



由“宽财政”向“宽货币”的转化中

——6月信贷数据点评

⑤ 事件

7月1日,央行公布上个月金融信贷数据:6月新增人民币贷款1.08万亿元,比上年同期多2165亿,社会融资规模为1.97万亿元人民币,比上年同期多9370亿,6月末人民币贷款余额77.63万亿元,同比增长14.0%,当月末广义货币供应量(M2)同比增长14.7%。

⑤ 点评

6月份金融数据大幅超出市场预期,说明前期定向宽松政策发力,宏观调控政策正在由“宽财政”向“宽货币”转化。而M2同比超出预期,则主要是由于银行在年中“冲存款”所致。另外,财政存款加速投放也导致一般存款增加。

据此判断,6月份单月M2大幅升高可能不具有趋势性,下半年货币政策保持定性宽松的基调不变。

1、表内、表外融资齐恢复,宽信贷进行时

6月份社会融资规模余额同比增速转正,当月余额同比增速达到4.11%,扭转了此前连续4个月的下滑趋势。

从构成上看,6月份表内、表外融资双双恢复(图1),表外融资恢复的速度更快。其中,表内贷款新增1.08万亿,创下历史同期新高(图2),主要是因为定向降准刺激商业银行放贷。表外融资三项中,委托贷款2706亿,信托贷款1210亿,未承兑银行汇票1443亿,均有明显回升。其中,信托贷款1210亿是自去年5月份以来的最高值。

2、金融机构同业存款增加,促进存款派生

银行新增信贷只能部分解释6月份M2同比大幅上升(14.7%)的问题。我们分析,M2飙升主要还是因为存款派生加速所致。因为对比M2和M0发现,在M2同比加速上升阶段,M0同比仅5.3%,比上月回落1.4个百分点。二者之间差值扩大,说明冲存款对M2

请务必阅读正文之后的免责声明部分

相关报告

《宏观点评:信贷政策趋宽松,为实体经济融资创便利》——20140701

《宏观点评:存款流失加速,M2重回正常区间》——20140513

分析师:郝大明

执业证书号:S1490514010002

电话:010-58565121

邮箱:haodaming@hrsec.com.cn

联系人:马书博

电话:010-58568297

邮箱:mashubo@hrsec.com.cn

激增效果显著。

每年6月份都是银行冲存款高峰期，但是今年拉存款的效果稍有不同。今年，在一般性居民存款流失背景下，银行加速同业存款揽存，从其他存款性机构的资产负债表看，今年计入广义货币的金融机构同业负债增加显著（图3）。这部分增加存款不会计入贷存比，无法生成贷款，所以会造成M2和一般存款的缺口不断扩大。

3、财政投放加速，促进存款派生

今年4、5月份国务院要求地方加快财政投放速度，导致6月份财政存款向一般存款转化速度加快（图4），我们可以从企业存款增速上得到印证。6月当月财政存款下降3037亿，同时当月企业存款增加1.47万亿，明显高于历史同期。

但是，财政支出受制于年初预算约束，而且财政收入压力增加，大规模的支出不具有可持续性。据此判断，6月份M2飙升可能不具有持续性。

3、宽信贷不一定带来利率下降

回顾4-6月份宏观调控政策，能观察到调控思路正在从“宽财政”向“宽货币”转化，配合地，三季度基建投资贷款也会上升。但是，我们判断，此阶段用信贷宽松方式刺激经济，不一定会带来利率下降。因为，自从银行同业打通贷款和同业科目之后，通过非标，让实体融资利率对资金价格有了反馈效果。目前阶段，新增信贷难以寻找到盈利性好的行业，银行为了平衡风险收益，会逆向选择，贷款边际定价也有向非标看齐的趋势。

