

宏观数据点评报告

地产融资热潮持续 主管部门解读稳预期

事件:7月12日,央行发布6月份货币金融数据。6月末,广义货币(M2)余额192.14万亿元,同比增长8.5%,增速与上月末持平,比上年同期高0.5个百分点;狭义货币(M1)余额56.77万亿元,同比增长4.4%,增速比上月末高1个百分点,比上年同期低2.2个百分点;6月社会融资规模增量2.26万亿元,社会融资规模存量为213.26万亿元,同比增长10.9%,其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为144.71万亿元,同比增长13.2%

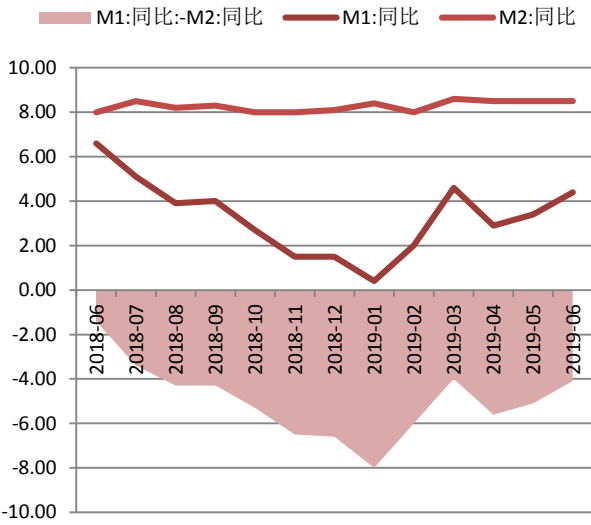
主要观点

- **地产热潮下新增信贷放量。**6月新增人民币贷款1.66万亿,较上月增加4800亿,较去年同期回落约1800亿。6月住户贷款增加7617亿,其中中长期贷款增加4858亿,短期贷款增加2667亿,中长期贷款的持续强劲与地产市场的热度相关,而短期贷款的持续增加大多是以消费贷的名义下进行。各家银行今年以来持续在消费贷领域发力,消费贷渗透率持续上升。考虑到零售不良风险上升及当前住户部门的杠杆率及资产价格水平,我们预期消费贷这个领域可能会是日后银行体系的一个不小的风险点。6月企业贷款增加9105亿,其中票据及短贷高达5369亿,企业中长期贷款新增仅3758亿。2019年上半年企业新增贷款6.26万亿,同比多增1.09万亿,但是多增的部分主要来自票据及短贷,企业中长期贷款新增仅3.48万亿,同比少增0.24万亿,这一点要结合当下畸形的经济结构、贸易前景及经济不确定状况来理解。随着当下房地产融资政策的收紧。下半年信贷投放的压力在增加。
- **专项债发行如期上行。**6月份专项债发行3579亿,较去年同期增长2560亿,是去年10月份以来的新高。正如我们在上个月的货币金融数据点评里面指出,“随着专项债全年额度下达及要求9月前发行完,同时考虑到当前稳增长的压力,预计接下来两三个月专项债发行将明显放量,月均3000-4000亿,这将促进社融增速进一步走高”,本月社融较上月增加8600多亿。另外,与去年同期的大幅收缩相比,本月的信托贷款大幅反弹。而从我们了解的信托机构贷款投向来看,大部分向地产部门倾斜。整体上来看,传统的增长模式和融资结构并没有发生什么大的变化。在这个大的背景下审视主管部门对于总量货币金融数据的乐观解读会更有意义一些。
- **主管部门解读经济数据稳定市场预期。**货币金融数据公布之后,人民银行举行2019年上半年金融统计数据新闻发布会,人民银行办公厅主任兼新

经济数据	单位	6月	5月
CPI	同比%	2.70	2.70
PPI	同比%	0.00	0.60
工业增加值	同比%	0.00	5.00
投资	同比%	0.00	5.60
消费	同比%	0.00	8.60
出口	同比%	-1.30	1.10
进口	同比%	-7.30	-8.50
贸易顺差	亿美元	509.80	417.30
M2	同比%	8.50	8.50
M1	同比%	4.40	3.40
新增贷款	亿元	16,600	11,800
外汇占款	亿元	0.0	-10.9

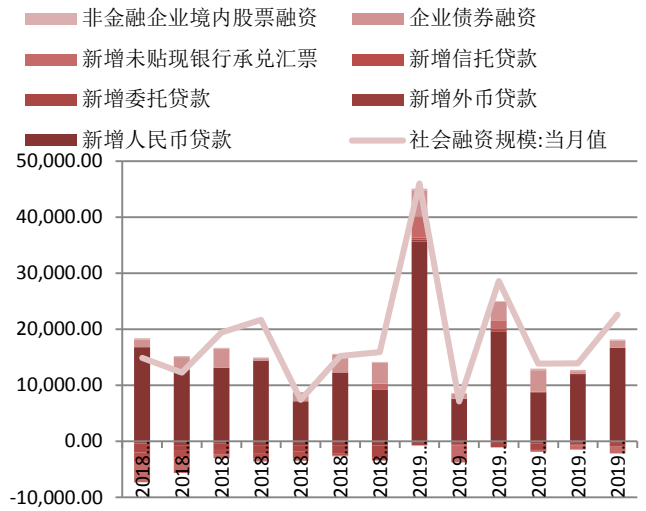
闻发言人周学东、货币政策司司长孙国峰、调查统计司司长兼新闻发言人阮健弘、金融市场司副司长邹澜出席发布会，发布解读 2019 年上半年金融统计数据。在回答记者对于货币总量变化、结构变化、货币增速变化、市场资金松紧变化以及物价变化的过程中，央行官员对于数据的解读无处处透露着稳定市场预期的意图。然而，融资结构决定于经济结构，正如我们在上文中指出的，传统的增长模式和融资结构并没有发生什么大的变化，如果不能以巨大的理论勇气和政治勇气在经济结构调整上着力，市场自发的逐利倾向会使得全社会所有资源继续向地产领域集中。也许正是意识到这一点，主管部门在限制信托和银行向地产部门的融资方面连续发力。有上海某城商行的从业人员透露，“监管部门已向部分房地产贷款较多、增长较快的银行进行了‘窗口指导’，要求控制房地产贷款额度，但对各家银行的具体要求各不相同”。另一方面，7 月 4 日、5 日两天，宁波银保监局开出 39 张罚单，对十多家银行开出总额约 1275 万元的罚金，其中近 60%的罚单是针对房地产住房按揭贷款管理不规范和房地产授信业务不审慎等行为。从我们对于当下经济金融局面的判断来看，政策层在意图结构性去杠杆，但是正如我们在内部报告中指出的，“我们理解政策出台的初衷，但是政策会不会实现预期的效果则是另外一回事，尤其是在经济结构、产业结构（产业集中度、产业在供应链中的议价能力）、权力结构和生产要素组织结构（一句话，生产关系）上并没有根本性调整的背景下”。在这种情况下，很难期待实体企业的资产负债表质量会有实质性的好转，相应的信用资质也很难发生根本性变化。对于债券投资者而言，中低等级信用债的利差仍然处于高位，资质尚可而偿债压力可控的债券可能比较适合“接刀子”策略；而对于股票投资者而言，如果市场出现恐慌情绪带来的抛售潮，我们也建议积极介入，毕竟威权制体系下不可能出现硬着陆的局面。

图 1： M2 持平 M1 回升



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2：地产融资放量下社融回升



数据来源：Wind，鑫元基金整理