

宏观数据点评报告

地产融资严监管下社融缩量 新资本形成路径前

信用难扩张

事件:8月12日,央行发布7月份货币金融数据。7月末,广义货币(M2)余额191.94万亿元,同比增长8.1%,增速比上月末低0.4%,比上年同期低0.4个百分点;狭义货币(M1)余额55.3万亿元,同比增长3.1%,增速比上月末低1.3个百分点,比上年同期低2个百分点;7月社会融资规模增量1.01万亿元,社会融资规模存量为214.13万亿元,同比增长10.7%,其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为145.52万亿元,同比增长12.7%

主要观点

- **地产融资严监管下社融缩量。**7月份社会融资规模增量为1.01万亿元,比上年同期少2103亿元,较上月减少12529亿。其中,对实体经济发放的人民币贷款增加8086亿元,同比少增4775亿元,较上月少增8651亿,企业部门和居民部门贷款总量均有所下滑,与当前的总需求前景及政策导向相关;对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少221亿元,同比少减552亿元;委托贷款减少987亿元,同比多减37亿元,较上个月多减160亿;信托贷款减少676亿元,同比少减529亿元;未贴现的银行承兑汇票减少4563亿元,同比多减1819亿元,较上个月多减3251亿,非标融资再度遭受监管指导,尤其是对于地产行业融资的限制;企业债券融资2240亿元,同比多45亿元,环比增加1064亿;地方政府专项债券净融资4385亿元,同比多2534亿元,较上月增加840亿,与之前报告中提及的专项债发行将明显放量呼应;非金融企业境内股票融资593亿元,同比多418亿元,较上月增加440亿,科创板开闸对于股权融资的提升作用体现出来。
- **信贷压力体现。**7月份人民币贷款增加1.06万亿元,同比少增3975亿元。分部门看,住户部门贷款增加5112亿元,其中,短期贷款增加695亿元,中长期贷款增加4417亿元,分别较去年同期减少1073亿和159亿,短贷减少幅度高于长贷,与银保监会加大商业银行贷款投向监管有一定关系。银保监会办公厅近日发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》,预计将会对商业银行相关贷款投放业务形成较为明显的负面影响。非金融企业及机关团体贷款增加2974亿元,其中,短期贷款减少2195亿元,中长期贷款增加3678亿元,票据融资增加1284亿元,分别比去年同期减少1160亿、1197亿、1104亿,如果说企业贷款需求疲弱与当下总需求的现状相适应,那么票据融资的同比减少

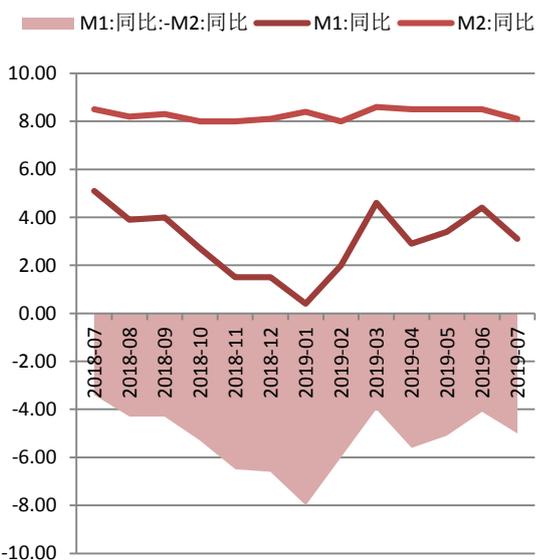
| 经济数据 | 单位 | 7月 | 6月 |
|-------|-----|--------|--------|
| CPI | 同比% | 2.80 | 2.70 |
| PPI | 同比% | -0.30 | 0.00 |
| 工业增加值 | 同比% | 0.00 | 6.30 |
| 投资 | 同比% | 0.00 | 5.80 |
| 消费 | 同比% | 0.00 | 9.80 |
| 出口 | 同比% | 3.30 | -1.30 |
| 进口 | 同比% | -5.60 | -7.40 |
| 贸易顺差 | 亿美元 | 450.50 | 509.70 |
| M2 | 同比% | 8.10 | 8.50 |
| M1 | 同比% | 3.10 | 4.40 |
| 新增贷款 | 亿元 | 10,600 | 16,600 |
| 外汇占款 | 亿元 | 0 | -62 |

