

中国宏观策略研究

货币财政“双宽”进行时

2015年7月14日

- **社会融资总额明显反弹**：6月份社会融资总额出现明显反弹从上个月的1.2万亿上升至1.86万亿，其中新增人民币贷款是主要原因，贡献超过4700亿。但6月份社会融资总额和去年同期相比依旧比去年同期少增加了376亿元，这主要是银监会加强对银行表外融资监管，导致信托，委托贷款等明显萎缩。6月人民币新增贷款1.28万亿显著高于上个月和去年同期，居民和企业贷款（特别是中长期贷款）分别受房地产销售转暖和基建投资企稳的拉动环比和同比新增都出现明显上升。但我们也发现票据融资规模增长迅速，这说明银行从通过票据融资冲贷款规模的倾向明显，银行由于风险偏好下降而惜贷和实体经济带跨需求疲弱的情况可能依旧存在。
- **M2增速季节性反弹，M1增速依旧低迷**：6月M2增速从上个月的10.8%大幅反弹至11.8%，但M1增速依旧低迷从上个月的4.7%小幅下滑至4.3%，说明实体经济的活跃程度依旧低迷。6月份M2同比增速反弹一方面是由于源自于新增信贷的派生存款，另一方面主要是因为居民存款在季度末（特别是半年末）基于贷存比考核而回流表内的季节性因素。鉴于6月底国务院常务会议通过《中华人民共和国商业银行法修正案（草案）》中删除了贷款余额与存款余额比例不得超过75%的规定，将存贷比由法定监管指标转为流动性监测指标，预计未来季末存款回流表内的现象将会消退。
- **货币财政“双宽”进行时**：6月份新增社会融资总额和人民贷款都出现明显反弹，这和最近政府在经济增长持续低迷的背景下加大政策支持力度有关。从银行角度来看，6月份除了贡献1.28万亿的新增贷款之外，还参与购买持有了大部分在6月份发行的总规模超过7000亿的地方政府债。鉴于实体经济虽然可能已经触底，但在短时间内缺乏向上的内生动力，我们认为央行在货币政策方面会继续维持并在边际上增强宽松的力度，但在实施层面会从之前单纯的货币宽松转向有规划的配合“积极的财政政策”的推进。

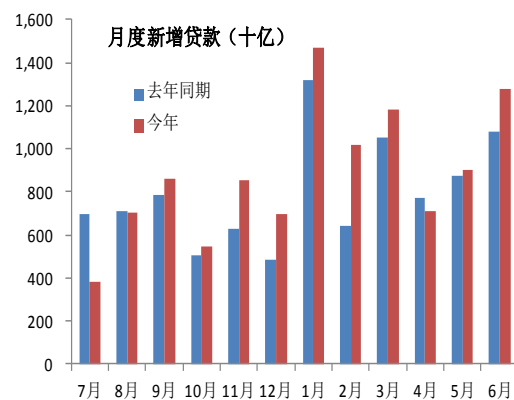
章俊
高级经济学家

联系方式

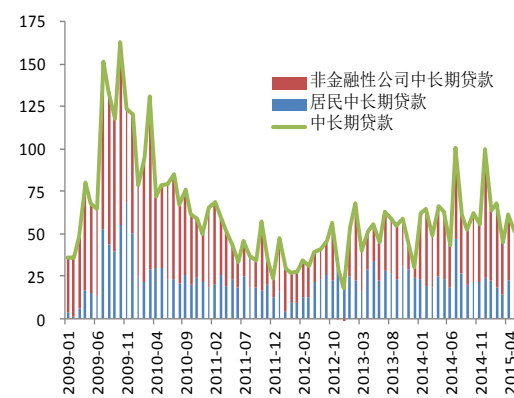
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：新增人民币贷款



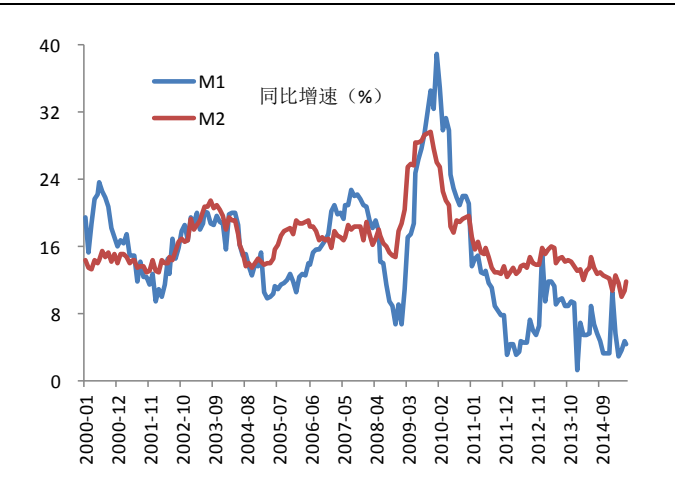
图表 2：中长期贷款占比



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

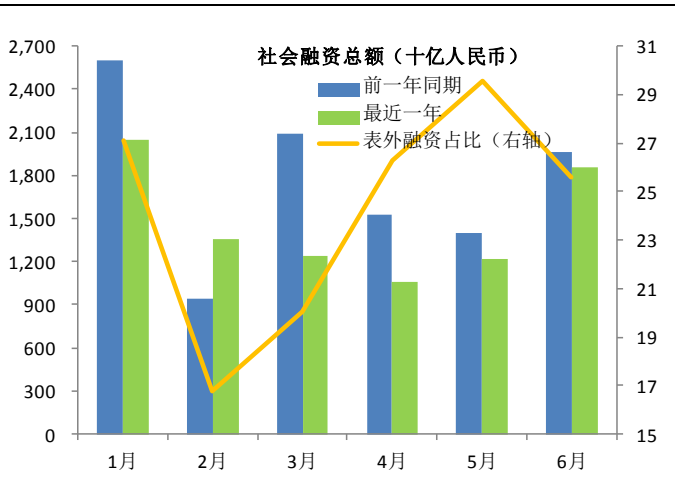
此外，在 A 股市场发生“迷你危机”之后，出于维护市场流动性并帮助市场恢复信心的要求，央行从这个角度上来说也需要在此前的基础上在一定程度上加大宽松的力度。因此央行政策的函数方程里的变量除了之前的经济基本面之外，现在还要加上防范金融市场系统性风险这个新增变量。虽然央行之前反复强调“守住不发生系统性、区域性金融风险的底线”，但这次真的是从纸面上落实到了行动上。

图表 3：货币供应量增速



资料来源： WIND, 摩根士丹利华鑫证券

图表 4：社会融资总额结构



资料来源： WIND, 摩根士丹利华鑫证券

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件与与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司