⑤ 结论

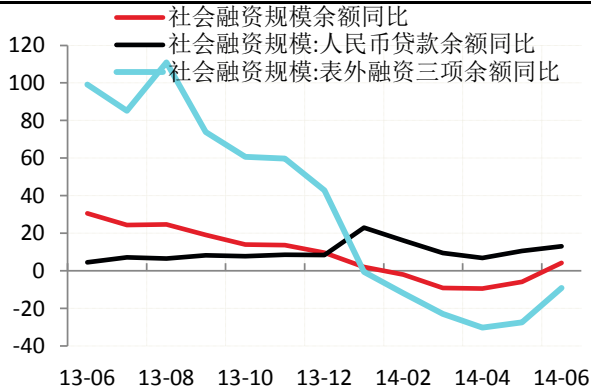
1、社会融资规模回升，表内、表外融资均有正贡献。说明前期定向宽松政策发力，宏观调控政策正在由“宽财政”向“宽货币”转化。

2、从M2和M0缺口看，本月M2增加主要还是存款快速上升所致。而且，除一般存款外，今年金融机构同业存款上升较快，也造成M2显著增加。

3、财政投放提前到上半年，导致M2增速有季节性错位。今年4、5月份国务院要求地方加快财政投放速度，导致6月份财政存款向一般存款转化速度加快。

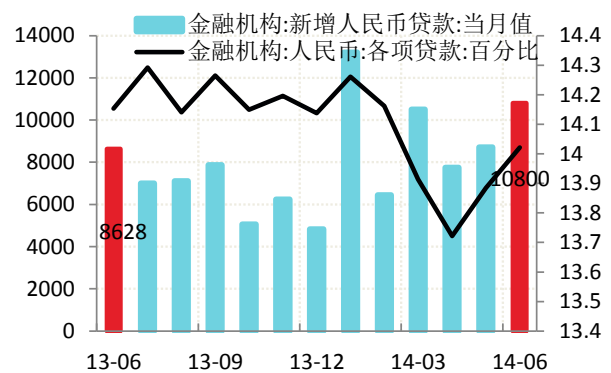
4、据此判断，6月M2飙升不一定具有趋势性。但是，货币政策“宽信贷”趋势比较明确，并且投向很可能是基建相关行业。目前条件下，“宽信贷”不一定会导致利率下行。

图表 1：社会融资规模回升，表内、表外齐恢复



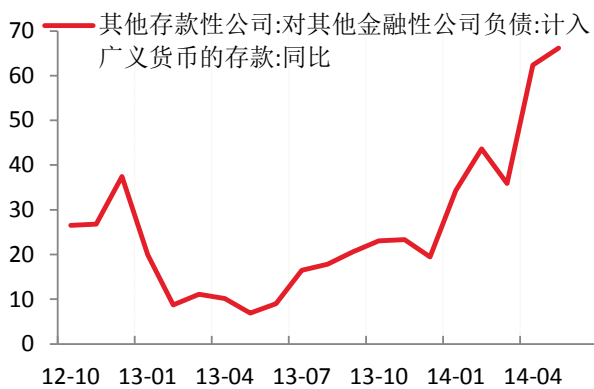
数据来源：Wind、华融证券

图表 2：新增表内贷款大幅攀升



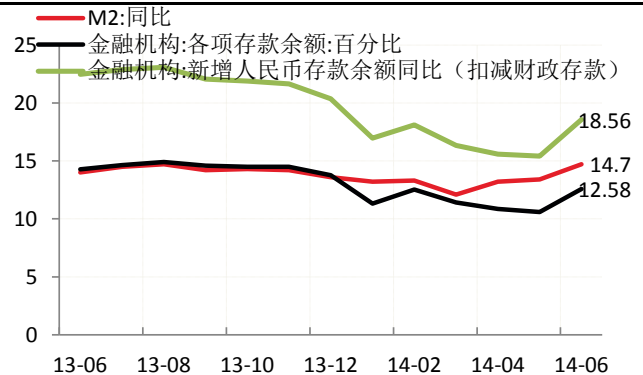
数据来源：Wind、华融证券

图表 3：金融机构同业存款派生加速



数据来源：Wind、华融证券

图表 4：财政投放加快，促进存款派生



数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn