

货币信贷回落不改平稳格局

——2019 年 7 月金融数据点评

日期：2019 年 8 月 13 日



分析师：胡月晓

TEL: 021-53686171

huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

《中国货币政策的时代特征》

(2019 年 7 月 2 日)

《经济欲稳还升、股市徘徊蓄势》

(2019 年 6 月 10 日)

《低利率时代下的 A 股不变回暖趋势》

(2019 年 4 月 9 日)

《中国经济、金融和政策的新变化》

(2019 年 3 月 18 日)

《2019 年中国资本市场有何不同?》

(2019 年 3 月 11 日)

主要观点:

信贷、货币均超预期回落

鉴于市场流动性的变化和政策基调改变，2019 年后市场普遍预期货币政策将由“中性偏紧”转向“中性偏松”。实际货币和信贷增长数据和市场预期相互印证，强化了市场对流动性环境偏松的看法。笔者一直认为，前期偏松的货币信贷环境，其实并未改变货币政策基调，货币、信贷增长仍然处在中性区间，只是处在区间上限；基于稳增长和调结构之间的平衡，货币、信贷增速不会一直持续位于区间上限，7 月份的实际金融数据，印证了笔者之前的一贯看法。

货币、信贷回落不改平稳格局

首先，当前的货币和信贷回落，是在前期持续相对高增长的基础上的回落；其次，从增长的合意区间看，前期的信贷货币增长一直处在合意增长区间的上限，说明前期货币、信贷在政策边际放松下，实质偏快；最后，中国的信贷、货币经营有较为明显的季节性波动现象，但各年份波动时间存在错位现象。

资本市场在流动性环境改善中作用增强

货币、信贷延续平稳的同时，宽信用发展趋势不变；但是 2019 年后发展潜力的“宽信用”，是建立在资本市场发展基础之上的，与之间基于楼市繁荣、建立在银行表外融资之上的“宽信用”，有着本质的不同。在“去杠杆”、“防风险”及资金回流实体的政策综合作用下，银行表外融资的增长已经处于持续萎缩状态，预计未来趋势仍将持续。因此，未来社会融资的增长，主要看资本市场融资发展前景。

短期信贷低迷，表明经济短期仍软

短期信贷主要体现了当期经济活动情况，7 月份信贷信贷中短期信贷回落，表明当前经济运行的疲软态势仍难改变。在稳增长的政策激励下，对企业部门的中长期贷款持续处于相对高位；但是，对于当期经营性需求的短期贷款增长，一直未有同步提升，表明当期经济运行状况一直没有明显改善。2019 年 7 月份，企业部门的短期信贷再度进入萎缩状态，表明经济运行的短期前景仍不容乐观。

降准、降息仍是未来 6-12 月内政策选项

中国货币增长的这种平稳中偏软格局，从根源上看，是中国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。2019 年 3-6 月的货币实际增速，显然已接近过度宽松区域，未来货币增长不仅难以进一步提升，维持当前水平也较为困难，因而 7 月份的回落属于“预期之中、意料之外”。短期的通胀压力延缓了降息的出台。融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，“降息”也就成了未来不可或缺的政策选项，尽管暂时条件不具备，但年内出台仍是大概率事件。

事件：7月份金融数据公布

广义货币增长 8.1%。2019年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。

人民币各项贷款增长 12.6%。2019年7月末，人民币贷款余额 147.02 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 0.6 个百分点。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；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;非银行业金融机构贷款增加 2328 亿元。

人民币各项存款增长 8.1%。2019年7月末，人民币存款余额 188.21 万亿元，同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.4 个百分点。7月份人民币存款增加 6420 亿元，同比少增 3867 亿元。其中，住户存款减少 1032 亿元，非金融企业存款减少 1.39 万亿元，财政性存款增加 8091 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.34 万亿元。

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。

初步统计,7月末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增加 8086 亿元，同比少增 4775 亿元；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；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；企业债券净融资 2240 亿元，同比多 70 亿元；地方政府专项债券净融资 4385 亿元，同比多 2534 亿元；非金融企业境内股票融资 593 亿元，同比多 418 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷、货币均超预期回落

受 1-2Q 偏松实际政策行为的影响，年中前后中国货币环境呈现了较为宽松的格局，货币市场流动性呈现近 3 年来少有的宽松格局，中国货币当局为此在公开市场上早已开始了微调动作，经常性的停止逆回购等回收短期流动性。