更多受到期高峰因素影响，1月份票据融资高达5160亿，6个月的融资期限较为普遍；非银行业金融机构贷款增加2328亿元，较去年同期增加1582亿，猜测与政策层要求银行向非银行金融机构增加贷款投放从而缓解债券市场流动性紧张局面有关。在上个月的货币金融数据点评中，我们提及过，“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”。从当下的总需求前景及政策导向来看，下半年信贷持续承压会比较大概率的事情。

- **货币增速回落。**7月末，广义货币(M2)余额191.94万亿元，同比增长8.1%，增速比上月末和上年同期均低0.4个百分点；狭义货币(M1)余额55.3万亿元，同比增长3.1%，增速分别比上月末和上年同期低1.3个和2个百分点；流通中货币(M0)余额7.27万亿元，同比增长4.5%。当月净投放现金108亿元。就绝对量而言，本月M1、M2分别较上月减少14696亿和1960亿，居民户和非金融企业新增人民币存款为-1032亿和-13900亿，财政存款新增人民币存款增加8091亿，缴税因素明显。居民户存款增加表现要优于季节性，猜测一方面相关税费缴纳基准调整有关，一方面与萎靡经济背景下企业存款转为个人存款行为有关。非金融企业新增人民币存款减少额较去年大幅增加，应当主要与企业贷款的萎靡导致的存款派生减少相关。
- **新的资本形成路径前信用难扩张。**在7月底的政治局会议上，决策者们提出，要“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，在8月9日人民银行二季度货币政策执行报告中，货币管理者也提出，“经济运行仍存在一些深层次问题和突出矛盾。从国际环境看，国际经济金融形势错综复杂，全球经济增长动力减弱，主要经济体货币政策转向宽松，地缘政治风险依然较大，外部不确定不稳定因素增多。从国内经济形势看，企业生产投资趋于谨慎，制造业投资和民间投资增长有所放缓，经济增长对房地产和基建投资依赖较高，经济内生增长动力有待进一步增强。对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力，做好充分准备，认真办好自己的事，采取短期和长期相结合、微观与宏观相结合的针对性措施，推动形成有效的最终需求和新的增长点”。从官方层面的相关表述来看，其当然是想摆脱传统增长模式下的地产基建依赖，故而“才有引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期

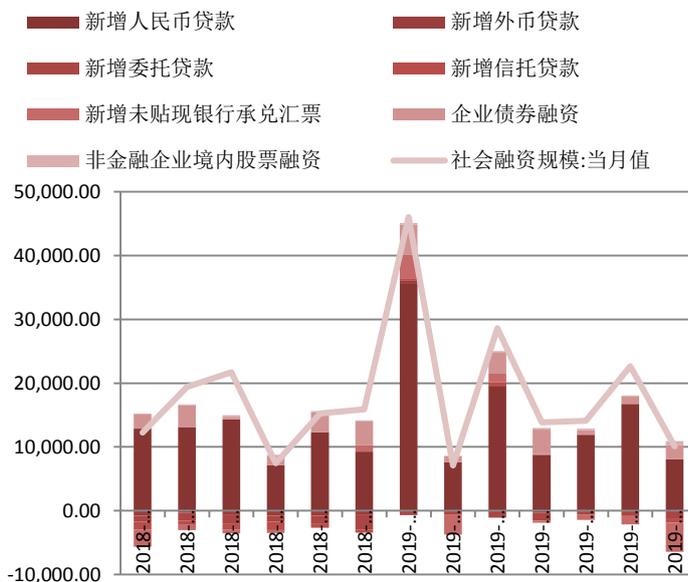
融资”以及“推动形成有效的最终需求和新的增长点”的表述。然而，新的增长点的形成当然不能一夜之间就建立起来，正如我们反复讲的冰冻三尺，非一日之寒。既有的生产关系以及经济结构的调整，并不是一件容易的事情，只有在这个基础上才能形成一个相对强大的内需市场。从当下各地地方政府的投资动作以及国企的投资方向以及国家的战略发展方向来看，我们在承认政策层在做出许多边际改善的动作的同时，也需要指出，由政府产业牵头是把“合力”当作原因，虽可迅速发展，但衰减起来会更快。在这个背景下，我们的看法依然清晰，那就是在新的资本形成路径明确以前，信用扩张仍然会比较困难。

图 1： M1 与 M2 增速均回落



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2： 总需求前景及政策压力下社融回落



数据来源：Wind，鑫元基金整理