

宏观周报

关注6月份金融外贸数据总量与结构的背离

■ 核心观点

第一，6月份新增信用主要流向房地产和基建领域，实体制造业融资需求依然较弱。超预期的社融数据存在结构担忧，无论是表外融资、地方债发行还是表内信贷，支撑社融走强的因素未来都会有所走弱，三季度宽信用环境存在收缩压力；

第二，2019年上半年保持高位的“衰退式”顺差更多是来自一般贸易顺差的支撑，随着加工贸易顺差的下降以及如果中美贸易摩擦达成协议，中国需要从美国扩大进口，“衰退式”顺差难以进一步上行，这都会打压下半年贸易顺差对经济增长的贡献；

第三，我们认为，三季度中国经济下行压力可能会加剧，信贷和社融增速也会有所走弱，中国货币政策有望迎来进一步的结构性宽松。利率“两轨并一轨”有望在下半年加速，当前我国利率并轨的主要任务在于推动LPR的市场化，增强银行间市场利率向LPR的传导从而有助于降低实际贷款利率；

第四，根据央行在金融数据发布会上的表示，央行对物价的跟踪既不是只看PPI，也不是只看CPI，而是关注比较全面反应物价水平变化的GDP平减指数，目前保持大致稳定，这也意味着货币政策的调整不会受物价水平的制约。

本周市场重点

■ 关注6月份金融外贸数据总量和结构的背离

本周6月份的物价、外贸和金融数据相继公布。金融数据社融存量增速大幅反弹至10.9%，创自去年7月份以来的新高；外贸数据进口增速持续弱于出口增速，“衰退式”贸易顺差保持高位，对经济形成一定支撑。但通过各细项数据可以发现，金融和外贸数据存在明显的总量和结构背离，总量的较好表现未来可能难以持续。具体如下：

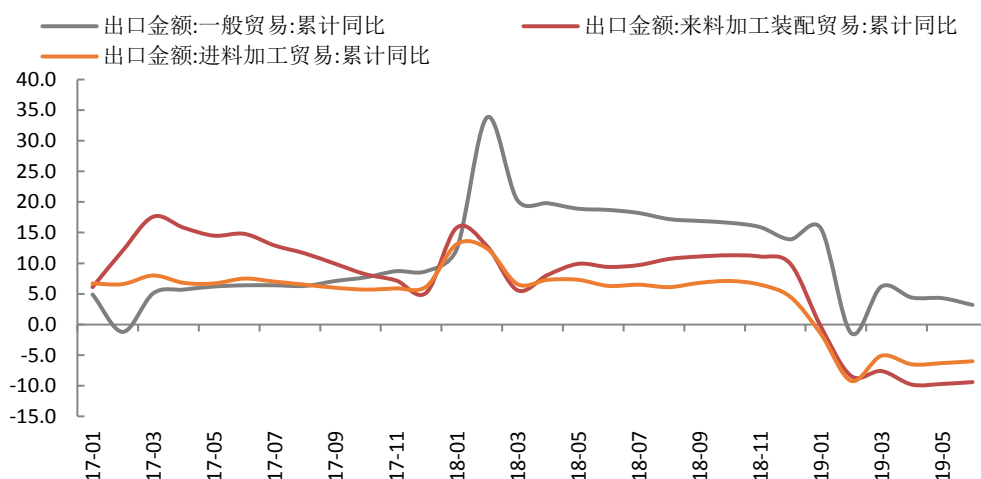
6月份社融增量同比大幅增长，主要受益于非标低基数效应和地方债加快发行，金融机构人民币表内贷款和金融市场融资同比出现小幅下降，说明6月份新增信用主要流向房地产和基建领域，实体制造业融资需求依然较弱。表外融资方面，非标融资的收缩在去年6月份达到巅峰，单月收缩高达6915亿。随着去年下半年金融监管的边际放松，表外非标融资也在修复，收缩力度持续缓解，在今年3月份表外三项业务增量一度转正。但从3月份之后，表外融资又转为收缩趋势，且收缩幅度持续扩大，其中未贴现银行承兑汇票由于票据融资监管加强而大幅下滑是主导因素。7月份以来银保监会显著加强对信托资金流向房地产的监管，信托贷款未来可能会出现一定的收缩。这就意味着监管当局对表外融资的监管再次转为加强（委托贷款一直没有放松），非标低基数效应对社融的支撑下半年将会转弱。地方债方面，受财政政策前置，今年地方债发行明显提速，目前已经发行1.19万亿，离全年目标2.15万亿还有9600亿额度。根据财政部的要求今年9月底全部发行完毕，预计接下来三个月每月地方债平均发行规模3200亿。但考虑到，去年地方债发行从7月开始大幅增加，8月和9月分别高达4106亿和7389亿，三季度地方债发行力度可能会弱于去年，这会对社融增速形成一定拖累。人民币贷款方面，6月份金融机构

