

内生融资需求仍较弱，贷款利率市场化改革可能提速

——6月金融数据点评

宏观数据点评

2019年7月15日

报告摘要：

中国内生融资需求仍然较弱，但直接降低基准利率的必要性并不强，我们预计贷款利率市场化改革可能提速。

● 数据表现：贷款同比少增，社融同比多增，M2增速持平

贷款同比少增，有效贷款需求仍然较弱。6月新增人民币贷款同比少增1800亿元，主要受企业中长期贷款和票据融资同比少增影响。央行银行家问卷调查显示，虽然银行贷款审批条件有所放松，但二季度有效贷款需求仍然较弱。**社融同比多增，主要与非标低基数和专项债放量有关。**6月新增社融同比多增7723亿元。主要原因：一是去年资管新规实施后造成非标融资基数非常低；二是地方政府专项债须在9月底前发行完毕而出现放量。与此同时，直接融资并不理想。

M2增速持平前值，货币乘数小幅回落。M2增速表现平稳，与银行债券投资增速较快、表外派生资金能力有所增强等因素有关。总体看，货币乘数较前值小幅回落，仍处于历史高位。

● 数据背后：当前中国经济面临三大隐忧

隐忧一：社融存量增速存在回落压力。6月社融存量增速10.9%，创过去一年来增速新高。但考虑到去年8-9月地方政府专项债发行放量造成基数较高，三季度社融存量增速存在回落压力。

隐忧二：内生融资需求仍然较弱。6月私人部门广义信贷增速为7.4%，低于名义GDP增速，显示经济内生融资需求仍然较弱。在房地产信托融资收紧的情况下，非标融资改善可持续性存疑，融资需求进一步承压。

隐忧三：经济仍然存在下行压力。我们预计下半年社零增速有望稳中回升，除此以外，房地产投资进入下行通道，制造业投资继续寻底，基建投资回升幅度有限。总体看，经济下行压力仍大，四个季度经济增长逐步回落为大概率事件。

● 政策应对研判：直接降低基准利率的必要性不强，贷款利率市场化改革可能提速

美联储若降息，中国央行可能跟随小幅下调公开市场操作利率，但由于中国的实际利率水平一直在降低，直接降低基准利率的必要性不强。我们预计贷款利率市场化改革可能提速，改革顺序是先贷款后存款，改革方向是加强LPR调节作用，助推进一步降低实际利率。

● 风险提示：

全球经济加速放缓，逆周期调节不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

事件：

7月12日，央行公布6月金融数据：

6月新增人民币贷款为1.66万亿元，预期1.675万亿元，前值1.18万亿元。

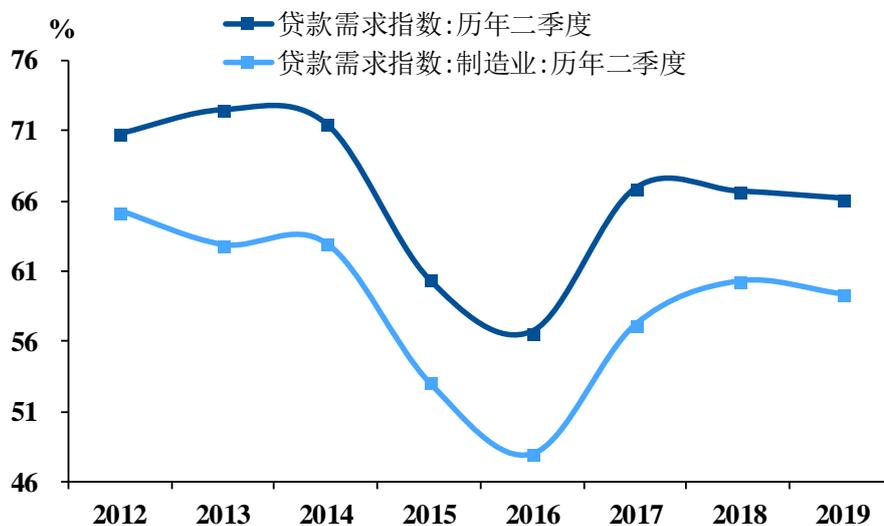
6月社会融资规模增量为2.26万亿元，前值为1.4万亿元。

6月M2同比增长8.5%，预期8.6%，前值8.5%。

一、数据表现：贷款同比少增，社融同比多增，M2增速持平

贷款同比少增，有效贷款需求仍然较弱。6月新增人民币贷款1.66万亿元，同比少增1800亿元。其中，企业中长期贷款同比少增248亿元，连续第3个月同比少增；票据融资同比少增1986亿元，连续第2个月同比少增。央行银行家问卷调查显示，今年二季度贷款需求指数较上年同期回落0.5个百分点（图1），其中制造业贷款需求指数回落0.9个百分点，大型企业和中型企业分别回落3.5个和3个百分点。总体看，虽然银行贷款审批条件有所放松，但有效贷款需求仍然较弱。

