

## 中国宏观热点速评

# 金融条件维持过紧态势

## 6月份货币及信贷数据点评

6月M2同比增速从5月的8.3%放缓至8.0%，低于市场预期的8.4%（图表1）。经季节性调整后，6月M2月环比（非年化）增速从5月的0.4%回升至0.7%。6月财政存款下降6,888亿元，相比去年6月6,165亿元的降幅同比略多降723亿元，边际上提振M2增速。由此，6月财政存款同比增速从5月的13.4%小幅上升至13.6%，增速继续明显快于货币供应和名义GDP。同时，6月M1同比增速从5月的6.0%温和上升至6.6%，而6月M1季调月环比增速从5月的-0.1%回升至0.9%，这可能部分受益于财政支出加快。

6月新增人民币贷款为1.84万亿元，高于市场预期的1.535万亿元以及去年6月的1.54万亿元。6月贷款余额同比增速从5月的12.6%微升至12.7%。从新增贷款分项来看，住户和企业部门新增中长期贷款均同比下降，而短期贷款份额继续上升，反映政策收紧下实体经济融资需求持续相对疲弱。具体看，6月新增住户部门中长期贷款为4,634亿元，低于去年6月的4,833亿元；6月新增非金融企业及机关团体中长期贷款仅为4,001亿元，与去年6月的5,778亿元相比大幅下降。另一方面，6月新增短期贷款及票据融资升至7,908亿元，明显高于去年6月的3,697亿元。此外，6月非银金融机构新增贷款为1,648亿元，高于5月的142亿元。中长期贷款份额下降表明贷款的供、需双方都受到监管收紧的严重影响，而仅靠放松流动性可能不足以推动广义信贷扩张。

6月社会融资规模增量为1.18万亿元，明显低于市场预期的1.4万亿元以及去年6月的1.77万亿元，显示新增贷款渠道的融资扩张不足以抵消其他融资渠道的收缩（图表2）。从社融分项来看，6月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产新增融资同比继续大幅下降——6月三项“非标”信贷资产合计余额减少6,916亿元，而去年6月三者合计余额增加2,219亿元。此外，企业债净融资同比微升——6月企业债券净发行1,300亿元，而去年6月企业债券存量下降169亿元。

虽然新增贷款有所上升，受“非标”融资大幅萎缩的拖累，6月金融条件进一步较快收紧。具体看，

- ▶ 6月调整后的社融同比增速从5月的11.6%进一步下降至11.2%（调整后的社融 = 社融 + 政府债券；图表1）<sup>1</sup>：经季节性调整后，6月调整后的社融月环比年化增速从5月9.1%降至6.2%的绝对低位。
- ▶ 据我们估算，6月“准M2”<sup>2</sup>同比增速也可能下降。如果假设央行外汇占款规模环比不变，我们估计6月“准M2”同比增速可能从5月的10.2%放缓至9.8%，而“准M2”月环比年化增速也可能低于10%。
- ▶ 另一方面，6月货币市场利率大体持平（图表3）：6月银行间同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别小幅上升1、7个基点至2.73%、2.89%。

接下页

分析员

易垣

SAC 执证编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

常慧丽

SAC 执证编号: S0080517110001  
SFC CE Ref: BJC906  
huili.chang@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

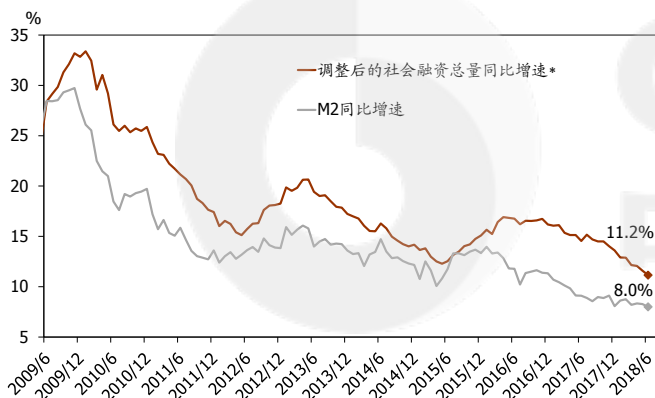
- 宏观经济 | 进口增速显著回落，汽车进口受下调关税扰动 (2018.07.13)
- 宏观经济 | 美国6月核心CPI同比如期上升至2.3% (2018.07.12)
- 宏观经济 | 美国公布新一轮2000亿美元关税清单 (2018.07.11)
- 宏观经济 | 节日效应带动CPI小幅上涨，PPI进一步走高 (2018.07.10)
- 宏观经济 | 外储小幅上升；资本流动总体平衡 (2018.07.09)
- 宏观经济 | 生产增速有所上升，流动性有所缓解 (2018.07.09)