鉴于市场流动性的变化和政策基调改变，2019 年后市场普遍预期货币政策将由“中性偏紧”转向“中性偏松”。除了 2 月份时偏低的数据短暂影响了市场对货币有限放松的主流预期外，实际货币和信贷增长数据和市场预期相互印证，强化了市场对流动性环境偏松的看法。笔者一直认为，前期偏松的货币信贷环境，其实并未改变货币政策基调，货币、信贷增长仍然处在中性区间，只是处在区间上限；基于稳增长和调结构之间的平衡，货币、信贷增速不会一直持续位于区间上限，7 月份的实际金融数据，印证了笔者之前的一贯看法。

中国 7 月广义货币供应量(M2)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，路透调查中值和均值分别为 8.4% 和 8.3%，实际增长弱于预期较多。中国 7 月份人民币贷款增加 1.06 万亿元，同比少增 3975 亿元，累计仅比 2018 年增长 2565 亿；路透调查中值为 15000 亿元、均值为 15228 亿元，预期分布为 (23000, 11520) 亿，实际增长不仅低于市场预期较多，而且落在了市场预期范围下方，说明回落力度较大。中国 7 月人民币贷款余额 147.02 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 0.6 个百分点；信贷实际增长也不仅低于市场预期的中值和均值较多，并且而落在了预测区间下方，表明信贷增长不及预期也比较明显。

表 1 2019 年 7 月的中国信贷和货币市场预测情况 (亿元, %)

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	15000	8.4	12.8
Average	15228	8.3	12.8
High	23000	8.5	13.0
Low	11520	5.8	12.7
No of Forecasts	22	23	10
SHSC	14000	8.0	12.8

数据来源: Reuters, 上海证券研究所

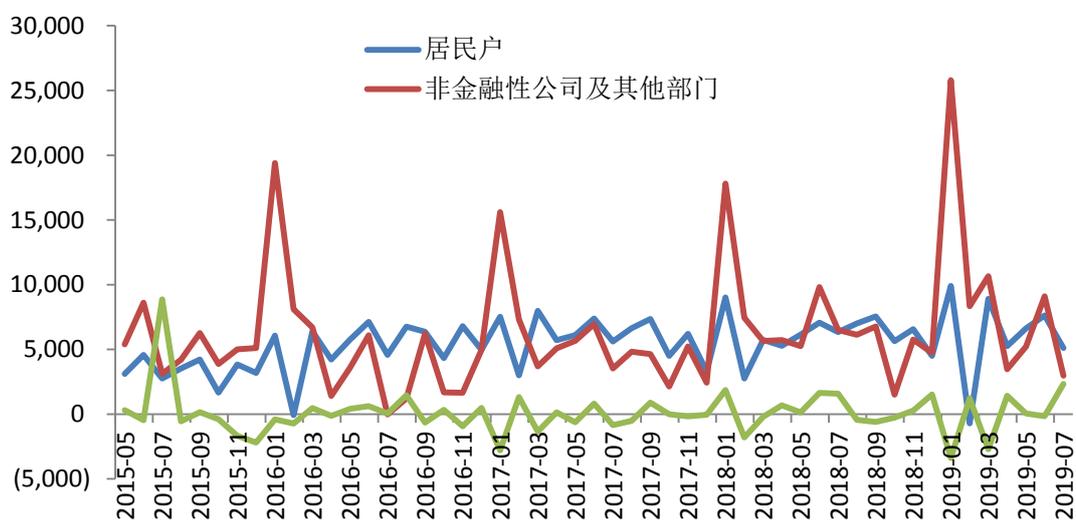
整体而言，超预期回落的货币、信贷增长状况，并未改变当前的流动性环境宽松格局，市场也不会集中对偏松的政策预期发生改变。笔者认为，兼顾经济运行和风险控制需要，货币当局对流动性保持了偏“松”的格局，下半年重心将再度偏向风险防控和结构调整，中性政策将更加名实相符，边际放松的实际政策操作将回归完全中性，甚至中性偏