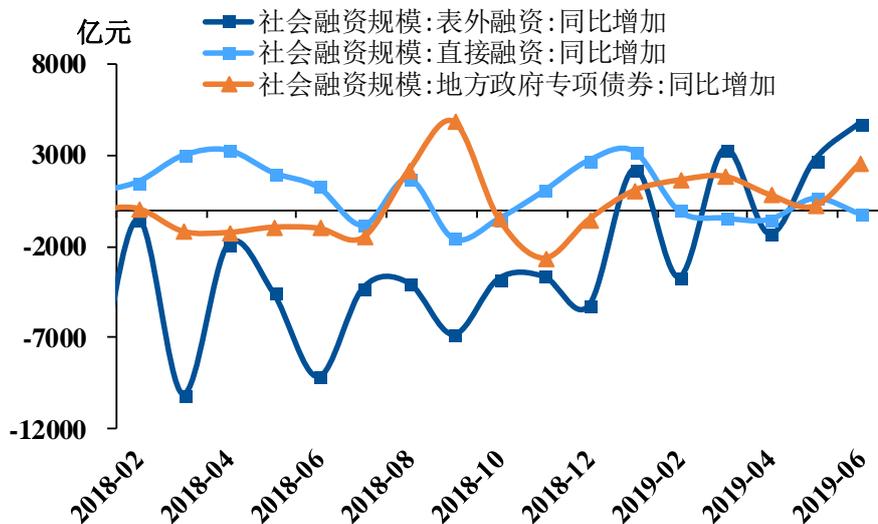
图1：2019年第二季度贷款需求指数较上年同期小幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

社融同比多增，主要与非标低基数和专项债放量有关。6月新增社融2.26万亿元，同比多增7723亿元。但我们注意到，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别同比多增815亿元、1638亿元、2338亿元，三者合计同比多增4791亿元，主要与去年资管新规实施后造成的低基数有关，三者绝对水平并不高；地方政府专项债同比多增2560亿元，主要与财政部要求9月底前发行完毕、积极财政发力提效有关（图2）。与此同时，企业债券融资同比少增59亿元，股票融资同比少增105亿元，直接融资并不理想。

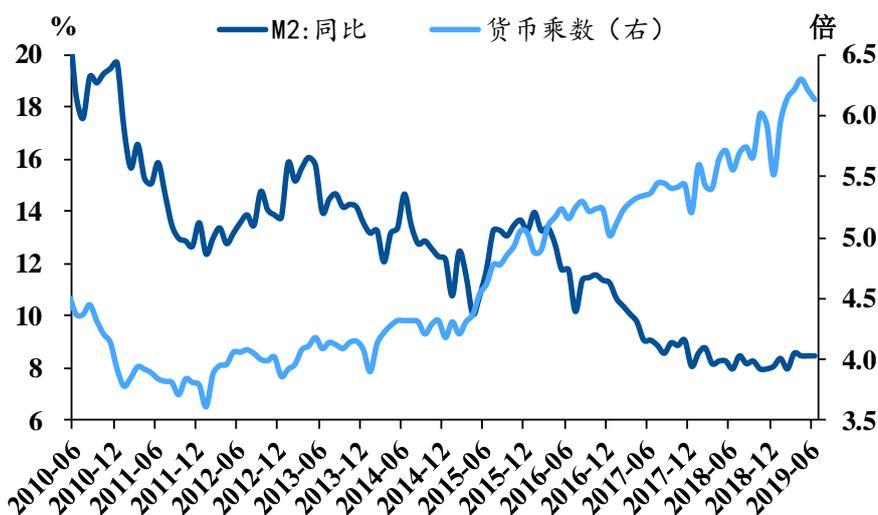
图 2：社融高增主要与非标低基数和专项债放量有关



资料来源：Wind，民生证券研究院

M2 增速持平前值, 货币乘数小幅回落。6 月 M2 同比增速 8.5%，略低于市场预期的 8.6%，连续 3 个月持平在该水平上。央行有关负责人表示，M2 增速表现平稳，是稳健的货币政策保持松紧适度后的表现。原因有三：一是银行贷款总体保持较快增长；二是银行债券投资增速较快；三是商业银行以股权投资方式对非银行金融机构融出资金规模的降幅有所收窄，也就是银行表外资金大幅下降的情况明显有所缓和，银行表外派生资金能力有所增强。6 月，央行通过公开市场操作补充基础货币 1045 亿元，6 月为财政支出大月，财政支出也会对基础货币形成补充，最后，货币乘数录得 6.14 倍，较前值小幅回落，但仍处于历史高位（图 3）。