人民币贷款同比下降，贷款余额增速创 2019 年新低，其中票据融资和对非银金融机构贷款同比大幅下降是主导因素。未来人民币贷款的变化更多的取决于“包商银行事件”的持续发酵以及房地产的调控。“包商银行事件”打破同业刚兑，降低了金融机构的风险偏好，加剧了银行间市场流动性分层，中小银行和非银金融机构流动性承压。6 月份非银金融机构贷款同比大幅下降意味着“包商银行事件”引发的流动性风险正在向信用风险蔓延，未来需要关注中小银行是否会抛售非流动性资产。在房地产融资政策收紧环境下，居民房地产贷款利率可能会出现小幅上行，下半年居民的房贷和企业的开发贷都可能出现不同程度的回落。

2019 年上半年在外需下滑、内需疲软以及中美贸易摩擦不确定的环境下，我国进出口增速持续在 0%附近弱势震荡。相对更弱的进口带来衰退式顺差，对经济形成一定的支撑，1 季度货物与服务进出口对 GDP 同比拉动 1.46 个百分点，远高于去年-0.64 个百分点。6 月份货物贸易顺差 510 亿美元，创下上半年贸易顺差新高，未来可能难以持续。从贸易方式来看，我国的贸易可以大致分为一般贸易和加工贸易（加工贸易又分为来料加工贸易和进料加工贸易），过去二者的出口增速基本一致。但在 2019 年二者出现了一定程度的背离，一般贸易上半年累计同比增速为 3.2%，来料加工贸易和进料加工贸易上半年累计同比增速分别为-9.4%和-6.0%。通常而言，加工贸易属于低附加值生产，内嵌于全球产业链，更容易受到外部环境的影响。我国加工贸易的萎缩可能意味着在中美贸易摩擦不确定性环境下，部分加工贸易的产业链在加速转移。从贸易顺差构成来看，我国 2019 年上半年贸易顺差高于 2018 年，主要源于一般贸易顺差同比大幅增加。2019 年上半年一般贸易顺差同比增加 454 亿美元，加工贸易顺差同比下降 26 亿美元。考虑到加工贸易顺差仍是我国货物贸易顺差的主要来源，随着加工贸易顺差的同比下降，仅依靠一般贸易顺差可能难以进一步推升我国的货物贸易顺差。此外，如果中美贸易摩擦达成协议，中国需要从美国扩大进口，这也会对贸易顺差形成打压。

综上可知，6 月份超预期的社融数据存在结构担忧，无论是表外融资、地方债发行还是表内信贷，支撑社融走强的因素未来都会有所走弱，三季度宽信用环境存在收缩压力；保持高位的“衰退式”顺差更多是来自一般贸易顺差的支撑，随着加工贸易顺差的下降以及如果中美贸易摩擦达成协议，中国需要从美国扩大进口，这都会打压下半年贸易顺差对经济增长的贡献。我们认为，三季度中国经济下行压力可能会加剧，信贷和社融增速也会有所走弱，中国货币政策有望迎来进一步的结构性宽松。利率“两轨并一轨”有望在下半年加速，当前我国利率并轨的主要任务在于推动 LPR 的市场化，增强银行间市场利率向 LPR 的传导从而降低实际贷款利率。此外，值得指出的是，根据央行在金融数据发布会上的表示，央行对物价的跟踪既不是只看 PPI，也不是只看 CPI，而是关注比较全面反应物价水平变化的 GDP 平减指数，目前保持大致稳定，这也意味着货币政策的调整不会受物价水平的制约。

图表1 2019 年一般贸易出口增速平稳，加工贸易出口增速萎缩（%）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 国常会：确定进一步稳外贸措施

