

非标低基数、专项债发行加速助推社融增速回升

——2019年上半年金融数据点评及下半年展望

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002
邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280519040001
陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 上半年信贷投放总量较多，但结构有待进一步优化

2019年上半年，9.67万亿元的信贷投放总量远远高于历史同期，但从结构去看，企业新增的主要是短期贷款和票据融资，中长期贷款增加的并不显著，可见实体融资需要并不旺盛。6月信贷投放小幅回落。6月份，人民币贷款增加1.66万亿元，同比少增1786亿元。信贷小幅回落的主要贡献来自企业票据融资和非银金融机构贷款。中长期贷款占比下降，可能是银行风险偏好不高、企业融资需求不旺。6月中长期贷款占全部贷款比重为51.9%，较上月回落了9.1个百分点，整个上半年信贷投放结构中中长期贷款依然未现改善的迹象。总体来看，下半年信贷投放可能放缓。在偏宽松货币环境下，上半年信贷投放总量较多，但投放结构一般，中长期贷款占比下降；信贷结构日益短期化，新增贷款向票据和短贷集中，银行风险偏好短期内难以改变，以及实体融资需求不旺，加之投放节奏前高后低的季节性特征，即使货币环境较宽松，下半年信贷投放或有所放缓，低于前六个月投放量。

● 非标低基数、专项债发行加速助推社融增速回升

6月社融增速升至10.9%，主要来自于非标的低基数效应和专项债发行加速。一是非标低基数效应助推社融增速回升；二是专项债发行加速对社融增速贡献增加；三是信贷投放与去年持平，对社融贡献较低。下半年社融增速依然保持高位。虽然2019年下半年随着专项债发行接近尾声，对社融的贡献有限，但是非标萎缩的规模将会进一步趋缓，对社融拖累减缓，对社融的贡献也将由负转正，预计下半年社融增速依然保持在10-11%的高速增长区间，社融总量将达到22万亿元左右，预计高速增长的非标下，宽信用效果将会在下半年显现。

● M2增速保持平稳

6月末，M2余额同比增长8.5%，增速与上月末持平。一方面包商事件后，非银信贷下滑拉低非银存款；另一方面，非标和专项债同比多增，拉升企业存款，相互作用下推动M2增速持平。M1余额同比增长4.4%，M2与M1剪刀差较上月收窄。M1增速回升主要是企业活期存款增加所致。

● 货币政策“以我为主”

目前市场分歧较大，一方面来自于实体经济下行压力较大，央行要不要跟随美联储降息，另一方面社融增速高增长，宽信用在下半年什么时候企稳？在专项债等财政政策托底背景下，货币政策基调逐步回归“适时适度+逆周期调节”，减少“大水漫灌”，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配意图明显。未来央行将会根据外部风险环境变化以及国内经济运行，货币政策力图推进利率市场化改革，在完善利率传导机制、构建供给、需求和金融体系三角框架基础上，从金融供给侧角度等机制上弥补流动结构性分层难题。央行货币政策会“以我为主”，根据国内外经济运行的实际情况，相机抉择，加大逆周期调节力度。

风险提示：通胀大幅上行、海外市场不确定性增强

相关报告

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

信贷、非标拖累社融增速回落——2019年5月份金融数据点评

2019-05-09

结构性货币政策再发力——央行定向降准点评

2019-05-06

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

同样的药方，不一样的味道——央行TMLF操作点评

2019-04-24

天量社融可持续存疑，短期债市承压——2019年一季度金融数据点评

2019-04-14

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 上半年信贷投放总量较多，但结构有待进一步优化.....	3
2、 非标低基数、专项债发行加速助推社融增速回升.....	5
3、 M2 增速保持平稳.....	6
4、 货币政策“以我为主”.....	7

图表目录

图 1: 6 月份人民币贷款同比少增 1786 亿元.....	4
图 2: 新增短期贷款占比上升.....	4
图 3: 企业中长期贷款没有明显改善（亿元）.....	4
图 4: 社融增量分解（亿元）.....	5
图 5: 非标融资拆解（亿元）.....	5
图 6: 社融存量同比增速回升（%）.....	6
图 7: M2 同比增速平稳（%）.....	7