图 3：货币乘数小幅回落，但仍处于历史高位

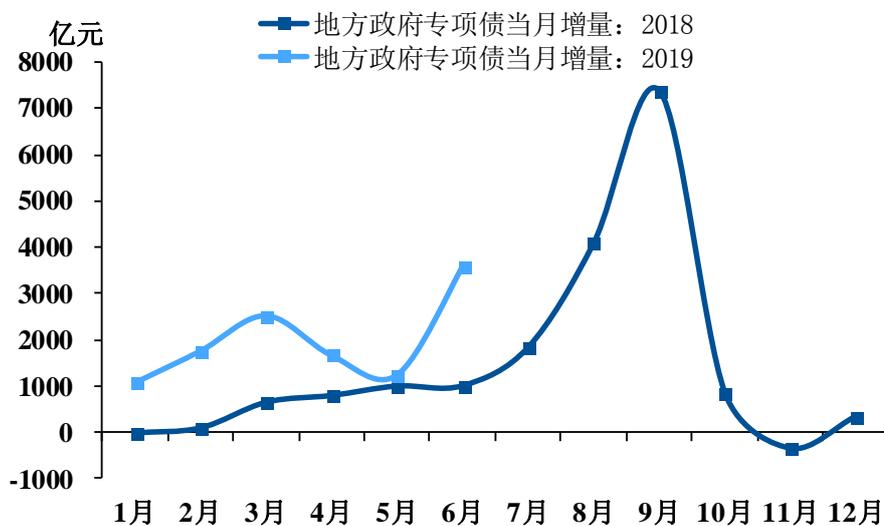


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、数据背后：当前中国经济面临三大隐忧

隐忧一：社融存量增速存在回落压力。6月社融存量增速10.9%，较上月回升0.3个百分点，连续第3个月回升，并创过去一年来增速新高。近几个月社融存量增速不断回升，其中地方政府专项债提前发行做出了重要贡献。按照财政部要求，今年总额度2.15万亿的地方政府专项债要在9月底前发行完毕，截至6月末已发行1.19万亿，未来三个月剩余额度为9600亿元，平均每月3200亿元。但考虑到去年8-9月地方政府专项债发行放量造成基数较高，8-9月发行量分别为4106亿元和7389亿元，三季度社融存量增速存在回落压力（图4）。

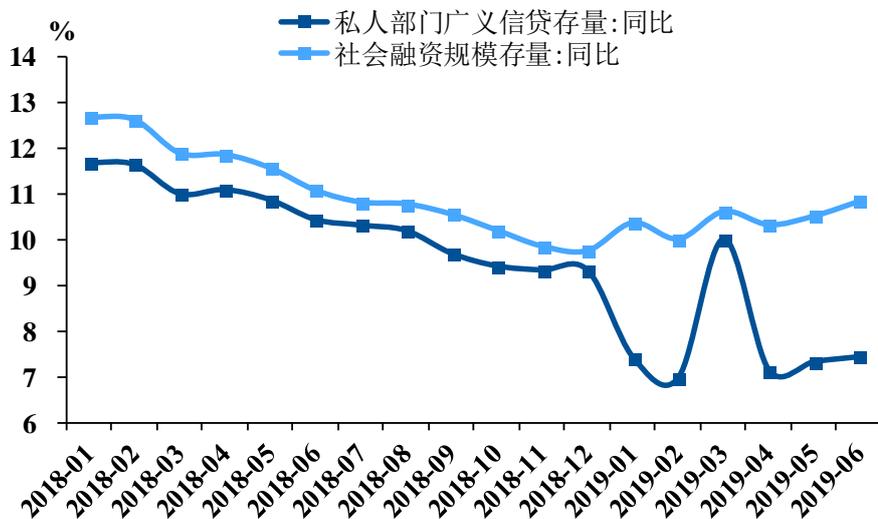
图4：8-9月地方政府专项债基数抬高施压社融存量增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

