

# 总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松

## ——2019年6月份金融数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

### 相关研究报告

- 1 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
- 2 《债券：非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
- 3 《债券：定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

### □ 投资要点：

◆ **事件：**7月12日，央行公布6月份金融数据：新增社融规模2.26万亿元，预期1.95万亿元，前值为1.4万亿元。社融存量同比增长10.9%，较5月份回升0.31个百分点。新增人民币贷款1.66万亿元，前值1.18万亿元，市场预期1.68万亿元。M2同比8.5%，增速与上月持平，市场预期8.6%；M1同比4.4%，增速较上月末高1个百分点。

◆ **社融好于预期，主要靠专项债的发力和非标的低基数效应。**6月社会融资规模22600亿元，同比多增7723亿元，同比多增的拉动主要靠非标三项去年的低基数和6月份地方政府专项债的发力。非标三项合计同比多增4791亿元。6月份地方政府专项债新增3579亿元，是今年以来的单月的最高水平，同比多增2560亿元。社融存量同比增长10.9%，较5月份回升0.31个百分点，是2018年7月份以来的最高水平。

◆ **信贷总量好于预期，但结构依然偏弱。**6月新增人民币贷款16600亿元，同比少增1786亿，仍好于市场预期。但是结构在恶化，新增同比数据的拉动主要靠居民部门和企业短期贷款的拉动。新增企业贷款中，中长期贷款3753亿元，同比少增248亿元，占比41.1%，相对于上个月回落10.7%，比2018年12月还低2%。反应出企业部门信心较弱，进行资本性投资的意愿较低。居民部门来看，新增中长期贷款4858亿元，同比多增224亿元，地产销售额的绝对数不低，支撑居民中长期贷款持续处于较高的位置。

◆ **非银金融机构存款大幅减少，一定程度是受“包商事件”的影响。**非银存款的大幅减少一定程度上反映了包商银行事件的影响。一方面，银行减少了对非银的资金融出，会导致非银存款的下降；另一方面，流动性压力下，一些中小行开始赎回货币等基金产品，导致货币基金存放在银行的非银存款下降。

◆ **总体上看，6月份的金融数据仍不弱，尤其在6月份银行市场出现流动性结构性紧缩及房地产融资监管加强的背景下，主要靠地方政府专项债的拉动、非标三项去年的低基数、居民中长期贷款的平稳支撑。实体企业的融资需求疲软，企业中长期贷款持续走弱，内生增长动能偏弱。**

◆ **往后看，三季度面临地方债发行去年的高基数、地产融资监管升级、“包商事件”后续的局部信用紧缩的影响，这三个因素是抑制后续社融的增长的因素。同时，可能的对冲力量，一是基建托底的力度会加大，基建来替代部分地产作为信用派生的载体；二是货币政策结构性的宽松，来对冲局部出现的信用收缩。**

◆ **后续货币政策的重心在于降低实际利率，在目前市场整体利率水平已经出现明显下行的背景下，促进利率并轨（“两轨并一轨”），疏通市场利率向信贷利率的传导显得尤为关键。因此，短期来看，防范和化解金融风险工作的推进以及房地产融资的监管收紧的背景下，货币政策大概率是结构性的宽松，以保持整个流动性的合理充裕。中长期来看，货币政策传导机制的疏通，也会后续的政策宽松打开了空间。**

◆ **风险提示：**信用收缩超预期、房地产下行速度超预期

事件：

7月12日，央行公布6月份金融数据：

新增社融规模 2.26 万亿元，预期 1.95 万亿元，前值为 1.4 万亿元。社融存量同比增长 10.9%，较 5 月份回升 0.31 个百分点。

新增人民币贷款 1.66 万亿元，前值 1.18 万亿元，市场预期 1.68 万亿元。

M2 同比 8.5%，增速与上月末持平，市场预期 8.6%；M1 同比 4.4%，增速较上月末高 1 个百分点。

对此，我们的点评如下：

## 1. 社融好于预期，主要靠专项债的发力和非标的低基数效应

6月社会融资规模 22600 亿元，好于市场预期。一般季末月是年内社融的高点，6月份新增社融规模比过去 5 年的均值高 4500 亿元，同时也是过去 5 年的高点，甚至高于经济表现较好的 2017 年和货币政策保持宽松周期的 2015 年。同比多增 7723 亿元，同比多增的拉动主要靠非标三项去年的低基数和 6 月份地方政府专项债的发力。

