

固收点评 20190813

7 月金融数据点评：需求不足信贷低位，票据大减社融下行

2019 年 08 月 13 日

事件

■ **数据公布：**2019 年 8 月 12 日，央行公布 2019 年 7 月金融数据，7 月当月人民币贷款增加 1.06 万亿元，同比少增 3975 亿元。人民币贷款余额 152.58 万亿元，同比增长 11.9%，增速较上月末低 0.4 个百分点，比上年同期低 0.6 个百分点。7 月当月，社会融资规模增量为 1.01 万亿元，比上年同期少 2103 亿元。初步统计，7 月末社会融资规模存量为 214.13 万亿元，同比增长 10.7%。7 月末，广义货币(M2)余额 191.94 万亿元，同比增长 8.1%，前值 8.5%。**整体来看，6 月数据表现略超预期，7 月数据表现有所回落。**

观点

■ **新增信贷：信贷同比有所回落，非金融企业贷款拖累。**2019 年 7 月新增人民币贷款 1.06 万亿，同比少增 3975 亿。7 月信贷整体表现相对较差，预计与非金融企业贷款、居民贷款回落有关（这两个分项对信贷的拉动均较 6 月下行），主要与内需疲敝、外部不确定性因素增加以及房地产行业信贷收缩相关。从部门来看：居民部门贷款增加 5112 亿，比去年同期减少 1232 亿，其短贷和中长贷分别同比减少 159 亿、1073 亿；企业部门贷款增加 2974 亿，同比少增 3527 亿，其中短期中长期贷款较去年同期分别下行 1160 亿、1179 亿。从居民和企业数据来看，短贷都是下行的主要分项。另外，票据融资的拉动虽然较上月有所收窄（由 6 月的-10.79%缩窄至-7.61%），但从数据上看同比少增 1104 亿元，显示有效需求依旧相对不足。

■ **社融：信贷非标拖累社融、专项债仍有正贡献。**2019 年 7 月当月，社会融资规模增量为 1.01 万亿，比上年同期少增 2103 亿。而从存量口径（最新口径）来看，社融存量同比增长 10.70%。增速较上月回落 0.17 个百分点（去除掉地方专项债之外，7 月增速收于 9.49%，低于 6 月 9.80% 的增速）。分项角度来分析：第一、信贷对社融有所拖累。第二、非标三项下行幅度较大，其中未贴现银行承兑汇票下行较明显，对社融存量增速的拉动由-0.21 个百分点下降至-0.30 个百分点，预计与强化票据监管相关。同时信托融资下行也较大，主要与房地产信托受限相关。第三，社融中相对正向表现有两项，一是债券融资，一是地方政府专项债，其中地方政府专项债对社融拉动继续上升，7 月地方政府专项债（7 月额度为对社融拉动为 1.48 个百分点，较 6 月回升 0.12 个百分点，显示地方政府债加速发行，但也因此 8、9 月剩余额度有限（尚余 3650 亿元），除非财政有进一步强化的措施出台，不然其对社融拉动力度预计将持续减弱。

■ **M2：货币政策仍将宽松，或助力 M2 增速回升。**2019 年 7 月 M2 同比增速为 8.1%，比 6 月低 0.4%。整体来看 7 月 M2 增速略超出预期，但与之一体两面的社融增速下降显示资金需求整体不足，M2 下行也可以理解。同时 M1 与 M2 剪刀差持续扩大显示实体经济下行压力强化。展望后期：根据政治局会议强调货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，同时对经济做出的偏负面定位“经济下行压力较大”以及《2019 年第二季度中国货币政策执行报告》强调内外经济压力加大的描述，预计央行在后期仍有可能采取降准或者结构性货币政策工具，特别关注 8 月 15、24 日 MLF 到期的窗口央行的操作，我们预判 M2 后期仍将小幅回升。

■ **风险提示：**监管持续强化，货币政策超预期趋紧，财政政策发力受限。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 付昊

010-66573671

fuh@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收点评 20190812：会议确定政策基调，预计资金面较宽松》2019-08-12

