

货币政策的优先选项仍在于打通传导机制

——2019年5月金融数据点评

宏观数据点评

2019年06月13日

报告摘要:

中国5月末社会融资规模存量为211.06万亿元,同比增长10.6%。前值10.4%。5月份人民币贷款增加1.18万亿元,前值1.02万亿。广义货币(M2)余额189.12万亿元,同比增长8.5%,前值8.5%;狭义货币(M1)余额54.44万亿元,同比增长3.4%,前值2.9%。

● 非金融企业中长期贷款回落,构成信贷拖累项

(1) 2018年贷款余额增速偏低主要是受金融去杠杆影响,2019年5月贷款偏弱。从结构上来看,非金融企业中长期贷款回落,构成信贷拖累项。企业投资意愿受预期回报率影响,中美贸易战使得企业家预期恶化,投资意愿下降。5月PMI生产经营活动预期由4月的56.5%进一步回落至54.5%,《生产、消费小幅反弹,投资继续回落-2019年5月宏观数据预测》中预计5月份固定资产投资累计同比增速回落至5.5%。

(2) 5月存款增量相对偏低主要受非银金融机构存款少增影响,或是5月24日包商银行接管事件导致银行间信用收缩,非银金融机构和中小银行同业负债减少

● M2增速持平, M1如期回升

M2因信贷偏弱,增速与上月持平;M1增速略低于预期的3.7%或是由于房地产销售不及预期。

● 表外融资改善,社融增速回升

表外融资改善带动社融增速回升。社融看似较去年同期改善,实则仍有隐忧。表外融资改善主要与去年同期基数低有关,企业债、地方政府专项债融资、非金融企业境内股票融资环比均有所回落。

● 货币政策的优先选项仍在于打通传导机制

(1) 包商银行接管事件后续影响仍需关注。打破刚兑的冲击使得市场风险偏好下行,同业存单发行受阻,或将导致中小银行被动缩表,进而影响到实体经济融资。6月份人民币信贷和社融或将下行。

(2) 预计下一阶段货币政策仍将维持微调,优先选项仍是通过结构性货币政策打通传导机制,重大变化需等待贸易战谈判结果。全面降准和降息短期内恐难见到,央行将通过结构性的定向降准、SLF、MLF维持合理的市场流动性。一个可能的选项是短期内央行替代大型银行向中小银行提供负债端资金,但是根据各中小银行的风险防范情况制定差异化的融资成本,防止信用风险加剧,并定期逐渐缩量,直至最后过渡到中小银行通过市场方式自主融资。

● 风险提示:政策推进不及预期,改革落地攻坚遭遇阻碍,中美贸易摩擦加剧。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127730

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

相关研究

目录

一、5月信贷相对偏弱	3
(一) 非金融企业中长期贷款回落, 构成信贷拖累项.....	3
(二) 非金融企业存款减少	4
二、M2 增速持平, M1 如期回升	4
三、表外融资改善, 社融增速回升.....	5
四、货币政策的优先选项仍在于打通传导机制.....	5
插图目录	7

中国 5 月末社会融资规模存量为 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，前值 10.4%。5 月份人民币贷款增加 1.18 万亿元，前值 1.02 万亿元。广义货币 (M2) 余额 189.12 万亿元，同比增长 8.5%，前值 8.5%；狭义货币 (M1) 余额 54.44 万亿元，同比增长 3.4%，前值 2.9%。

主要观点如下：

1、2018 年贷款余额增速偏低主要是受金融去杠杆影响，2019 年 5 月贷款偏弱。从结构上来看，非金融企业中长期贷款回落，构成信贷拖累项。企业投资意愿受预期回报率影响，中美贸易战使得企业家预期恶化，投资意愿下降。5 月 PMI 生产经营活动预期由 4 月的 56.5% 进一步回落至 54.5%，《生产、消费小幅反弹，投资继续回落-2019 年 5 月宏观数据预测》中预计 5 月份固定资产投资累计同比增速回落至 5.5%。