事件： 7月10日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定进一步稳外贸措施，以扩大开放助力稳增长稳就业。

点评： 本周公布的外贸数据显示，6月份进出口增速延续今年以来的低位双向震荡，受中美贸易摩擦及外需疲弱的影响，下半年贸易顺差面临收窄压力。本周的国务院常务会议进一步落实“六稳”中关于“稳外贸”的工作部署，提出完善财税政策、强化金融支持等稳外贸措施，从政策层面支持中小民营企业进出口业务的稳定发展。1) 完善财税政策方面，会议提出进一步降低进口关税总水平，优化出口环节税收征管体系，扩大税收优惠范围。这有助于中小民营企业优化生产成本，提高出口竞争力，同时提振居民消费、推动消费升级；2) 强化金融支持方面，会议提出引导金融机构加大对中小民营企业外贸融资支持，提高人民币结算便利度。这要求我国商业银行在转型过程中应深耕战略民企的全球化产业链布局工作，加快在跨境金融、供应链金融、国际保理等业务的金融服务创新。中小民营企业作为我国对外贸易的重要参与主体，其进出口业务的稳定发展对保障我国经济平稳增长、稳定就业具有重要作用。

■ 发改委：房地产企业外债发行收紧

事件： 7月12日，发改委发布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确指出房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务等四项要求。

点评： 此前关于房企发行外债的表述为“主要用于借新还旧”，本次通知明确了房企发行外债只能用于借新还旧，不能用于偿还境内债务、日常经营的流动性资金补给以及拿地。另外三项要求分别强调房企海外发债的登记备案管理、信息披露及债务结构总体计划，释放对外债资金用途严厉审查、防范外债风险的政策信号。联系近期包括国内公司债、地产信托融资等领域的调控力度加强，监管层频频发声严控各项资金违规流入房地产领域，预期下半年房企融资收紧趋势已定，监管层“房住不炒”的定位愈加明确。从政策影响看，由于海外融资和信托融资都以规范为主，并非全面叫停，对正常融资的影响有限，预计2019年三季度房企大额融资将会减少，对于融资渠道较少的小型房企融资压力明显，房企分化进一步加剧。

■ 证监会等八家中央单位发布科创板加强信息共享与失信惩戒的意见

事件： 7月9日，中国证监会联合国家发展改革委、中国人民银行、国务院国有资产监督管理委员会、国家市场监督管理总局、中国银保监会、中国民用航空局、中国国家铁路集团有限公司七家中央单位发布《关于在科创板注册制试点中对相关市场主体加强监管信息共享 完善失信联合惩戒机制的意见》。

点评： 科创板开市在即，该文件作为首个专门聚焦特定金融领域信息共享与失信联合惩戒的信用监管文件，从信息查询、信息质询、失信联动、联合惩戒等四个方面完善科创板试点注册制的配套保障，是科创板试点注册制的又一制度护航举措。注册制不同于审批制，其基本特点是以信息披露为核心，要求证券发行人真实、准确、完整的披露公司信息，使市场投资者依据公开透明的信息作出投资决策。加强科创板的信息共享与失信惩戒机制，提升资本市场违法违规成本，利于规避道德风险行为的产生，进一步推进社会信用体系建设。

重要数据跟踪

图表2 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.7.12)	最新值分位	本周均值 (2019.7.8-12)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.29	85.7%	1.91	76.6%	88.68bp	-11.16bp
R007	2.45	78.6%	2.43	77.5%	27.49bp	-20.01bp

SHIBOR:3M	2.60	77.9%	2.60	77.5%	-4.16bp	-26.43bp
1 年期国债收益率	2.62	82.4%	2.61	82.0%	-0.09bp	-7.21bp
10 年期国债收益率	3.15	73.1%	3.17	72.8%	-0.59bp	-6.43bp
1 年期国开债收益率	2.68	77.8%	2.69	77.5%	0.84bp	-15.09bp
10 年期国开债收益率	3.54	73.9%	3.55	73.7%	-0.89bp	-7.91bp
美元兑人民币:中间价	6.87	70.8%	6.88	70.6%	0.19%	-0.15%
美元指数	96.82	59.0%	97.17	59.0%	0.31%	0.20%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_11435

