

证券研究报告 / 宏观数据

信用扩张速度放缓，社融增速持续上升动能有限

——7月金融数据点评

报告摘要：

7月新增人民币贷款9927亿元，同比少增631亿元。信贷同比走弱与去年非银贷款的高基数有较大关联。若仅考虑居民和企业部门贷款情况，7月二者同比多增2137亿元，上月为2371亿元。1) 居民端：可选消费改善及地产销售向好，继续带动居民部门加杠杆。居民新增短期贷款同比多增815亿元，说明消费端仍在持续修复，与汽车、家电等可选消费表现较好有关。居民新增中长期贷款同比多增1650亿元，与房地产销售市场持续回暖有关。2) 企业端：中长期融资需求继续向好，政策对于套利空间的约束效果持续显现。其中，企业短期贷款和票据融资规模持续回落，新增短期贷款同比多减226亿元，新增票据融资同比多减2305亿元，说明5月下旬以来的监管打击空转套利仍在进行中；7月企业中长期贷款延续高增格局，同比多增2290亿元，显示出基建、制造业对应的中长期贷款需求依然向好。低基数助力社融增速走高，但后续上升动力边际减弱。7月新增社融1.69万亿，同比多增4068亿元，社融存量增速进一步走高至12.9%。具体来看，信贷及债券融资仍是主力军，贡献当月93%的增量。企业债券发行小幅放缓，同比少561亿元，与债券市场的震荡调整和前期套利融资情况消退有关；股票融资同比多622亿元，主要源于7月IPO发行提速；非标融资同比少减3432亿元。各分项非标规模仍在压缩中，但低基数效应导致其同比降幅明显收窄。

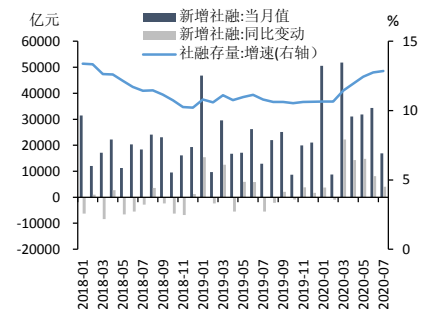
M1增速加快，M2增速回落，二者剪刀差收窄。其中，M1增速较上月末加快0.4个百分点至6.9%，显示出实体运用效率加快，企业空转套利情况有所缓和。M2增速较上月末回落0.4个百分点至10.7%，可能与货币派生速度放缓，货币政策趋于中性有关。考虑到下半年信贷投放速度逐步趋缓，M2延续二季度高增的格局或将较难复现。7月新增人民币存款同比大幅走弱，与财政存款投放加快、居民部门存款转移有关。具体来看，居民新增存款同比多减6163亿元，非银存款同比多增4600亿元。居民部门新增存款的大幅回落可能与资金流入股市，转移至非银部门有关。财政存款同比少增3219亿元，显示出财政资金投放加快，7月特别国债发行要求资金快速精准直达基层。

往后看，上半年信贷投放过快，叠加防风险政策下，企业短期贷款、票据融资以及非标融资持续压缩，后续信贷增速将逐步走弱。若根据陆家嘴论坛上易纲行长提出的今年新增信贷20万亿的目标，预计下半年信贷增速将逐步回落至13.2%，7月份13.3%的增速预计是全年高点。

稳货币基调下，金融支持实体修复力度仍在。一方面，信贷质量持续优化。居民部门信贷需求持续向好，企业中长期融资需求保持高位。另一方面，考虑到8-10月份仍有大量政府债券供给，10月前社融增速相对走稳。据测算，在全年新增社融30万亿的悲观情形下，社融增速全年高点已现；而中性及乐观情形下，或将于10月前后迎来年内高点，社融增速有望达到13.1%-13.2%。

风险提示：货币政策进一步收紧，内需缓慢修复。

相关数据



相关报告

《下半年信用投放将见缓，但同比表现趋稳——6月金融数据点评》

2020710

《社融延续高增格局，资金运用效率提升——5月金融数据点评》

2020612

《信用持续扩张——4月金融数据点评》

20200512

《3月社融创历史新高，助力经济修复——3月金融数据点评》

20200411

《疫情冲击显现，3月修复可期——2月金融数据点评》

20200312

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

7月社会融资规模增量 1.69 万亿元，同比多增 4068 亿元，前值 3.43 万亿元。7月社融存量 273.3 万亿元，同比增长 12.9%，前值 12.8%。

7月新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 631 亿元，前值 1.81 万亿元，预期 1.18 万亿元。