2、5 月存款增量相对偏低主要受非银金融机构存款少增影响，或是 5 月 24 日包商银行接管事件导致银行间信用收缩，非银金融机构和中小银行同业负债减少。

3、M2 因信贷偏弱，增速与上月持平；M1 增速略低于预期的 3.7% 或是由于房地产销售不及预期。

4、表外融资改善带动社融增速回升。社融看似较去年同期改善，实则仍有隐忧。表外融资改善主要与去年同期基数低有关，企业债、地方政府专项债融资、非金融企业境内股票融资环比均有所回落。

5、包商银行接管事件后续影响仍需关注。打破刚兑的冲击使得市场风险偏好下行，同业存单发行受阻，或将导致中小银行被动缩表，进而影响到实体经济融资。6 月份人民币信贷和社融或将下行。

6、预计下一阶段货币政策仍将维持微调，优先选项仍是通过结构性货币政策打通传导机制，重大变化需等待贸易战谈判结果。全面降准和降息短期内恐难见到，央行将通过结构性的定向降准、SLF、MLF 维持合理的市场流动性。一个可能的选项是短期内央行替代大型银行向中小银行提供负债端资金，但是根据各中小银行的风险防范情况制定差异化的融资成本，防止信用风险加剧，并定期逐渐缩量，直至最后过渡到中小银行通过市场方式自主融资。

一、5 月信贷相对偏弱

(一) 非金融企业中长期贷款回落，构成信贷拖累项

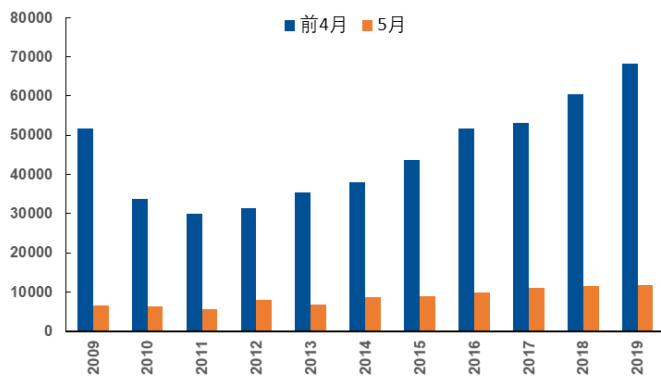
2019 年 5 月份人民币贷款增加 1.18 万亿元，同比多增 313 亿元，高于历年 5 月贷款值。5 月末人民币贷款余额 144.31 万亿元，同比增长 13.4%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.8 个百分点。

2018 年贷款余额增速偏低主要是受金融去杠杆影响，2019 年 5 月贷款偏弱。从结构上来看，非金融企业中长期贷款回落，构成信贷拖累项。企业投资意愿受预期回报率影响，中美贸易战使得企业家预期恶化，投资意愿下降。5 月 PMI 生产经营活动预期由 4 月的 56.5% 进一步回落至 54.5%，《生产、消费小幅反弹，投资继续回落-2019 年 5 月宏观数据预测》中预计 5 月份固定资产投资累计同比增速回落至 5.5%。

分部门看，住户部门贷款增加 6625 亿元，较上年同期多增 482 亿元，其中，短期贷款增加 1948 亿元，较上年同期少增 272 亿元；中长期贷款增加 4677 亿元，较上年同期多

