

## 宏观研究/动态点评

2019年07月14日

**李超** 执业证书编号: S0570516060002  
 研究员 010-56793933  
 lichao@htsc.com

**孙欧**  
 联系人 sunou@htsc.com

### 相关研究

- 1《宏观:全球市场应该进入防御模式还是进攻模式?》2019.07
- 2《宏观:物价上涨压力仍可控制》2019.07
- 3《宏观:央行连续7个月增持黄金意欲何为?》2019.07

# 关注下半年信用收缩风险

## 2019年6月货币金融数据点评

### 核心观点

6月人民币贷款增加1.66万亿,同比少增1800亿,余额同比增速12.5%,我们认为6月信贷同比少增较多主因是对非银机构信贷及票据融资的下行,均受5月底包商事件影响。6月份社会融资规模增量为2.26万亿元,存量同比增速10.9%,社融多增主因去年非标基数较低及专项债发行放量。我们提示下半年重点关注表内信贷与债券融资叠加的信用收缩风险,目前央行货币政策稳健灵活适度,下半年将加速推进利率市场化两轨合一轨,7月底联储降息时点可能存在降息窗口,降准可跟踪国常会部署。

### 6月信贷投放同比下行较多,主要受非银贷款及票据拖累

6月人民币贷款增加1.66万亿,同比少增1800亿,余额同比增速12.5%,较上月末大幅走低0.9个百分点。其中,住户部门贷款增7617亿,其中,短期贷款增加2667亿,中长期贷款增4858亿;非金融企业及机关团体贷款增9105亿,其中,短期贷款增4408亿,中长期贷款增3753亿,票据融资增961亿;非银行业金融机构贷款减少161亿。我们认为6月信贷同比少增较多主因是对非银机构信贷及票据融资的下行:对非银金融机构贷款同比少增1809亿,票据融资同比少增1985亿,均受5月底包商事件影响,银行对非银资金出让明显趋紧,流动性不足票据融资同样受到负面冲击。

### 专项债发行放量,社融同比多增

6月份社会融资规模增量为2.26万亿元,存量同比增速10.9%,较5月上行0.3个百分点。社融新增同比多增7722亿元,其中,对实体经济发放的人民币贷款增加1.67万亿元,同比少增69亿元;对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少3.98亿元,同比少减359亿元;委托贷款减少827亿元,同比少减814亿元;信托贷款增加14亿元,同比多增1638亿元;未贴现的银行承兑汇票减少1311亿元,同比少减2338亿元;企业债券净融资1290亿元,同比少增59亿元;地方政府专项债券净融资新增3579亿元,同比多增2560亿元;非金融企业境内股票融资增加153亿元,同比少增105亿元。

### 社融多增主因去年非标基数较低及专项债发行放量

6月专项债大幅放量,专项债新政提出加快专项债券发行使用进度,力争当年9月底前发行完毕,6月政策效果得以显现,我们认为三季度专项债加速发行有助于社融企稳。表外融资继续同比少减,体现去年低基数影响及政策边际缓和,近期信用债融资意愿降低也使得部分企业转向非标融资。我们提示下半年重点关注表内信贷与债券融资叠加的信用收缩风险,尤其是四季度专项债发行对社融的正面支撑减弱,中小银行风险事件带来其负债端融资压力必然向资产端传导,近期信用利差明显上行,未来可能构成二级市场、一级市场联动,冲击债券发行。

