在企业贷款，特别是中长期贷款尚弱，企业融资热情仍较低迷；居民贷款主要依赖中长贷，短期经济增长仍离不开房地产。随着减税降费、减个税等宽财政措施逐步发力，可关注居民短贷（对应消费）和企业中长贷（制造业、基建等）能否企稳。

图表2: 贷款需求指数有所下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 5-6月车市回暖对居民短贷形成一定支撑



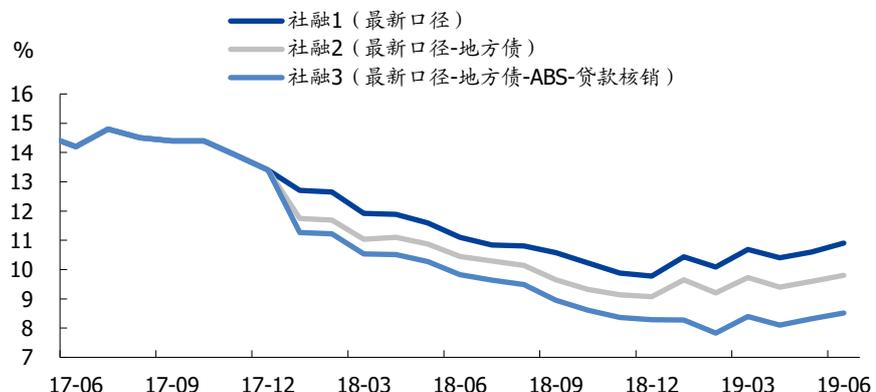
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 社融增速创近12月新高，表内贷款和地方债是主支撑

6月新增社会融资规模22600亿元，环比大幅多增8648亿元，同比多增7723亿元，符合我们预期。具体看主要释放了以下3大信号：

**1) 社融存量增速创近12月新高。**基数效应和专项债放量下社融存量增速再回升，新增社融规模亦超季节性。与5月类似，受资管新规影响，去年6月非标融资大幅收缩6915亿元，拖累社融增量，当月新增1.49万亿。与之相比，今年6月新增社融同比多增7723亿元，较近五年均值多增3906亿元。三类口径社融存量增速均回升，新口径回升0.3个百分点至10.9%。

图表4: 社融存量增速创近12个月新高

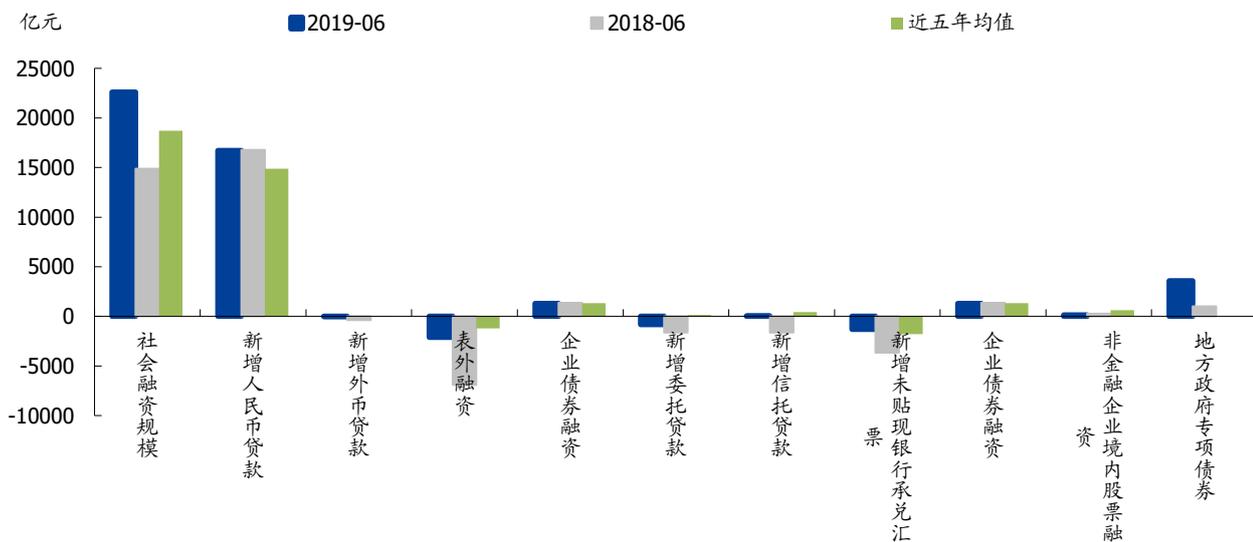


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 非标仍将继续承压，主因低基数效应边际放缓和近期房地产信托有所收紧。6月新增委托贷款-821亿元、信托贷款15亿元、未贴现银行承兑汇票-1311亿元，合计表外融资减少2125亿元，较去年同期少减4791亿元。表外融资超季节性表现成为支撑社融同比改善的原因之一。往后看，一方面非标收缩的负面拖累在去年7月份之后逐渐减弱，即非标降幅逐渐收窄；另一方面，近期房地产窗口指导再度升温，房地产项目余额管控下信托增量预计减少，基数效应减弱和信托增量缩窄都将拖累后续非标的季节性表现。