7月 M2 货币供应同比 10.7%，前值 11.1%。

7月 M1 货币供应同比 6.9%，前值 6.5%。

7月 M0 货币供应同比 9.9%，前值 9.5%。

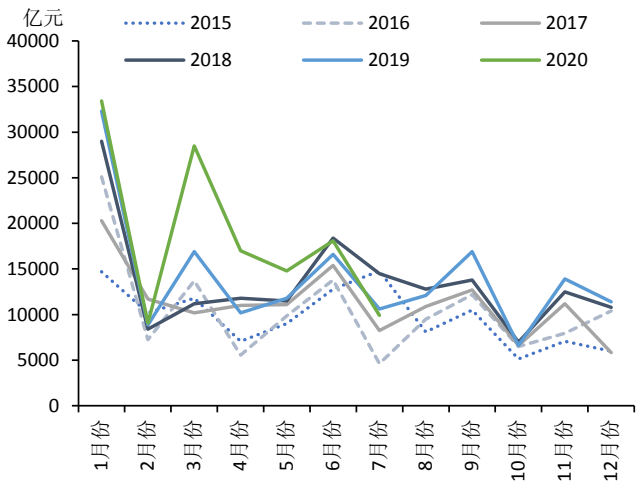
2. 企业新增中长期贷款维持高位，居民部门继续加杠杆

7月新增信贷环比走弱，符合季节性回落趋势，说明前期逆周期调节政策在逐步退潮，信贷投放转向与实体需求相匹配。7月新增信贷规模同比走弱，与去年非银贷款的高基数有较大关联。若仅考虑居民和企业部门贷款情况，7月二者同比多增 2137 亿元，上月为 2371 亿元。

居民端来看，可选消费改善及地产销售向好，继续带动居民部门加杠杆。7月居民新增贷款 7578 亿元，同比多增 2466 亿元。其中，居民新增短期贷款同比多增 815 亿元，说明消费端仍在持续修复，与汽车、家电等可选消费表现较好有关。7月全国乘用车销量同比增长 7.7%，为 2018 年 5 月以来最高增速。居民新增中长期贷款同比多增 1650 亿元，与房地产销售市场持续回暖有关。7月 30 大中城市商品房成交面积同比增 11.5%，较上月加快 2.1 个百分点。7月以来核心一二线城市房地产调控政策趋严，目前政策调控效果还未显现，预计后续地产销售保持相对平稳，对居民贷款规模仍有一定支撑。

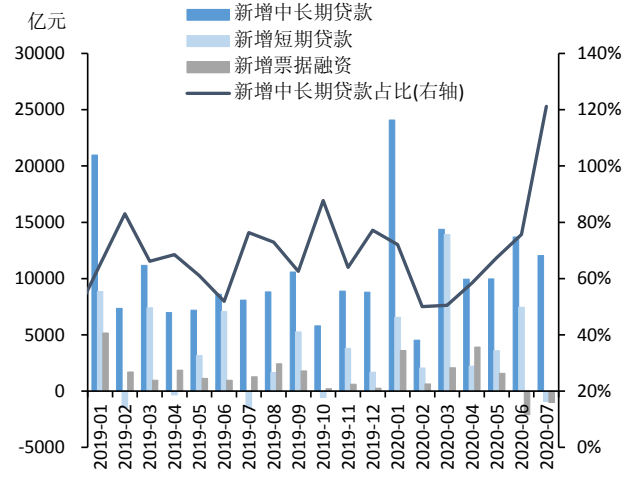
企业端来看，中长期融资需求继续向好，政策对于套利空间的约束效果持续显现。7月企业新增贷款 2645 亿元，同比少增 329 亿元，前值为 9278 亿元。其中，企业短期贷款和票据融资规模持续回落。7月新增短期贷款同比多减 226 亿元，新增票据融资同比多减 2305 亿元，说明 5 月下旬以来的监管打击空转套利仍在进行中；7月企业中长期贷款延续高增格局，显示出基建、制造业对应的中长期贷款需求依然向好，7月企业新增中长期贷款 5968 亿元，同比多增 2290 亿元。

图 1: 新增人民币贷款的季节性表现



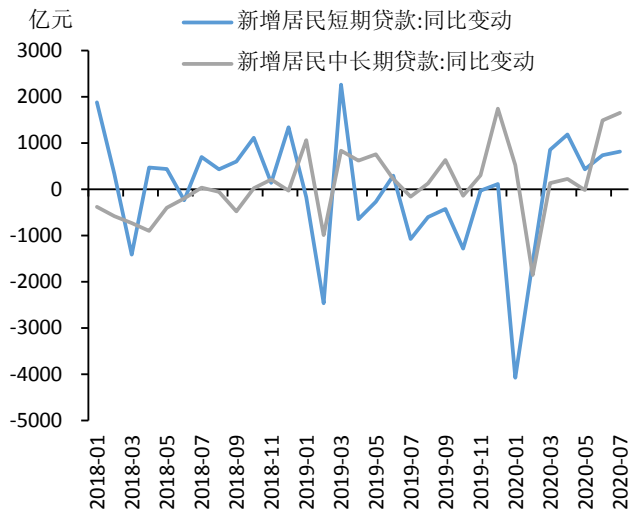
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 新增中长期贷款贡献持续增加