### M2增速持平上月,央行降准主要跟踪国常会部署

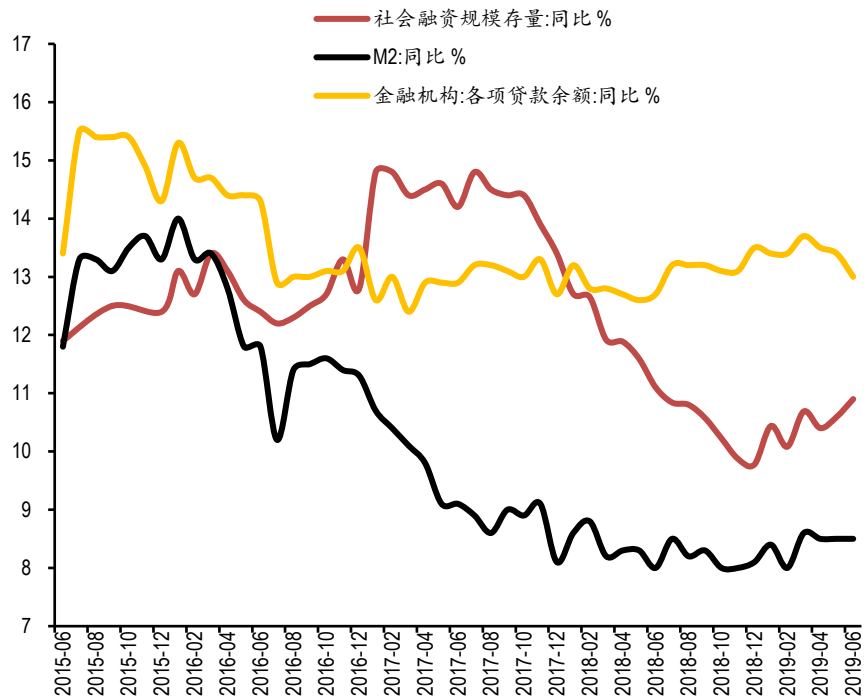
6月末,广义货币M2余额同比增长8.5%,与上月末持平;狭义货币M1余额同比增长4.4%,前值3.4%。克强总理达沃斯论坛释放降息、降准相关信号,我们认为降准判断可前瞻性跟踪国常会部署。政策加强对地产企业融资监管,在地产调控尚未放开之前,M2难有大幅回升。

### 货币政策稳健灵活适度,但需密切关注后续边际变化

目前央行货币政策首要目标缺失、维持稳健灵活适度,但政策预调微调空间大,下半年将加速推进利率市场化两轨合一轨,7月底联储降息时点若我国通胀压力可控,而经济下行压力加大,我国可能跟随降息,为企业降低融资成本。对于未来可能存在的信用收缩风险,我们认为在流动性和信用分层的情况下,央行将多措并举加以对冲,如继续加大力度支持中小银行发行同业存单,缓解其负债端压力,并通过引导利率下行改善债权融资,结构性货币政策继续支持民营小微企业。