分项来看，社融口径的新增人民币贷款 16718 亿元，同比少增 69 亿元；

非标融资中，委托贷款和未贴现银行承兑汇票继续保持负增长，但信托贷款增长转正。但是由于去年的低基数效应——去 6 月非标三项合计收缩 6915 亿元，非标三项的新增同比数据均比较“亮眼”，是支撑 6 月份社融数据同比多增的主要力量。具体来看，新增委托贷款-827 亿元，同比少减 815 亿元；新增信托贷款 14.72 亿元，同比多增 1639 亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1311 亿元，同比少减 2338 亿元，非标三项合计同比多增 4791 亿元。但是，值得注意的是，从新增规模的绝对数来看，非标三项的数据自 4 月份以来持续恶化。

6 月份企业债券融资新增 1291 亿元，同比少增 59 亿元，较 5 月份有所回升，但相对于 3、4 月份仍相对较弱。“包商事件”之后，市场出现结构性流动性紧缩，市场风险偏好回落，降低了一些资质相对偏弱的信用债的需求。

地方政府专项债是拉动 6 月份社融的主要力量，6 月份地方政府专项债新增 3579 亿元，是今年以来的单月的最高水平，同比多增 2560 亿元。

社融存量同比增长 10.9%，较 5 月份回升 0.31 个百分点，是 2018 年 7 月份以来的最高水平。同时，存量增速自 2018 年 12 月见底之后，呈持续回升的态势。

图 1：6 月份社融数据是过去 5 年的高点



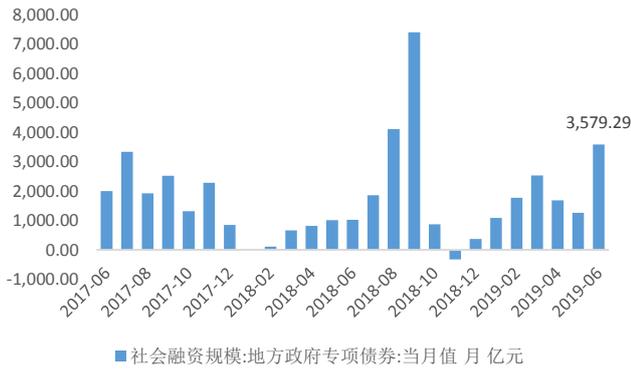
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：非标三项的数据自 4 月份以来持续恶化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：地方专项债的发行创年内新高



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：社融存量同比增速持续回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2. 信贷总量好于预期，但结构依然偏弱

6月新增人民币贷款16600亿元，同比少增1786亿，但仍好于市场预期。主要原因是4月底的包商事件发生后，市场对于出现局部信用紧缩有所担忧。此外，对于地产融资监管的不断强化也让市场普遍认为6月份信贷数据将会偏弱。尽管总量超预期，但是结构在恶化，新增同比数据的拉动主要靠居民部门和企业短期贷款的拉动，企业中长期贷款持续走弱，显示实体经济的内生增长动能偏弱。

非金融性企业部门来看，主要靠短期贷款和票据融资拉动。新增人民币贷款9122亿元，同比少增418亿元。其中，短期贷款4408亿元，同比多增1816亿元；新增企业部门中长期贷款3753亿元，同比少增248亿元；新增票据融资961亿元，同比少增1986亿元。新增企业贷款中，中长期贷款占比41.1%，相对于上个月回落10.7%，比2018年12月还低2%。反映出企业部门信心较弱，进行资本性投资的意愿较低，实体经济的内生动力较弱。

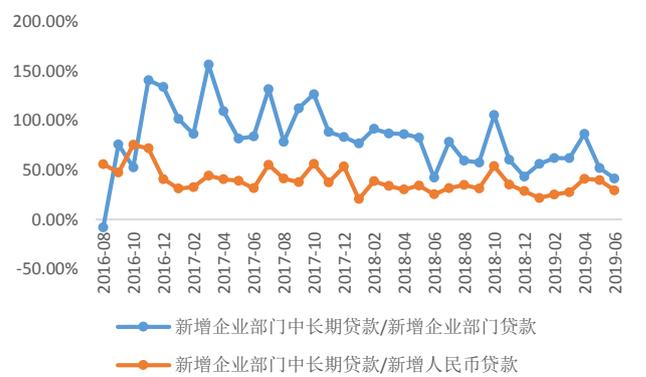
居民部门来看，新增居民部门贷款7617亿元，同比多增544亿元。其中，新增短期贷款2667亿元，同比多增297亿元；新增中长期贷款4858亿元，同比多增224亿元，尽管今年以来地产销售面积持续为负，但地产销售额仍保持为正，叠加去年的高基数，地产销售额的绝对数仍不低，支撑居民中长期贷款持续处于相对较高的位置。

图 5：2. 信贷总量好于预期



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：企业中长期贷款的占比继续呈回落态势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