紧，货币环境将在平稳中逐渐正常化。

2.货币、信贷回落不改平稳格局

2019年，货币环境和信贷政策悄然间转向放松，甚至倾向鼓励，因而上半年企业部门和居民部门的需求满足度都得到提高，两部门的新增信贷都得到了较大程度的回升。从信贷需求方的角度，2019年上半年的需求增长，对居民户来说，主要来自于2018年-2019年初的楼市回暖和市场活跃；对企业部门来说，主要是“补短板”政策下，基建投资信贷和政策指引性信贷等中长期贷款，得到了集中投放。在楼市政策基调不变和经济偏软格局下，两者的持续性都不够，因为信贷增长乏力。在现代信用货币制度下，信贷增长和货币增长基本是一致的。

图1 中国企业部门和家庭部门新增信贷双双回落（亿元，月度）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

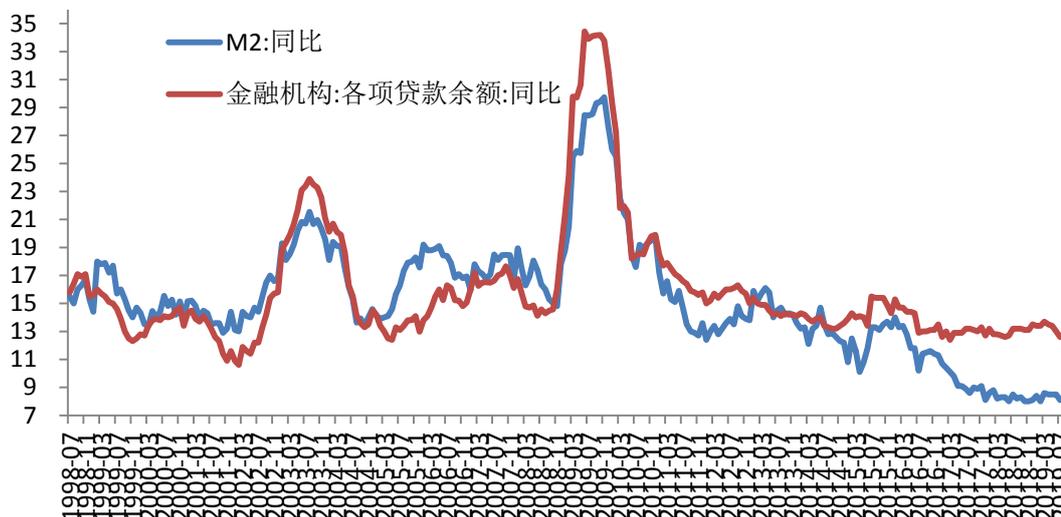
然而，7月份信贷和货币增速的回落，却不会改变中国货币环境平稳的态势。首先，当前的货币和信贷回落，是在前期持续相对高增长的基础上的回落；信贷余额的增速在2018年的大部分时间里都低于13.0，信贷增速超过13发生在2018年12月份之后，当前的信贷增速回落实际上只是回归到前期的正常水平位移。

其次，从增长的合意区间看，前期的信贷货币增长一直处在合意增长区间的上限，说明前期货币、信贷在政策边际放松下，实质偏快；综合经济运行平稳、“去杠杆”等多宏观调控目标的需要，笔者测算的2019年合意货币增长区间为(7.5,8.5)，因此，货币增速实际上一直存在着回落的需求。

最后，中国的信贷、货币经营有较为明显的季节性波动现象，但各年份波动时间存在错位现象，比如2017年3季度的信贷投放为前低后

高，而 2018 年同期为前高后低；从 2019 年的累计信贷新增规模看，2019 年 1-7 月份累计新增信贷为 107258 亿，2018 年 1-7 月份累计新增信贷为 104793 亿，同比增长 2564 亿，明显偏低，预计后期增长将有小幅提高。