事件：2019年7月12日，央行公布2019年上半年金融数据显示，上半年人民币贷款增加9.67万亿元，同比多增6440亿元，其中，6月份新增人民币贷款1.66万亿元。上半年社会融资规模为13.23万亿元，比上年同期多3.18万亿元，其中6月份社会融资规模增量为2.26万亿元，同比增长10.9%，较上月回升0.3个百分点，同比多增7722.68亿元；6月末，广义货币(M2)余额为192.14万亿元，同比增长8.5%，增速与上月末持平，比去年同期高0.5个百分点；M1余额同比增长4.4%，增速环比上月末高1个百分点，比去年同期低2.2个百分点；M0同比增长4.3%，与上月持平，上半年净回笼现金628亿元。

1、上半年信贷投放总量较多，但结构有待进一步优化

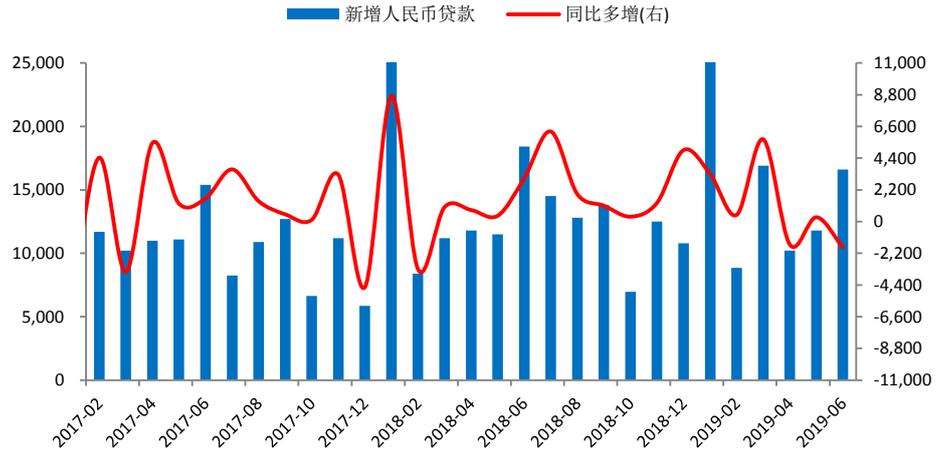
上半年信贷投放总量较多，但结构有待进一步优化。上半年人民币贷款增加9.67万亿元，同比多增6440亿元。分部门看，住户部门贷款增加3.76万亿元，其中，短期贷款增加1万亿元，中长期贷款增加2.75万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加6.26万亿元，其中，短期贷款增加1.47万亿元，中长期贷款增加3.48万亿元，票据融资增加1.18万亿元；非银行业金融机构贷款减少3565亿元。上半年，9.67万亿元的信贷投放总量远远高于历史同期，但从结构去看，企业新增的主要是短期贷款和票据融资，中长期贷款增加的并不显著，可见实体融资需求并不旺盛。

6月信贷投放小幅回落。6月份，人民币贷款增加1.66万亿元，同比少增1786亿元。信贷小幅回落的主要贡献来自企业票据融资和非银金融机构贷款。其中，企业部门票据融资新增961亿元，中长期贷款新增3753亿元，分别同比少增1986亿元和248亿元；非金融企业短期贷款增加4408亿元，同比多增1816亿元；由于票据融资监管趋严，未来企业通过票据融资规模将进一步下滑。居民部门无论是短期贷款还是中长期贷款均同比有所增加，其中，居民短期贷款增加2667亿元，同比多增297亿元；中长期贷款新增4858亿元，同比多增224亿元。受流动性分层影响，非银金融机构贷款出现较大幅度下滑，新增-161亿元，同比少增1809亿元。

中长期贷款占比下降，可能是银行风险偏好不高、企业融资需求不旺。6月中长期贷款总额达到8611亿元，占全部贷款比重为51.9%，较上月回落了9.1个百分点，整个上半年信贷投放结构中中长期贷款依然未现改善的迹象。中长期信贷投放没有明显增加，一方面意味着银行风险偏好不高，另一方面可能显示企业扩大投资动力不强，优质企业融资需求不旺，信贷结构有待进一步优化。

总体来看，下半年信贷投放可能放缓。上半年，在偏宽松货币环境下，信贷投放总量较多，总量达到了9.67万亿元，信贷投放增速保持在13%以上，但投放结构一般，中长期贷款占比下降；信贷结构日益短期化，新增贷款向票据和短贷集中，由于2019年企业违约数量和规模同比并未出现放缓迹象，由于银行风险偏好短期内难以改变，以及实体融资需求不旺，加之，投放节奏前高后低的季节性特征，即使货币环境较宽松，下半年信贷投放或有所放缓，预计月均投放量在1.2-1.3亿元左右，低于前六个月投放量。