<sup>1</sup> 请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

<sup>2</sup> 请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响？》以及2017年8月15日发布的中国宏观简评《“准M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何？》。

调整后社融的月环比年化增速已连续 5-6 个月在个位数的低位, 表明增长和通胀的下行压力继续积聚。我们认为当前宏观政策亟需快速有效地调整, 以弥补目前多项紧缩政策叠加所产生的“融资缺口”。我们在近期报告中反复强调, 以“去杠杆”为目标的紧缩政策已经导致实体经济出现较大的“融资缺口”——社融增速“失速”就是佐证、财政、货币和监管等多项政策同时收紧导致融资供给与需求均受到严重抑制<sup>3</sup>。我们此前分析, 金融条件收紧导致的资本市场波动已经加剧了实体经济的融资难度, 如此继续, 会触发金融条件收紧的“恶性循环”。因此, 无论是货币、财政, 还是监管政策都亟需更快、更有力、更协调地以“务实”为导向调整, 以促使金融条件回归“稳健中性”, 避免实体经济和资本市场陷入互相联动+负反馈的不利局面。我们观察到, 目前 A 股上市大型银行以市净率估算的不良率已达到历史新高, 折射出在融资渠道快速收紧的环境下, 市场对企业和地方政府现金流前景的担忧。不难理解, 即便是经营状况良好的企业, 如果固有的融资渠道被突然切断<sup>4</sup>, 在过渡期不充分及/或无其它融资渠道及时补充的情况下也可能出现现金流问题。另一方面, 历史经验表明, 过度紧缩的金融条件反而最终会推高杠杆率, 因为通缩压力将很快推高企业和地方政府资产负债表中的债务占比, 并导致其现金流过快恶化, 迫使它们加大借贷以弥补经营性现金流的“缺口”。

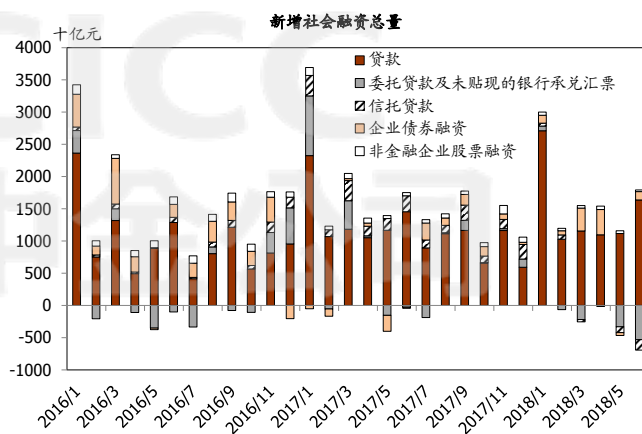
图表 1: 6 月 M2 同比和调整后的社融增速均下降



\* 社会融资总量增速根据地方政府债务置换及政府债券发行进行调整, 请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款及社融数据的影响》。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 2: 新增社融的构成: 6 月新增“非标”融资同比大幅收缩, 而企业债净融资同比小幅上升

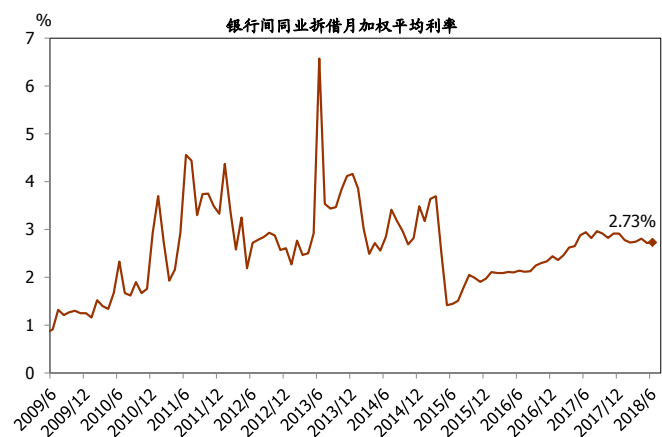


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

<sup>3</sup> 请参见我们 2018 年 6 月 20 日发布的中国宏观专题报告《静待政策调整|2H2018 宏观展望》, 以及 2018 年 6 月 28 日发布的中国宏观简评《降准之后, 市场为什么还很焦虑?》。

<sup>4</sup> 有关接下来政策可能和可以调整的方向, 请参见我们 2018 年 5 月 27 日发布的中国宏观简评《又见债务违约|再谈对信用债市场震荡的一些思考》, 以及 2018 年 6 月 20 日发布的中国宏观专题报告《静待政策调整|2H2018 宏观展望》。

图表 3: 6 月银行间同业拆借月加权平均利率小幅上升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部



CICC  
中金公司

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：樊荣

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司