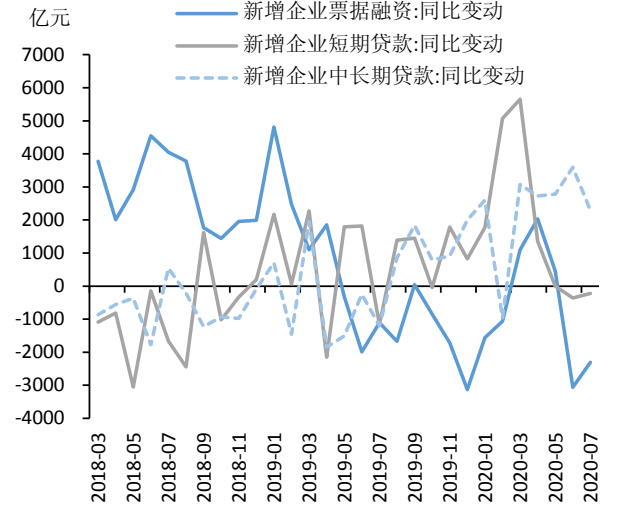
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 新增居民贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 新增企业贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

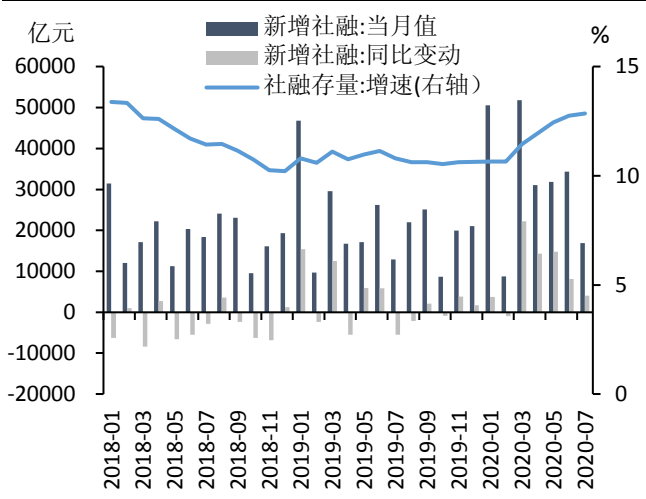
3. 低基数助力社融增速走高, 但后续上升动力边际减弱

低基数助推社融存量增速继续抬升, 但上行动力开始放缓。7 月社融存量增速为 12.9%, 较上月增加 0.1 个百分点。7 月新增社融 1.69 万亿, 同比多增 4068 亿元。信贷及债券融资仍是主力军, 贡献当月 93% 的增量。

具体来看, 1) 对实体经济发放的人民币贷款新增 1.02 万亿元, 同比多增 2135 亿元, 同比增量主要体现在居民部门加杠杆; 2) 企业债券发行小幅放缓, 与债券市场的震荡调整和前期套利融资情况消退有关。7 月企业债净融资 2383 亿元, 同比少 561 亿元; 3) 政府债券净融资 5469 亿元, 同比少 968 亿元, 主要源于 7 月地方债和一般债发行放缓, 为特别国债发行腾挪空间; 4) 股票融资 1215 亿元, 同比多 622 亿元, 主要源于 7 月 IPO 发行提速; 5) 非标融资-2649 亿元, 同比少减 3432 亿元。各分项非标规模仍在压缩中, 但低基数效应导致其同比降幅明显收窄。其中, 未贴

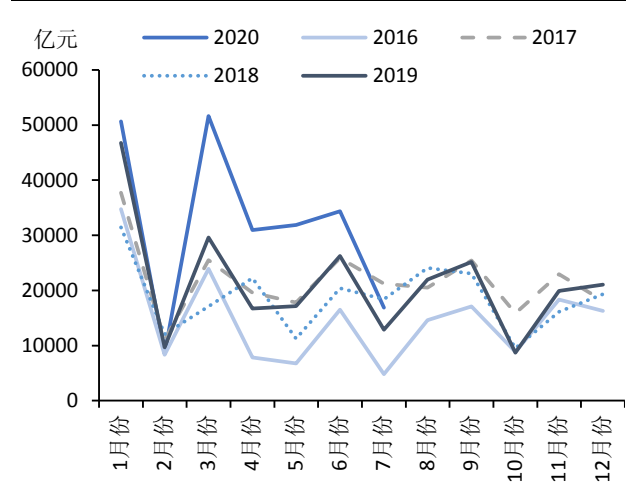
现银行承兑汇票当月回落 1130 亿元，监管打击套利效果显现。信托贷款大幅压缩，当月回落 1367 亿元，较上月降幅扩大 515 亿元。而同期委托贷款回落趋势放缓，当月仅减少 152 亿元，为 2 月以来降幅最小的月份。