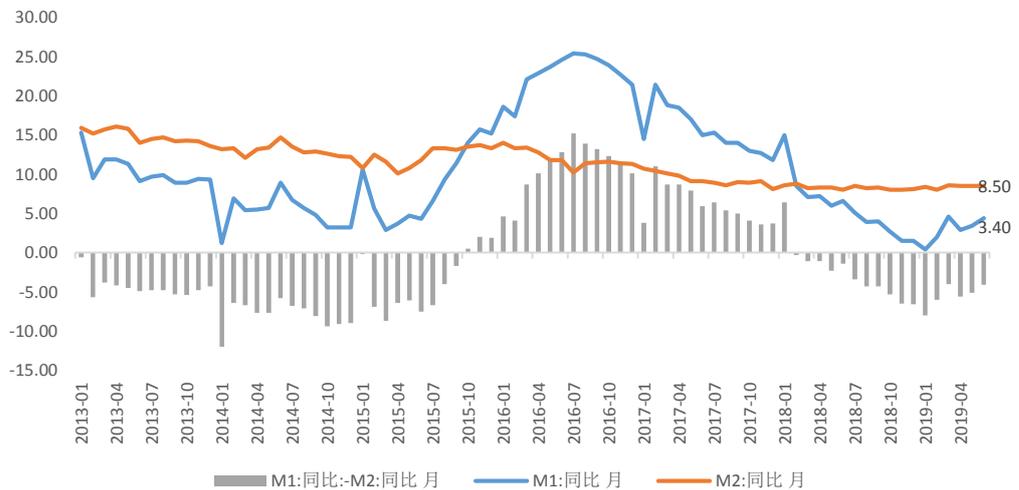
### 3. 非银金融机构存款大幅减少，一定程度是受“包商事件”的影响

M2 同比 8.5%，增速与上月末持平，市场预期 8.6%；M1 同比 4.4%，较上月回升 1 个百分点。M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”回升到-4.1%，显示企业的流动性短期有所回升。

新增人民币存款 22700 亿元，同比多增 1700 亿元。其中，新增居民户存款 11331 亿元，同比多增 397 亿元；新增非金融性企业的存款 15629 亿元，同比多增 6154 亿元；财政存款减少 5020 亿元，同比少减 1868 亿元。

非银金融机构存款减少 4823 亿元，同比多减 6261 亿元。非银存款的大幅减少一定程度上反映了包商银行事件的影响。一方面，银行减少了对非银的资金融出，会导致非银存款的下降；另一方面，流动性压力下，一些中小行开始缩表，一是卖出流动性较好的利率债，从 6 月份的债券托管数据来看，城商行减持利率债规模接近 2000 亿，二是赎回货币等基金产品，后者会导致货基存放在银行的非银存款下降。

图 7：M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 4. 总结：总量回升结构偏弱，货币政策短期仍会保持结构性宽松

总体上看，6 月份的金融数据仍不弱，尤其在 6 月份银行市场出现流动性结构性紧缩及房地产融资监管加强的背景下，主要靠地方政府专项债的拉动、非标三项去年的低基数、居民中长期贷款的平稳支撑。实体企业的融资需求疲软，企业中长期贷款持续走弱，内生增长动能偏弱。

往后看，由于今年地方专项债发行前置，而去年的地方专项债的发行相对集中于三季度，从同比角度来看，三季度地方专项债发行增速将会放缓。非标融资低基数效应在下半年仍会存在，但以 23 号文发布为标志，金融风险的放范和化解工作会持续推进，叠加不断升级的对房地产融资的监管，非标融资很难大幅回升。部分中小行的缩表可能将会开始，“包商事件”后，同业刚兑打破，市场将会重新定价，过去中小金融机构开展同业业务中一些比较激进的、忽视交易对手和金融产品风险识别和风险溢价的一些做法就难以持续，部分中小银行、非银金融机构以及低等级信用债发行主体将面临持续紧缩的融资环境。这三个因素是三季度压制金融数据读数的主要因素。

可能的对冲力量,一是基建托底的力度会加大,基建来替代部分地产作为信用派生的载体;二是货币政策结构性的宽松,来对冲局部出现的信用收缩。

根据7月12日上午,央行召开的2019年上半年金融统计数据新闻发布会信息显示,后续货币政策的重心在于降低实际利率,在目前市场整体利率水平已经出现明显下行的背景下,促进利率并轨(“两轨并一轨”),疏通市场利率向信贷利率的传导显得尤为关键。因此,短期来看,防范和化解金融风险工作的推进以及房地产融资的监管收严的背景下,货币政策大概率是结构性的宽松,以保持整个流动性的合理宽裕。中长期来看,货币政策传导机制的疏通,也会后续的政策宽松打开了空间。

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\\_11442](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11442)