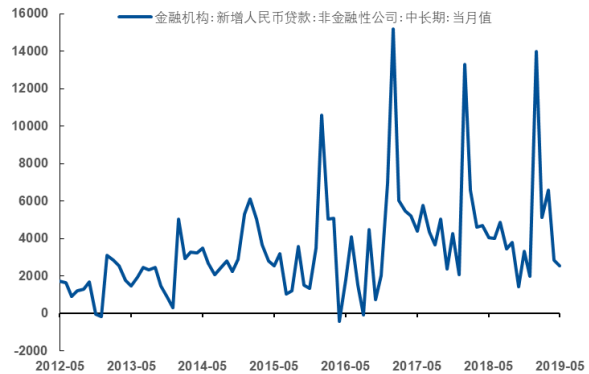
增 754 亿元。非金融企业及机关团体贷款增加 5224 亿元,较上年同期少增 31 亿元。其中,短期贷款增加 1209 亿元,较上年同期多增 1794 亿元;中长期贷款增加 2524 亿元,较上年同期少增 1507 亿元;票据融资增加 1132 亿元,较上年同期少增 315 亿元。非银行业金融机构贷款增加 58 亿元,较上年同期少增 84 亿元。

图 1: 5 月份新增信贷相对偏弱 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 非金融企业新增中长期贷款回落 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

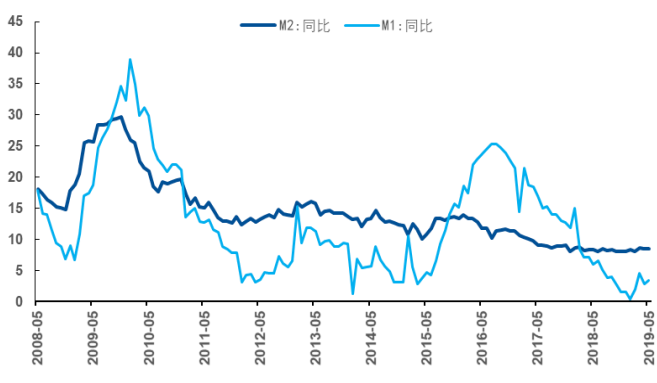
(二) 非金融企业存款减少

5 月份人民币存款增加 1.22 万亿元,同比少增 871 亿元。其中,住户存款增加 2417 亿元,非金融企业存款增加 1181 亿元,财政性存款增加 4849 亿元,非银行业金融机构存款增加 409 亿元。5 月末人民币存款余额 185.3 万亿元,同比增长 8.4%,增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 0.5 个百分点。5 月存款增量相对偏低主要受非银金融机构存款少增影响,或是 5 月 24 日包商银行接管事件导致银行间信用收缩,非银金融机构和中小银行同业负债减少。

二、M2 增速持平, M1 如期回升

5 月末,广义货币(M2)余额 189.12 万亿元,同比增长 8.5%,增速与上月末持平,比上年同期高 0.2 个百分点;狭义货币(M1)余额 54.44 万亿元,同比增长 3.4%,增速比上月末高 0.5 个百分点,比上年同期低 2.6 个百分点;流通中货币(M0)余额 7.28 万亿元,同比增长 4.3%。当月净回笼现金 1167 亿元。

图 3: M1、M2 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: M2 与国内生产总值名义增速相匹配 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

我们认为，M2 因信贷偏弱，增速与上月持平；M1 增速略低于预期的 3.7%或是由于房地产销售不及预期。

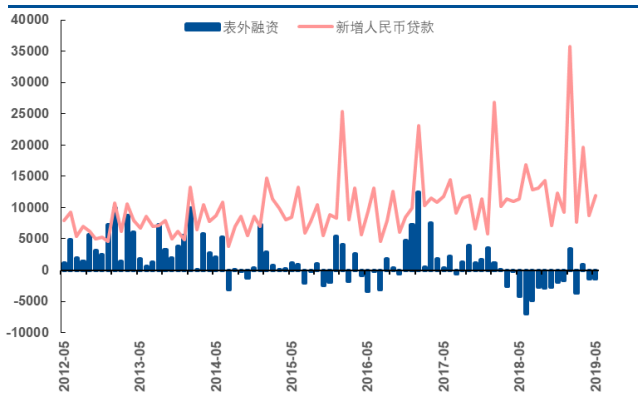
三、表外融资改善，社融增速回升

5 月末社会融资规模存量为 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，较上个月回升 0.2 个百分点。