2、《固收周报 20190811：颓势蔓延至服务业，欧美日九月或齐鸽》2019-08-12

3、《固收点评 20190811：货币政策依旧宽松，外部压力不容小觑》2019-08-11

4、《固收周报 20190811：利率下行资金面较宽松，央行报告定调货币政策》2019-08-11

5、《固收周报 20190810：风险信息周报

（2019.08.05-2019.08.09）》

2019-08-11

事件：央行公布 7 月金融数据

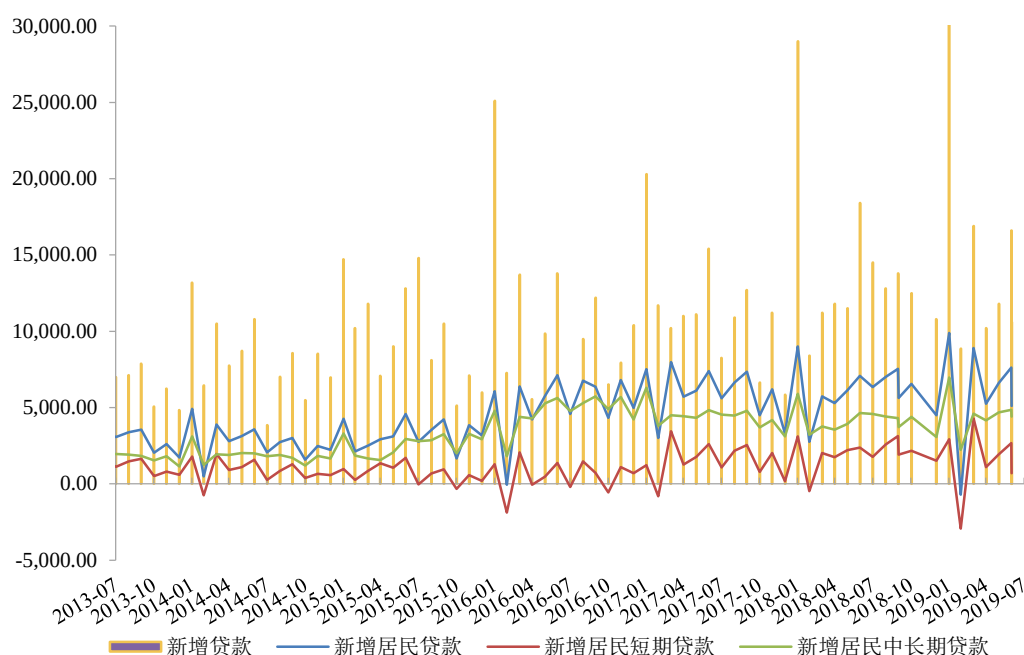
2019 年 8 月 12 日，央行公布 2019 年 7 月金融数据，7 月当月人民币贷款增加 1.06 万亿元，同比少增 3975 亿元。人民币贷款余额 152.58 万亿元，同比增长 11.9%，增速较上月末低 0.4 个百分点，比上年同期低 0.6 个百分点。7 月当月，社会融资规模增量为 1.01 万亿元，比上年同期少 2103 亿元。初步统计，7 月末社会融资规模存量为 214.13 万亿元，同比增长 10.7%。7 月末，广义货币(M2)余额 191.94 万亿元，同比增长 8.1%，前值 8.5%。