3) 专项债发行放量，预计后续发债速度将减缓，对社融支撑力度减弱。6月社融口径地方专项债新增3579亿元。截至6月30日，财政部口径的6月新增专项债5322亿元，新增一般债1560亿元；1-6月累计发行新增一般债7558亿元，新增专项债13922亿元，合计发行新增地方政府债21480亿元。与限额相比，新增一般债剩余发行额为1742亿元，新增专项债剩余发行额为7578亿元，合计9320亿元。考虑到4月30日发布的《财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见》要求“2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在9月底前完成全年新增债券发行”，假设实际完成计划的90%，那么我们预计7-9月新增地方债月均发行规模约为2800亿元，其中专项债月均发行2300亿元。由此可见，下半年专项债对社融的支撑力度将边际减弱。

图表5: 6月社融好于季节性主因表内信贷和专项债放量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### M1-M2 剪刀差连续两个月收窄，积极财政将继续发力

6月M2同比8.5%，连续2个月持平前值8.5%且高于去年同期的8.0%；M1同比4.4%，高于前值1个百分点。M1-M2剪刀差自2018年2月以来连续17个月为负，负缺口连续两个月收窄。

存款结构方面，企业现金流压力向居民端转移，受包商事件影响非银机构存款下滑。6月新增居民存款11331亿元，同比仅多增397亿元；新增企业存款15629亿元，同比大幅多增6154亿元，企业现金流连续两个月改善；居民和企业存款增速差距反映了贸易摩擦扰动下居民就业和薪资增长存在压力，而另一面企业在减税政策发力下现金流逐渐改善。如前所述，新增非银机构存款下降可能与风险偏好降低下理财、货基等赎回有关。6月财政存款减少5020亿元，环比少增9869亿元，反映财政支出力度较5月大幅

上升，与地方政府加大力度发行地方政府债券有关。维持此前判断，预计随着积极财政政策的进一步落地，财政存款有望整体低于去年水平，同时为 M2 的增长释放活力。

图表 6: 1996 年以来，M1-M2 “剪刀差”为负的情形统计，当前已 17 个月连负

| 时间段                                | 持续月份      | M1-M2 剪刀差均值 |
|------------------------------------|-----------|-------------|
| 1996 年 1 月-1997 年 5 月              | 17 个月     | -9.0%       |
| 1997 年 10 月-1999 年 9 月             | 24 个月     | -3.0%       |
| 2001 年 7 月-2002 年 9 月（期间有 3 个月为正）  | 15 个月     | -1.3%       |
| 2003 年 4 月-2004 年 1 月              | 10 个月     | -1.5%       |
| 2004 年 7 月-2006 年 10 月（期间有 1 个月为正） | 28 个月     | -3.5%       |
| 2008 年 5 月-2009 年 8 月              | 16 个月     | -5.7%       |
| 2011 年 1 月-2015 年 9 月              | 57 个月     | -6.0%       |
| 2018 年 2 月-至今                      | 17 个月或更长? | -4.1%       |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5 种情形测算：中小银行对货币乘数的拖累效应有限

此前报告（《关注两座“大山”，降准降息升温 20190613》）我们曾指出，5 月金融数据略显平淡，主因包商银行事件和贸易摩擦的影响还未充分显现，并指出打破刚兑事件可能对 6 月及之后流动性造成一定冲击，即同业存单发行尚在回暖过程中，市场风险偏好仍未显著回升，从而导致中小银行被动缩表，拖累信贷和社融。下面我们将对包商事件的负面传导进行详细的模型测算，来探究其对货币乘数和信用创造的具体影响。

### 货币乘数公式解析

公认的货币乘数计算公式分为以下两种：

**方法 1:**  $k = (Rc + 1) / (Rd + Re + Rc)$ 。其中 k 表示货币乘数，Rd、Re、Rc 分别代表法定准备金率、超额准备金率和通货比率，2015 年至今准备金率和通货比率均为波动下降走势，因此货币乘数整体走高。

**方法 2:**  $k = M2 / \text{基础货币}$ 。

参考央行定义和许尧（2018）<sup>1</sup>的总结，基础货币和 M2 各部分如下：

基础货币：M0+准备金

M0：流通中现金；

M1：M0+企业存款(企业存款扣除单位定期存款和自筹基建存款)+机关团体部队存款+农村存款+信用卡类存款(个人持有)；

M2：M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款(单位定期存款和自筹基建存款)+外币存款+信托类存款。

<sup>1</sup> 许尧，《从 M2 统计口径的历次调整看央行货币统计的新变化》，2018 年 3 月。

此后，央行分别在2001年、2002年、2011年、2018年对货币供应量的统计范围进行修订。在四次修订中，央行均扩大了原有的货币统计范围。

- 1) 从2001年6月开始，M2包含“股民保证金”存款。
- 2) 2002年年初，将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务，分别计入到不同层次的货币供应量中。
- 3) 自2011年10月起，货币供应量已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。
- 4) 2018年1月，人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款(含存单)。由于同业存单被大量货币市场基金持有，因此这里言外之意是2018年开始将同业存单纳入M2统计。

