

严监管、紧信用与繁荣的终结

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

张德礼

联讯证券研究院宏观组

严监管与紧信用，在去掉影子银行刚性兑付、资金池运营、高风险偏好的资金后，实体融资呈现高评级、头部化以及短久期特征，而低评级和长久期融资品种在严监管与产品净值化改造后，没有相应的配置力量。

体现在数据上，我们看到今年非标融资转负，社融增速持续下滑，表外融资因资本金约束以及表外融资主体与表内风控要求相异，非标转标难度加剧，实体融资成本上升，信用事件频现，融资端压力正逐步向实体传导。

考虑到 PMI 样本以大、中型制造业为主，作为具有融资优势和行业份额向其集中的主体，对严监管与紧信用的反应相对滞后。但从 6 月份官方制造业 PMI 看，严监管与紧信用对它们的负反馈也开始体现。

6 月官方制造业 PMI 51.5，相比于 5 月份的 51.9 有所回落，PMI 与经济数据相背离的趋势有所缓和。从各个分项看，6 月制造业的情

况，可以概括为供需两弱、价涨量缩。

首先，生产指数有所回落，从5月份的54.1下降至53.6。这也与高频数据相一致，6大发电集团日均耗煤量，从72.2万吨降到了69.3万吨。全国高炉开工率，也从5月下旬开始放缓。

5月经济数据所反映的终端需求，出现了超预期下跌，而6月也没有出现边际改善。需求放缓向生产端传导开始加快，预计PMI生产指数还会继续回落。

其次，内需和外需同步走弱。新订单指数从53.8下降到53.2，新出口订单指数从51.2下降到49.8。

内需放缓很好理解。在地方政府去杠杆和紧信用下，基建出现了断崖式下跌，5月增速只有5%。底部可能已经出现，但融资难的问题并没有解决。广义财政收入扩张中可用于托底基建的比例是很有限的，更何况从中央的角度看，压缩基建投资也是倒逼地方去杠杆的必然选择。

地产投资，可以说是需求端中的一枝独秀了，扛起增长的大旗。在货币政策结构性宽松的过程中，短期我们难以看到地产政策的放松，更大概率是继续从紧，否则宽松所释放资金在逐利性和经营性的考量下，会进入楼市催生更大的泡沫。近期收紧房企海外发债、降低棚改货币化安置比例，其实已经释放了调控会继续趋严的信号。

这意味着，房企融资难的局面不会改变，地产投资增速继续回落。

5月消费增速明显回落，有端午节错月的因素，6月大概率会反

弹。但即便如此，我们认为消费增速中枢是下移的，棚改货币化安置比例降低对三四线城市消费的拖累会逐步显现。

新出口订单指数，时隔 3 个月再次降到荣枯线以下。印证了前期几个月出口高景气度，源于贸易战预期下的抢出口。未来局势不明朗，对出口的压制预计会继续体现。

再次，原材料库存指数下降，但产成品库存指数上升。原材料库存指数 49.6 大降至 48.8，产成品库存指数从 46.1 提高至 46.3。

产成品库存指数回升，源于供需两弱下的被动累积。生产指数与新订单指数之间的剪刀差，从 0.3 微弱回升到 0.4。

原材料库存下降得比较明显。一方面是生产放缓，使得所需要的原材料减少。另一方面是原材料涨价对补库的压制，后面我们会提到。

最后，两大价格指数同步上涨。主要原材料购进价格指数，从 56.7 提高到 57.7；出厂价格指数从 53.2 小幅提高到 53.3。受此影响，我们预计 6 月份 PPI 同比，继续回升到 4.5%。

原材料涨价，与高频数据一致。6 月铁矿石和国际油价整体出现了上涨，但这种涨价更多是供给端制约，并非需求改善，缺少支撑难以持续。

产成品涨价，我们认为主要是成本端的传导，前文已经分析过，供需两弱下库存是被动累积的。由于原材料价格的强势难以持续，将逆转产成品价格，尤其是在被动补库的情况下。

整体而言，经济处于下行通道是不争的事实。严监管与紧信用下，

需求回落向生产端传导。在这轮行业集中度提高的过程中，市场份额向大型倾斜，中小民企加快出清，经济运行情况要比 PMI 反映的更弱。

在融资约束和外部压力对经济拖累逐步显现的背景下，除了需要定向降准与再贷款加大对小微企业的支持力度外，我们还需要：积极的财政政策以盘活存量财政存款；创设资本补充工具增强银行资本；表内存款利率市场化缓解表内存款荒压力；适度放松部分监管约束，打通银行流动性向非银机构传导通道，以增强市场风险偏好，一方面缓解定向降准对债转股实施的制度约束，另一方面能够将资金更好的扩散到部分被市场错杀的低评级与长久期融资主体。

货币政策结构性宽松和融资需求回落，给长端利率下行打开了空间，利率债和高等级信用债仍具有配置价值，但需要提防违约冲击下低等级信用债利差的走扩。短期来看，股票市场在大跌之后有技术性反弹的空间，但趋势性的机会不大，经济下行和贸易战不确定性的压力仍在。而大宗商品更多是供给端的推动，目前来看影响是边际减弱的，大宗商品价格处于下行通道。