图 2 信贷和货币增长的平稳态势不变（%，月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

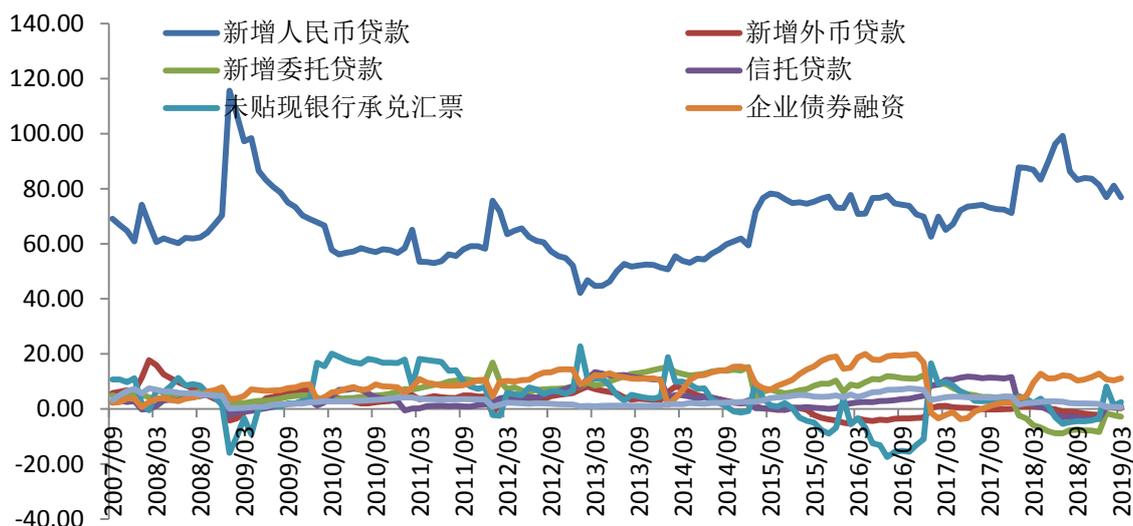
3. 资本市场在流动性环境改善中作用增强

2019 年以来，市场对于信贷、货币回升后的流动性环境，是否会全面好转，即宽信用能否发展，机构间预期差异却较大。部分机构认为，宽货币和信贷的回升，难以转化为“宽信用”，全社会的流动性紧张状况将延续。我们一直认为，货币、信贷延续平稳的同时，宽信用发展趋势不变；但是 2019 年后发展潜力的“宽信用”，是建立在资本市场发展基础之上的，与之前基于楼市繁荣、建立在银行表外融资之上的“宽信用”，有着本质的不同。

2019 年 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。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；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；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；企业债券净融资 2240 亿元，同比多 70 亿元；地方政府专项债券净融资 4385 亿元，同比多 2534 亿元；非金融企业境内股票融资 593 亿元，同比多 418 亿元。可见，社会融资不同类别增长数据的变化，符合笔者一贯来的“宽信用”新变化特征。但表外融资的回落，并非表示“宽信用”受到限制。资管新规等金融监管规范后，表内非信贷融资业务将得到发展，金融市场将重新进入多元化发展期，即宽信用将逐渐恢复。

由于商业银行等金融机构和全社会风险意识的增强,信贷“移向质量”和回归经营本源明显增加,非金融机构随意加杠杆对外投资的行为,其融资需求已很难再得到支持。风险意识上升,意味着金融机构的信贷投放更趋谨慎,信贷要求提高,其经营行为的变化,也有利改变了过去资金“脱实向虚”的局面,使得资金逐渐回流实体。从社会融资结构看,7月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的68%,同比高1.3个百分点;银行表外融资(委托贷款、信托和银行承兑汇票)则连续第4个月减少,且减少规模急剧扩大到6226亿,比上月实际值2123亿差不多增加了3倍。7月份对实体部门发放的新增信贷同比减少4759亿元,社融同比减少2153亿,其中差值来源于企业债券融资的增长。在“去杠杆”、“防风险”及资金回流实体的政策综合作用下,银行表外融资的增长已经处于持续萎缩状态,预计未来趋势仍将持续。因此,未来社会融资的增长,主要看资本市场融资发展前景。

图3 新增社会融资各部分占比的变化(同比,%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

以往基于表外融资的“宽信用”发展,实际上是为房地产融资服务的。在楼市定位重新变化后,借助表外融资的房地产融资将进一步走低,未来的“宽信用”发展,将更多地建立在实体经济之上。依靠资本市场发展,基于金融回归实体的宽信用,与以往基于房地产融资的宽信用不同,表外融资的复苏将有限,未来的宽信用发展,将更多地建立市场型直接融资的发展基础上,如各类债务融资工具的发展,而信托、委贷、票据则不会重现往日辉煌。

社会融资结构的变化,也体现了新“宽信用”的来临之势。从结构看,7月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的

68%，同比高 1.3 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 1%，同比低 0.3 个百分点；委托贷款余额占比 5.5%，同比低 1.3 个百分点；信托贷款余额占比 3.7%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.5%，同比低 0.5 个百分点；企业债券余额占比 10%，同比高 0.1 个百分点；地方政府专项债券余额占比 4.2%，同比高 1.1 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.4%，同比低 0.2 个百分点。

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_10759