这里需要区分同业存单和同业存款的区别。总结学术和业界观点，我们倾向于认为同业存款为银行的“同业负债”，计入M2；同业存单为银行的“应付债券”，2018年之后计入M2。为了简化统计，这里我们将银行负债端同业存放、拆入资金、卖出回购、同业存单(统计在应付债券中)合计为同业负债；总负债中仅考虑吸收存款(非同业负债)和同业负债这两大类。

综上，以下测算中我们将M2的构成公式简化为：

$M2 = \text{企业存款} + \text{居民存款} + \text{机关团体存款} + \text{同业存款} + \text{其他存款}$  (包括同业存单等)。

## 货币乘数测算逻辑

我们的研究目标为探究中小银行同业负债萎缩对信用创造(用货币乘数来代表)的影响，对比方法1和方法2的两项公式，这里选取方法2直观测度影响的大小。

传导路径为：

1) 常规路径：

中小银行同业萎缩-中小银行总负债萎缩-市场风险偏好下降，其他银行同业萎缩-银行资产端(贷款等)伴随负债端同步萎缩，引起信贷收紧，导致企业和居民存款下降-M2下降-货币乘数下降

2) 对冲路径：

A. 中小银行同业萎缩-中小银行总负债萎缩-市场风险偏好下降，其他银行同业萎缩-银行资产端(贷款等)伴随负债端同步萎缩，引起信贷收紧，导致企业和居民存款下降-M2下降

B. 央行采取OMO+TMLF+降准等方式释放流动性-导致基础货币和M2同步上升  
因此，货币乘数在“常规路径”的基础上回升。

但是，仍要注意以下问题：

本测算由于是基于多种假设和简化进行的推倒，因此可能存在以下误差：

- 1) 简化M2公式形成的误差；
- 2) 假设的M2和基础货币理论增速与实际增速存在的误差；
- 3) 假设的同业负债和总负债萎缩幅度和速度等存在的误差；
- 4) 假设的居民和企业存款萎缩幅度与实际情况存在的误差；
- 5) 假设对冲措施释放资金总量存在的误差。

## 核心假设和测算结果

核心假设与前提：在此我们分五种情形进行测算，分别为“常规路径组(无货币政策对冲，情形1、2、4)”和对冲路径组(有货币政策对冲情形3、5)，“测算过程由“单一考虑负债端影响”到“综合考虑资本端与负债端可能形成的负反馈效应”。

我们的测算分为四个步骤，即：

**步骤 1)** 设置理论值，假设 M2、企业存款、居民存款、机关团体存款、非银存款、M0 理论增速与 2018 年持平，根据理论增速得到 2019 年各项理论值。考虑截至 2019 年 6 月的货币政策之后，根据理论值测算，2019 年理论货币乘数为 5.99 倍。

图表 7: 2019 年各项存款理论值预测

|             | 假设 2019 年理论增幅 | 2018 年余额 (亿元) | 2019 年理论余额 (亿元) |
|-------------|---------------|---------------|-----------------|
| <b>M2</b>   | 8.10%         | 1826744       | 2047026         |
| 居民存款        | 11.20%        | 716038        | 796234          |
| 企业存款        | 3.80%         | 562976        | 584369          |
| 机关团体存款      | 8.10%         | 285046        | 308135          |
| 同业和其他       | 13.70%        | 262683        | 298671          |
| <b>基础货币</b> | 2.80%         | 330957        | 342021          |
| 流通中的现金      | 3.60%         | 73208         | 75844           |
| 准备金         | 2.60%         | 257748        | 266178          |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算所得

**步骤 2)** 手动调整理论值，得到不同类型银行资产和负债变化的预测值。以最简单的“情形 1”为例，根据 2019 年 5 月 24 之后两周（发行难度最大的两周）发行成功率较 2018 年全年的下行幅度拟定同业负债萎缩幅度，假设城商行同业负债萎缩 13.2%，农商行同业负债萎缩 12.1%，从而手动调整同业存款和其他项的预测值。同时考虑 2019 年 1 月全面降准、TMLF、普惠金融动态调整，5 月 6 日定向降准释放资金约 10800 亿元，并假设这 10800 亿元按照市场平均存准率（16%）进入到基础货币，并以 2018 年末的货币乘数（5.52）补充到 M2 中。综上，得到 M2 预测值和基础货币预测值。

在“情形 2-4”中，不同银行负债端和资产端的萎缩程度逐渐加深，例如“情形 2”假定城商行和农商行在同业负债萎缩的基础上，吸收存款也在同步萎缩（幅度与同业负债相同）；中小银行负债端萎缩将使得资产端同步萎缩，即紧缩信贷，从而影响到企业部门和居民部门的贷款和存款，假设企业和居民部门存款萎缩程度为城商行和农商行的 1/3，即 5%，从而手动调整企业存款和居民存款的预测值。“情形 3”情况与“情形 2”一样。

对于“情形 4”，城商行和农商行总负债萎缩幅度不变，同时假定股份制银行同业负债萎

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\\_11440](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11440)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>