对此，我们的点评如下：

1. 新增信贷：信贷同比有所回落，非金融企业贷款拖累

2019 年 7 月新增人民币贷款 1.06 万亿，同比少增 3975 亿。7 月信贷整体表现相对较差，预计与非金融企业贷款、居民贷款回落有关（这两个分项对信贷的拉动均较 6 月下行），主要与内需疲敝、外部不确定性因素增加以及房地产行业信贷收缩相关。对于 7 月信贷，我们的分析具体如下：从部门来看：居民部门贷款增加 5112 亿，比去年同期减少 1232 亿，其短贷和中长贷分别同比减少 159 亿、1073 亿；企业部门贷款增加 2974 亿，同比少增 3527 亿，其中短期中长期贷款较去年同期分别下行 1160 亿、1179 亿。首先，居民部门贷款短贷和长贷均有所下降，预计与严查消费贷入楼市、中长期贷款转向制造业相关。其次，企业部门贷款同比少增额度达 3500 亿，表明实体融资在收缩，房地产政策收紧叠加银行季末短贷冲量在本月到期因素，系导致短贷 7 月大幅减少的原因。从居民和企业数据来看，短贷都是下行的主要分项。另外，票据融资的拉动虽然较上月有所收窄（由 6 月的-10.79%缩窄至-7.61%），但从数据上看同比少增 1104 亿元，显示有效需求依旧相对不足。7 月信贷中表现最好的是非银贷款的变化，7 月非银贷款收于 2328 亿，同比增长 746 亿，对新增信贷同比的拉动也是 7 月唯一为正的分项收于 5.14%（6 月是-9.83%）预计与银行季初应对考核，惯用非银贷款充信贷规模等因素相关。

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

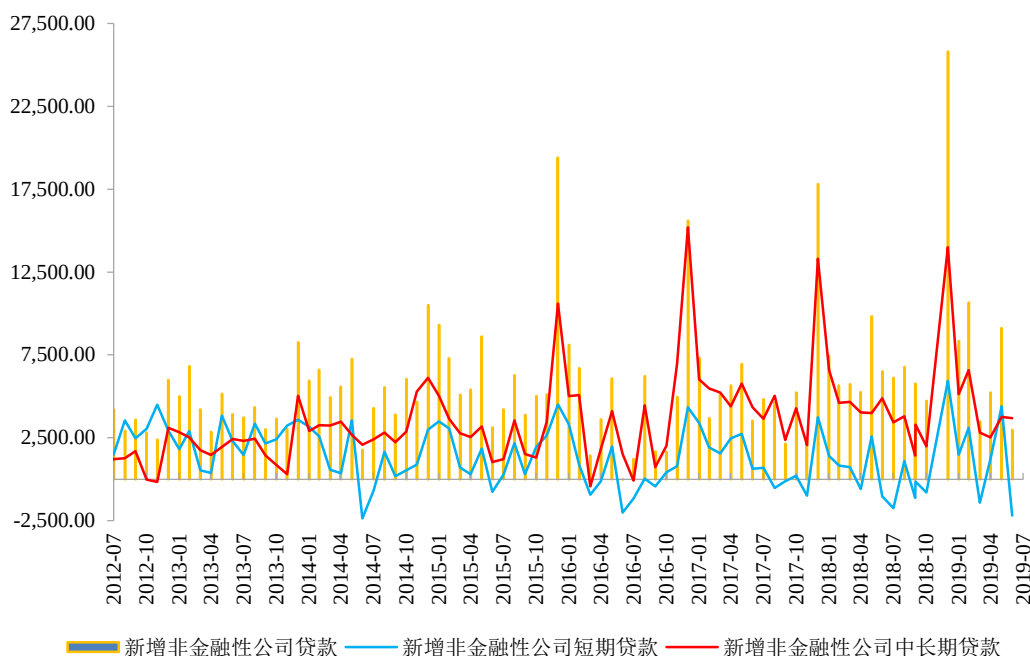
7月人民币贷款增加1.06万亿元，同比少增3975亿元。分部门看，住户部门贷款增加5112亿元，其中，短期贷款增加695亿元，中长期贷款增加4417亿元；非金融企业及机关团体贷款增加2974亿元，其中，短期贷款减少2195亿元，中长期贷款增加3678亿元，票据融资增加1284亿元，同比少增1104亿元；非银贷款增加2328亿元，同比多增746亿元。从拉动情况来看，非金融企业拉动下降至-24.32%，远远低于6月值，同时值得关注的是7月票据融资拉动为-7.61%，较6月有所回升。