图1： 6月份人民币贷款同比少增 1786 亿元



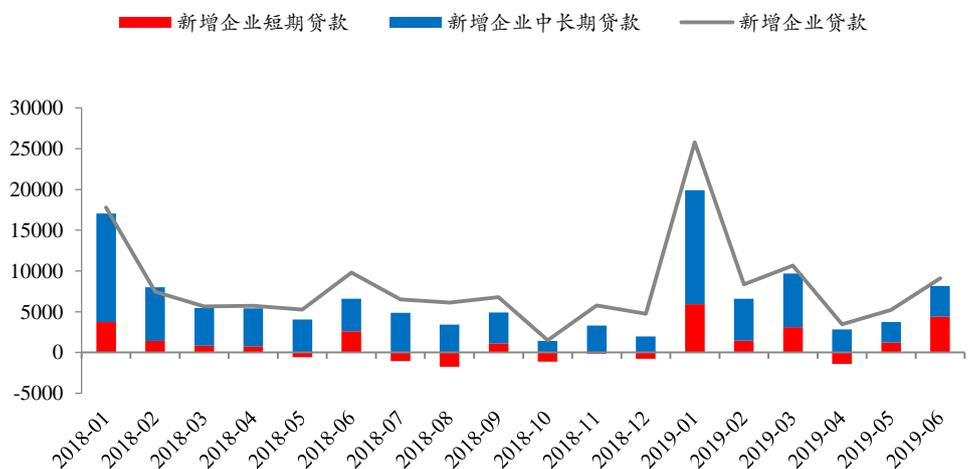
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款占比上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 企业中长期贷款没有明显改善 (亿元)



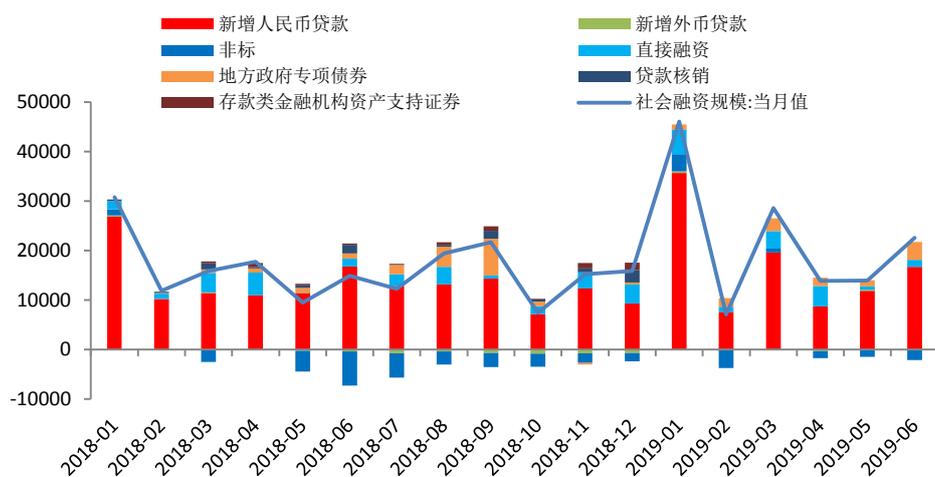
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、非标低基数、专项债发行加速助推社融增速回升

非标低基数和专项债发行加速助推社融增速回升。6月社融新增2.26万亿元，比上年同期多增7723亿元，增速升至10.9%，接近11%的水平，较上月回升0.3个百分点。社融增速回升主要来自于非标的低基数效应和专项债发行加速。从结构上来看，一是**非标低基数效应助推社融增速回升**。2018年6月由于资管新规颁布，非标社融出现断崖式下跌，无论是委托贷款、信托贷款还是承兑汇票均出现大幅下滑，总计非标融资出现6914.72亿元下滑；2019年随着非标融资缓和，6月依然出现2124亿元的下滑，但是同比少减4791亿元，由于2018年的低基数效应，助推了社融增速整体回升，成为6月社融增速最大的贡献因子。二是**专项债发行加速对社融增速贡献增加**。6月地方政府在中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》政策推动下，专项债发行加速，其中6月专项债发行规模为3579.29亿元，同比新增2560.29亿元，在9月底前全年新增专项债和一般债将基本发行完毕，那么未来三个月每个月社融增量将在2000-3000亿元，结合专项债发行时商业银行配套信贷规模，未来社融增速将会进一步维持高位增长。三是**信贷投放与去年持平，对社融贡献较低**。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加16714亿元，同比多增291亿元；虽然下半年信贷投放增速或将进一步放缓，但是政策刺激下，尤其是随着专项债发行及相关配套融资措施落地，基建和固定资产投资增速回升，提高实体经济融资需求，将会提升社融增速。

