



# 陶冬：从社融滑坡看下半年政策走向



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



七月份的社会融资数据不理想，7月份新增社会融资 1.06 万亿元，社会融资存量同比增长 10.7%，较上月下滑 0.3 个百分点；新增人民币贷款 1.08 万亿。

七月份本属季节性淡季，经过六月份冲高半年结算后数字上出现回落并不出奇，但是无论表内信贷还是表外融资，下调幅度均超出往年七月份的水平，不能完全归咎于季节性因素。

中长期贷款也出现了一定的阻滞，居民中长期贷款在最新的房贷限制下迅速下滑，企业中长期贷款则受制融资需求不足。居民短期贷款受到各地严查经营贷流入房地产政策的冲击，银行又不愿意支持企业短期贷款。

相对表现良好的还是表内票据业务，这恰恰反映出实体经济的业务出现萎缩，银行跑流量充数。存款也明显向非银金融机构过度，资金滞留在金融体系内部，并未帮到实体经济。简而言之，不仅贷款数量不高，质量也不好。

七月份的信用数据再一次支持了中国的货币政策已经正常化的说法，政策彻底走出了疫情紧急应对模式。今年四月政治局会议提出，“用好增长压力较小的窗口期”，被认为决策层对当时经济运行情况比较满意，这也是货币政策正常化的依据。但是七月的政治局会议声明中，“窗口期”字眼已经被悄然删除，表明增长的下行压力渐大，已经引起决策层的警惕。

然而，这组信用数据并没有显示出信贷政策和信用环境有明显的改善，社会融资规模继续低迷。我们应该如何把握当前的宏观形势？

首先，除非发生重大的疫情逆转，中国退出紧急应对模式的决心不会动摇，2009年那种恐慌式刺激措施不会长久维持，这次中国政府不会为了维持一个短期增长目标而牺牲经济的长期稳定。其次，“房住不炒”是国策，房地产政策不再是稳增长的调节器，政府必须制止地产商的粗暴扩张，三条红线不动摇；在需求端，则对买房需求通过房贷等市场及行政手段加以调节。再者，目前实体经济中企业的经济活动并不旺盛，对贷款的实际需求的确不大。

最后，当下所见的经济增速下滑，目前应该用早期、温和来形容，政府在观察，并不急于出手搭救，反而继续在调整结构和强化监管上发力。

七月地方专项债并无大动作，凸显北京并不着急的心态。

以贸易部门对增长贡献度的下降和疫情导致的人流控制看，中国经济的增长动力预计会持续下滑，可能下滑速度快过市场预期，但是大致可以维持 5-6% 的 GDP 增速。如果这个判断是正确的，相信政府会采取温和的渐进式的逆周期政策调节。地方基建主导的财政刺激会逐渐加码，估计地方专项债发行在 8-9 月份和年底各有一次较大的增加。财政刺激的发力时机聚焦在今年底和明年初，规模可能有限。

中国政府这次的刺激政策，十分理性克制，和当年的四万亿方案形成鲜明对照，和现在美国站在直升机上撒钱的做法形成鲜明对照。聚焦结构性改革，强监管反垄断，打通经济环节中的堵点、痛点，长远来看是一件好事。

(本文作者介绍：经济学家，瑞信私人银行大中华区副主席)

**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\\_34282](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34282)