表 1：人民币贷款细项拉动情况（单位：%）

年份	2018 年										2019 年						
月份	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
新增信贷同比	9.8	7.27	3.6	19.48	75.65	17.43	8.66	5.1	11.61	84.8	11.38	5.54	50.89	-13.56	2.61	-9.78	-26.90
居民部门	-22	-3.87	0.33	-2.02	8.82	3.46	1.54	17.11	3.17	20.7	3.04	-41.19	28.35	-0.22	4.19	2.96	-8.50
非金融企业	19.28	5.81	-3.66	18.62	35.93	11.9	16.83	-9.64	4.8	39.37	27.59	10.65	44.7	-19.11	-0.27	-3.88	-24.32
非银金融机构	11.11	4.95	6.92	5.43	29.47	0.68	-11.74	-3.98	3.98	26.78	-18.1	35.93	-22.38	6.2	-0.73	-9.83	5.14
票据融资	37	18.24	26.27	29.51	49.06	34.69	13.89	21.74	17.46	34.08	16.6	29.43	62.27	15.69	-2.74	-10.79	-7.61

数据来源：wind, 东吴证券研究所

图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 社融：信贷非标拖累社融、专项债仍有正贡献

2019年7月当月，社会融资规模增量为1.01万亿元，比上年同期少增2103亿元。而从存量口径（最新口径）来看，社融存量同比增长10.68%，增速较上月回落0.17个百分点。从社融各分项来看，7月地方政府专项债对社融拉动为1.48个百分点，较6月回升0.12个百分点，预计与地方政府专项债继续加速发行相关。除此之外，人民币贷款和未贴现银行承兑汇票明显低于去年同期，其中人民币贷款较去年同期少增4775亿元，对社融的拉动贡献有所下降，未贴现银行承兑汇票对社融的拉动由-0.21%下降至-0.30%，两项拉动贡献下降拖累7月社融增量。展望后期，受到地方政府专项债余额所剩不多的限制，预计社融存量的增速较7月会有所回落。

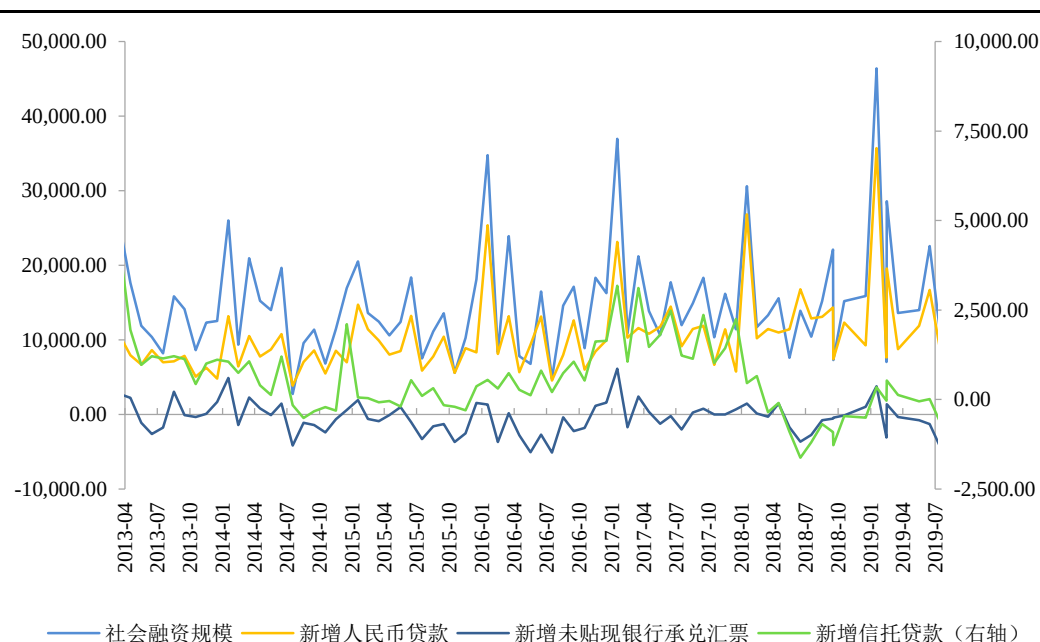
分项角度来分析：第一、信贷对社融有所拖累，具体数据上：7月信贷对社融的拉动为8.50个百分点，比6月要低（6月是8.7个百分点）。信贷对社融拉动下降的原因有三：首先、内外需求不足，对实体的信贷不足，特别是非金融企业信贷下行严重。其次、房地产严查消费贷进入楼市、同时政治局会议传递出不能将地产作为短期刺激工具、房住不炒等信号，受政策影响居民短贷下行拉低信贷增速。第三、社融口径下信贷是不包含对非银金融机构的信贷（而信贷指标是包含这个指标的，同时这个指标对信贷是唯一