表外融资改善带动社融增量回升。5 月份社会融资规模增量为 1.4 万亿元，比上年同期多 4466 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.19 万亿元，同比多增 459 亿元；表外融资减少 1453 亿元，同比少减 2762 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 191 亿元，同比多增 419 亿元；企业债券净融资 476 亿元，同比多 858 亿元；地方政府专项债券净融资 1251 亿元，同比多 239 亿元；非金融企业境内股票融资 259 亿元，同比少 179 亿元。

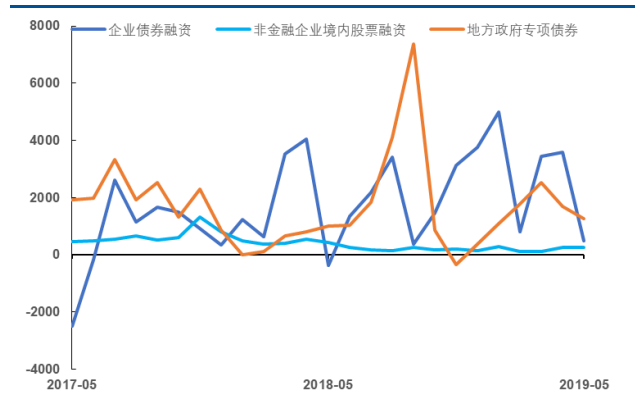
我们认为，社融看似较去年同期改善，实则仍有隐忧。表外融资改善主要与去年同期基数低有关，企业债、地方政府专项债融资、非金融企业境内股票融资环比均有所回落。

图 5：贷款、表外融资改善（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：直接融资环比减少（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、货币政策的优先选项仍在于打通传导机制

中国经济下行压力一方面来自劳动年龄人口下降；一方面来自作为房地产和汽车等购买主力的 25~44 岁人口人数下降，使得房地产和汽车需求进入下降周期；一方面来自高房价对消费和企业利润的挤压；一方面来自外需下降。

全面降准和降息恐将使得中国杠杆率进一步提升。过去中国高杠杆的形成是人口结构导致的高储蓄和高投资的经济发展阶段共同决定的。国企和地方政府承担了经济增长的责任，加上刚性兑付的存在，导致了他们杠杆率较高。随着中国人口结构变化，经济增速下行，部分企业投资回报率下降。一旦刚性兑付打破，企业自身就存在去杠杆的需求。降息虽可部分对冲企业盈利下降，却未必有利于结构调整。货币过于宽松恐将再度推高房价，增大杠杆率。短期内抑制消费，使得企业盈利能力加速下滑；中长期内将使得中国总和生育率进一步下降，加剧人口老龄化。

通过市场出清去杠杆可能加大经济下行压力，因而主动有序去杠杆成为了供给侧结构

性改革的重要内容。政府仍需保持定力，坚持供给侧结构性改革，维持稳健的货币政策，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。同时通过加大财政赤字，进一步减税降费，提高企业投资回报率，保持适度的传统基建增速托底经济。

包商银行接管事件后续影响仍需关注。打破刚兑的冲击使得市场风险偏好下行，同业存单发行受阻，或将导致中小银行被动缩表，进而影响到实体经济融资。6月份人民币信贷和社融或将下行。

我们预计下一阶段货币政策仍将维持微调，优先选项仍是通过结构性货币政策打通传导机制，重大变化需等待贸易战谈判结果。全面降准和降息短期内恐难见到，央行将通过结构性的定向降准、SLF、MLF 维持合理的市场流动性。一个可能的选项是短期内央行替代大型银行向中小银行提供负债端资金，但是根据各中小银行的风险防范情况制定差异化的融资成本，防止信用风险加剧，并定期逐渐缩量，直至最后过渡到中小银行通过市场方式自主融资。

风险提示

政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍，中美贸易摩擦加剧。

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_12045