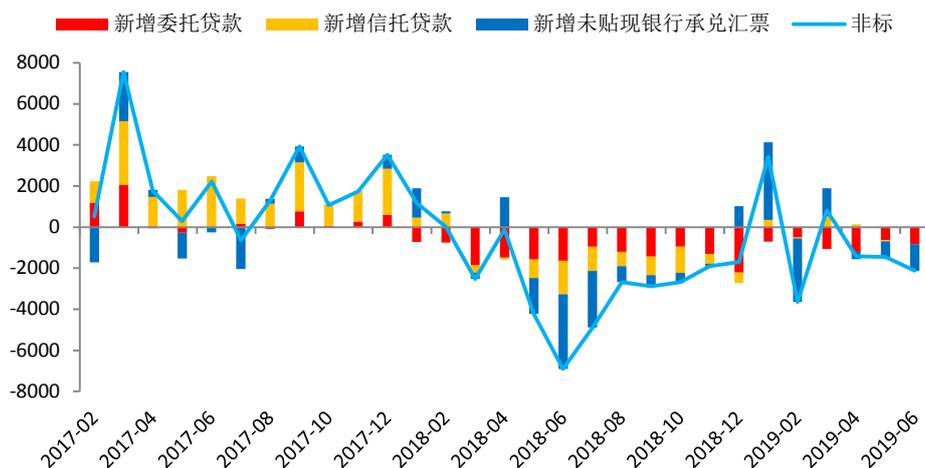
下半年社融增速依然保持高位。6月在非标低基数和专项债发行加速等因素影响下，社融增速创出新高，虽然2019年下半年随着专项债发行接近尾声，对社融的贡献有限，但是非标萎缩的规模将会进一步趋缓，对社融拖累减缓，对社融的贡献也将由负转正，预计下半年社融增速依然保持在10-11%的高速增长区间，社融总量将达到22万亿元左右。随着9月底前全年新增专项债发行完毕，社融增速可能将有所回落，但依然维持高位，预计高速增长的社融下，宽信用效果将会在下半年显现。

图4：社融增量分解（亿元）



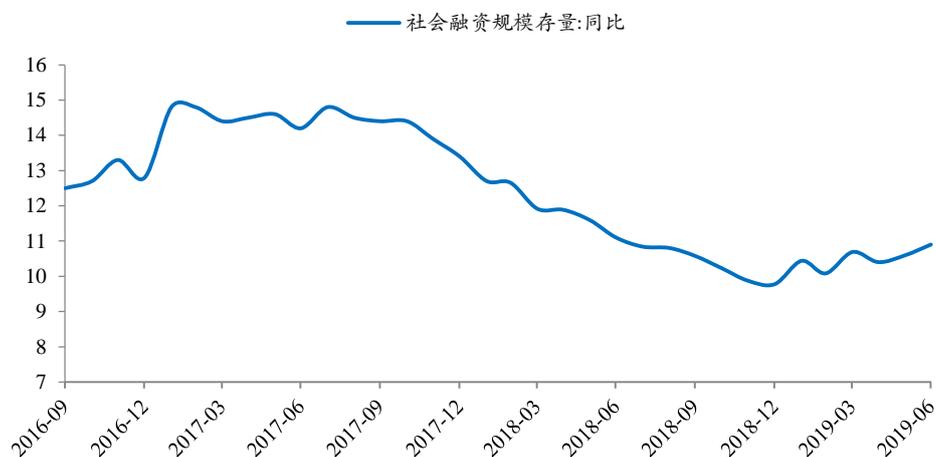
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：非标融资拆解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：社融存量同比增速回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、M2 增速保持平稳

6月末，M2余额同比增长8.5%，增速与上月末持平，比上年同期高0.5个百

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_11447