正向影响的), 因此信贷对社融负向拉动更强。第二、非标三项下行幅度较大, 其中未贴现银行承兑汇票下行较明显, 对社融存量增速的拉动由-0.21 个百分点下降至-0.30 个百分点, 预计与强化票据监管相关。同时信托融资下行也较大, 主要与房地产信托受限相关。第三, 社融中相对正向表现有两项, 一是债券融资, 一是地方政府专项债, 其中地方政府专项债对社融拉动继续上升, 7 月地方政府专项债 (7 月额度为对社融拉动为 1.48 个百分点, 较 6 月回升 0.12 个百分点, 显示地方政府债加速发行, 但也因此 8、9 月剩余额度有限 (尚余 3650 亿元), 除非财政有进一步强化的措施出台, 不然其对社融拉动力度预计将持续减弱。

下面我们再来关注地方专项债发行情况: 1-7 月地方政府专项债累计发行约 16250 亿元, 7 月地方政府专项债净融资达 4385 亿元, 同环比多增约 2500 亿左右。往年专项债发行高峰在 8-9 月, 今年由于稳增长和财政前倾, 地方债发行的节奏较往年提前, 发行高峰与去年错位。尽管专项债发行加速, 但由于存在贷款、未贴现汇票两大因素, 7 月社融存量增速回落 0.2 个百分点至 10.7%。

因此综合判断, 7 月社融表现有所回落主要是信贷和非标三项中的未贴现银行承兑汇票较去年同期明显减少有关, 信贷和未贴现银行承兑汇票对社融的拉动较 6 月下降, 拖累 7 月社融增量。另外 7 月专项债对社融的拉动继续上升, 对 7 月社融有一定的支撑作用, 预计三季度受到地方政府专项债发行额度限制, 社融会呈现下行的趋势。

图 3: 社融规模 (单位: 亿元)



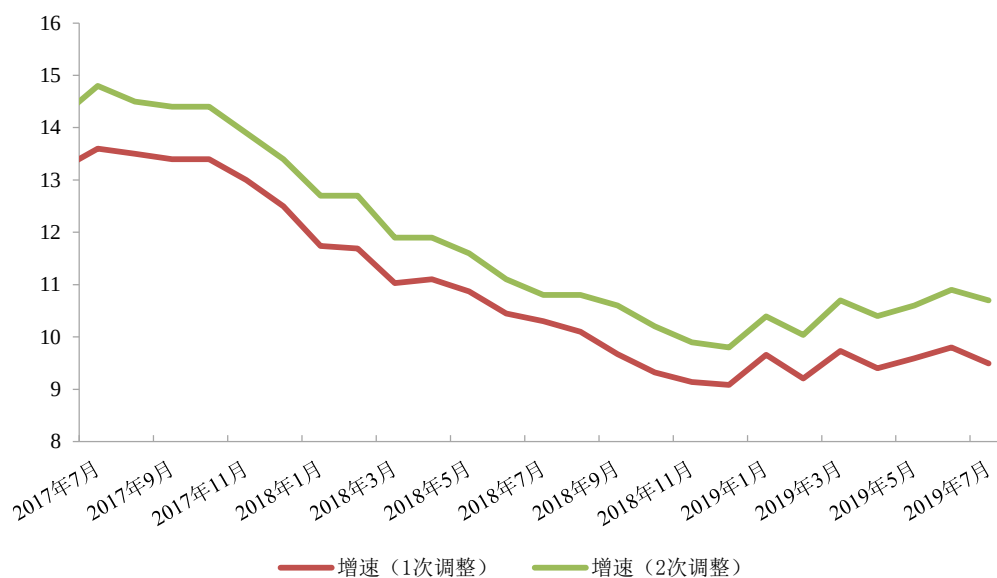
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4：社融各项同比增速（单位：%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5：社融新旧口径同比增速对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：社融新旧口径的对比（单位：万亿、%）