隐忧二：内生融资需求仍然较弱。在前期报告中，我们在社融中剔除股票融资和地方政府专项债，构建了“私人部门广义信贷”指标，作为衡量经济内生力量信用融资的指标。6月该指标录得7.4%，低于名义GDP增速（图5），显示经济内生融资需求仍然较弱。从结构来看，企业债券融资存量增速连续第4个月回升，主要是受益于低基数的影响；本外币贷款自一季度放出天量之后，存量增速已连续3个月下降；非标融资存量降幅持续收窄，但仍为负增长状态，在房地产信托融资收紧的情况下，非标融资改善可持续性存疑。

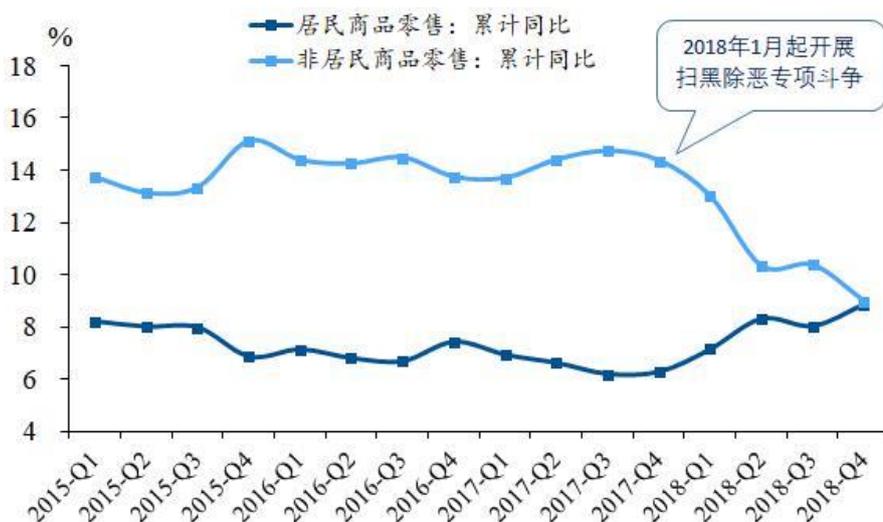
图 5：私人部门广义信贷增速回升力度仍然疲弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

隐忧三：经济仍然存在下行压力。展望下半年，在减税降费和鼓励消费政策支持下，我们预计下半年社零增速有望稳中回升，全年增速高于名义 GDP 增速，消费将成为中国经济增长的中流砥柱（图 6）。但除此以外，受销售负增长、土地成交缩量、融资条件收紧等因素影响，房地产投资进入下行通道；综合考虑基数效应、贸易前景不确定性仍大、企业去库存周期延续、民企和小微融资仍待进一步改善等因素，短期内制造业投资增速可能继续寻底；专项债作资本金政策见效存在时滞，年内基建投资回升幅度有限。总体看，经济下行压力仍大，四个季度经济增速逐步回落为大概率事件。

图 6：前期社零回落主要系受非居民部门影响，居民部门消费稳步回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、政策应对研判：直接降低基准利率的必要性不强，贷款利率市场化改革可能提速

直接降低基准利率的必要性不强。美联储即将进入降息周期，中国央行是否也会降息？此前我们多次指出，基于中美磋商不确定性、防范金融风险、预留政策空间等多重考虑，全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都是看不到的。7月12日，央行货政司司长孙国峰在新闻发布会上指出，中国的利率水平主要看整体市场利率水平和贷款实际利率，从去年开始我们的利率水平一直在降低；下一阶段人民银行将继续实施稳健的货币政策，坚持以我为主的原则。上述讲话显示，短期内中国降息的必要性并不强，不会受到美联储降息的绑架，与我们此前的判断一致。当然，美联储降息后，中国央行跟随小幅下调公开市场操作利率是有可能的，并不会改变我们货币政策的取向。

贷款利率市场化改革可能提速，助进一步降低实际利率。孙国峰还表示，目前改革的焦点是贷款利率双轨，下一步关键点是推进贷款利率进一步市场化，推动银行更多地运用LPR。我们理解，上述讲话主要释放两个信号，一是改革顺序是先贷款后存款，先解决贷款利率并轨问题，存款利率先不动；二是改革方向是加强LPR调节作用，逐步用LPR取代贷款基准利率。贷款利率和存款利率改革不同步，也就是说，改革后相当于一次不对称降息，实际利率下降幅度可能小于一次正常降息的效果。

风险提示：

全球经济加速放缓，逆周期调节不及预期。

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_11467