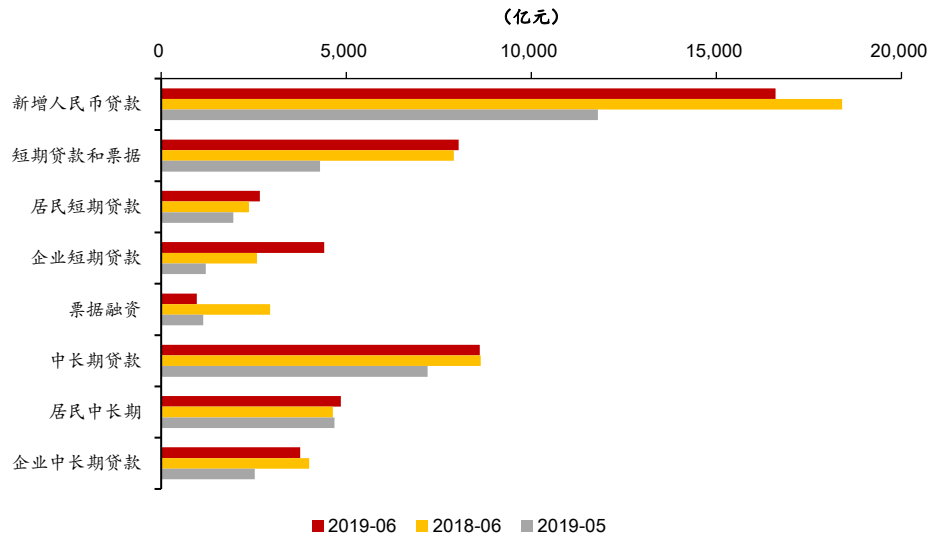
风险提示:贸易谈判进展不顺利,经济回落压力加大,货币政策受扰动。

**图表1：社融、信贷、M2 增速**



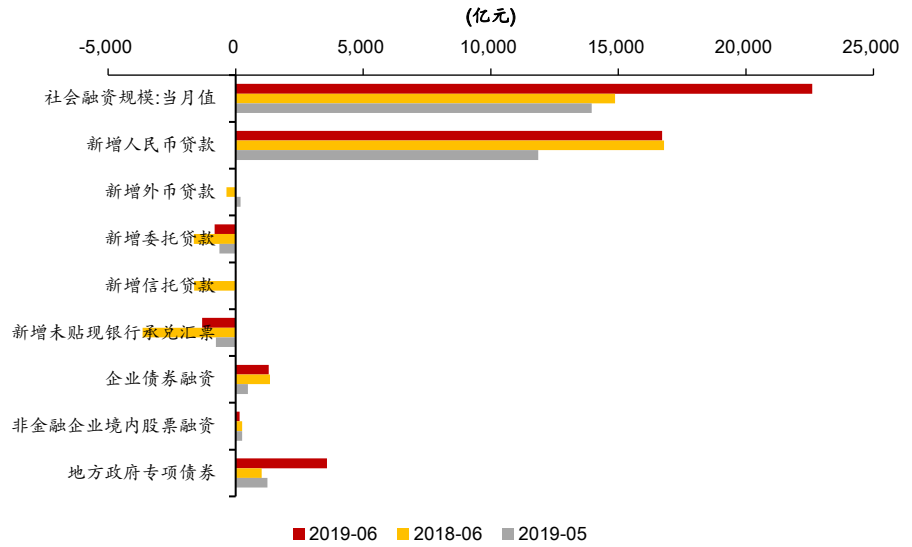
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：信贷结构同比、环比变动**



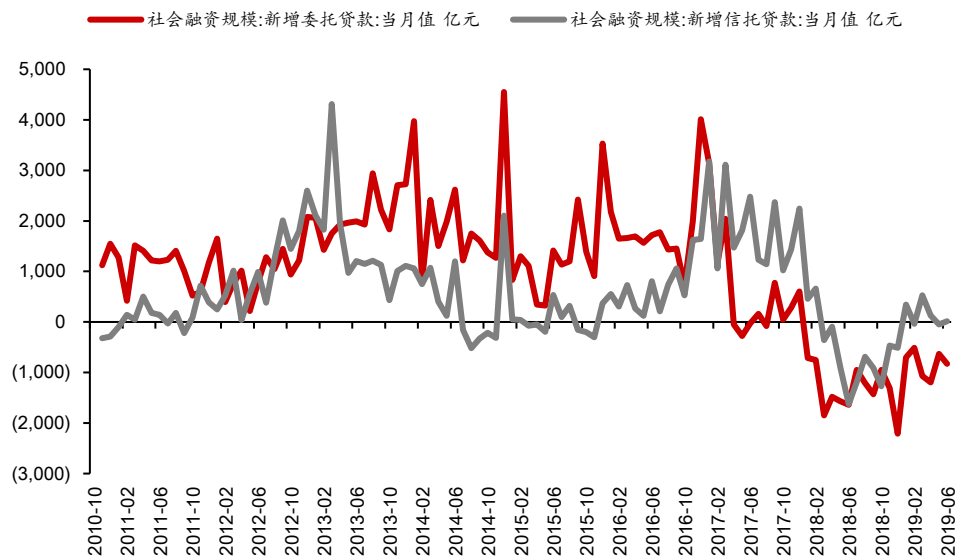
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：社融结构同比、环比变动**



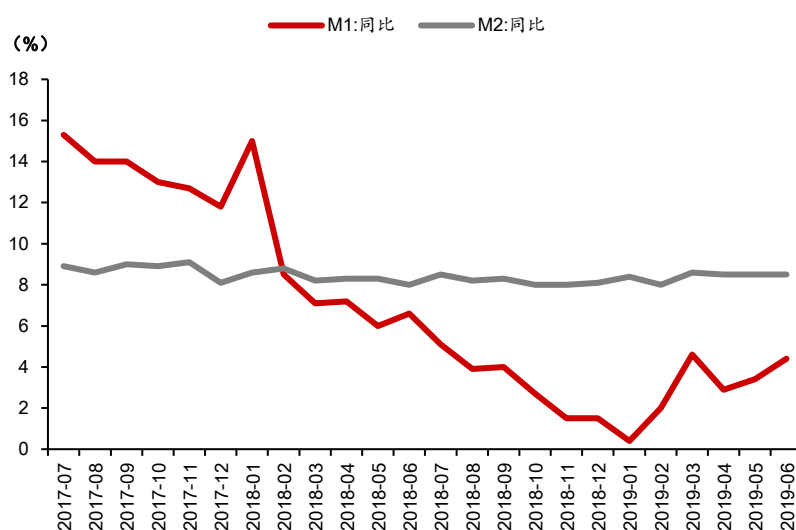
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：社融表外融资降幅趋缓**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: M2与M1增速仍存较大正缺口



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示: 贸易谈判进展不顺利, 经济回落压力加大, 货币政策受扰动。

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\\_11457](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11457)