指标名称	社融（1次调整）	社融（2次调整）	增速（1次调整）	增速（2次调整）
2018 年 1 月	180.29	185.77	11.74	12.7
2018 年 2 月	181.43	186.92	11.69	12.7
2018 年 3 月	182.81	188.37	11.03	11.9
2018 年 4 月	184.38	190.02	11.1	11.9
2018 年 5 月	185.2	190.94	10.87	11.6
2018 年 6 月	186.53	192.37	10.45	11.1
2018 年 7 月	187.45	193.46	10.3	10.8
2018 年 8 月	188.8	195.24	10.1	10.8
2018 年 9 月	190.12	197.3	9.67	10.6
2018 年 10 月	190.62	197.89	9.32	10.2
2018 年 11 月	192.07	199.3	9.14	9.9
2018 年 12 月	193.5	200.7	9.08	9.8
2019 年 1 月	197.7	205.08	9.7	10.4
2019 年 2 月	198.13	205.68	9.2	10.1
2019 年 3 月	200.6	208.41	9.7	10.7
2019 年 4 月	201.71	209.68	9.4	10.4
2019 年 5 月	202.96	211.06	9.6	10.6
2019 年 6 月	204.81	213.26	9.8	10.9
2019 年 7 月	205.24	214.13	9.5	10.7

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表 3：2019 年 8-12 月逐月数据预测汇总（单位：亿元，%）

季度	1 季度			2 季度			3 季度 (E)			4 季度 (E)		
季度占比 (单位：%)	35.00%			22.24%			22.35%			20.41%		
月度	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月 (E)	九月 (E)	十月 (E)	十一月 (E)	十二月 (E)
社融存量同 比 (单 位：%)	10.39	10.04	10.63	10.35	10.54	10.86	10.68	10.61	10.23	10.48	10.59	10.73
社融存量值 (单位：亿 元)	205.07	205.68	208.4	209.68	211.06	213.26	214.13	215.96	217.45	218.62	220.40	222.30
M2 增速 (单 位：%)	8.4	8	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.5	8.8	8.3	8.4	8.5

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表 4：专项债拉动的分析与预测（单位：万亿、%）

指标名称	社会融资规模存量（单位：万亿）	社会融资规模存量:地方政府专项债券（单位：万亿）	社会融资规模:地方政府专项债券:当月值（单位：亿）	地方债的拉动（单位：%）
2018/5/31	190.94	5.74	1011.56	
2018/6/30	192.37	5.84	1019	
2018/7/31	193.46	6.03	1850.81	
2018/8/31	195.24	6.44	4105.99	
2018/9/30	197.27	7.18	7389.02	
2018/10/31	197.89	7.26	867.77	
2018/11/30	199.29	7.23	140	
2018/12/31	200.75	7.27	362.05	
2019/1/31	205.07	7.38	1087.9	1.02%
2019/2/28	205.68	7.55	1771.01	1.10%
2019/3/31	208.4	7.81	2531.97	1.19%
2019/4/30	209.68	7.97	1678.74	1.23%
2019/5/31	211.06	8.1	1251.10	1.24%
2019/6/30	213.26	8.45	3544.81	1.36%
2019/7/31	214.13	8.89	4385	1.48%
2019/8/31 (E)	215.96	9.06	1700	1.34%
2019/9/30 (E)	217.45	9.24	1800	1.05%

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表 5：社融存量分项的拉动情况（单位：%）

年份	2018 年								2019 年						
月份	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
人民币贷	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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_10741