图 5: 社融增量与社融存量表现



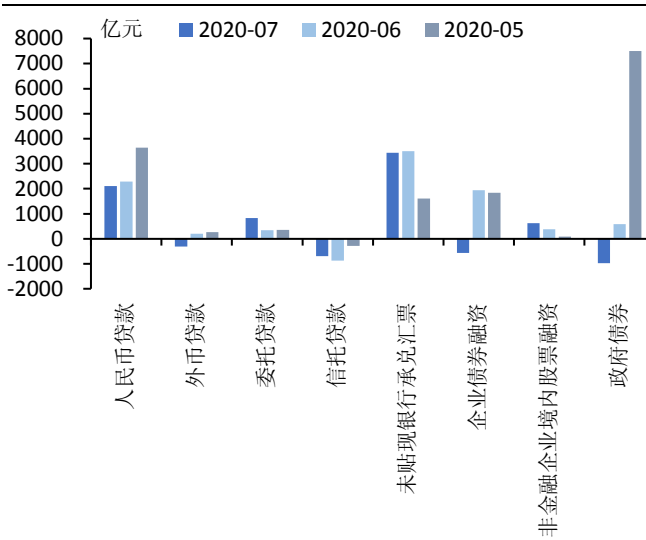
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 社融增量的季节性表现



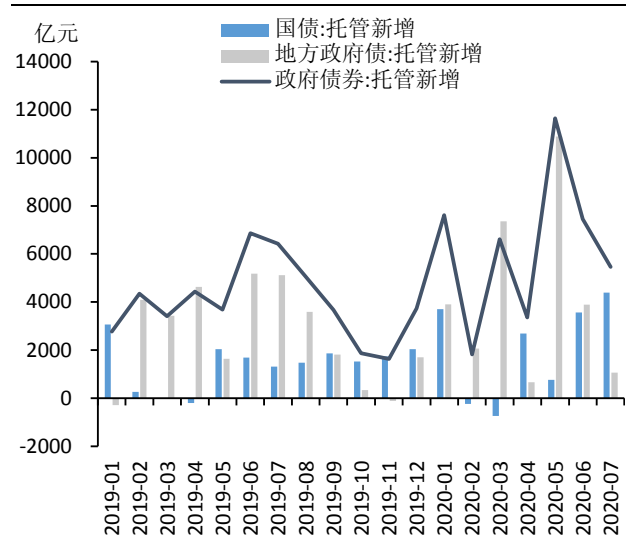
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 新增社融分项同比变动值



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 政府债券托管数据



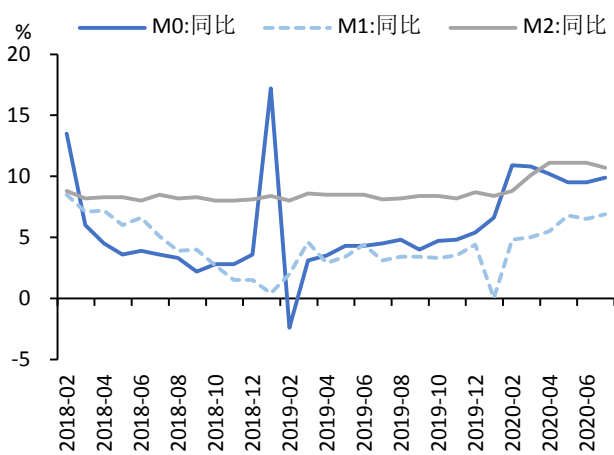
数据来源: 东北证券, Wind

4. M2、M1 剪刀差收窄，实体资金运用加快

7 月新增人民币存款同比大幅走弱，与财政存款投放加快、居民部门存款转移有关。7 月份新增人民币存款 803 亿元（前值为 2.31 亿元），同比少增 5617 亿元。具体来看，企业新增存款同比多减 1600 亿元，居民新增存款同比多减 6163 亿元，非银存款同比多增 4600 亿元。居民部门新增存款的大幅回落可能与资金流入股市，转移至非银部门有关。财政存款同比少增 3219 亿元，显示出财政资金投放加快，7 月特别国债发行要求资金快速精准直达基层。

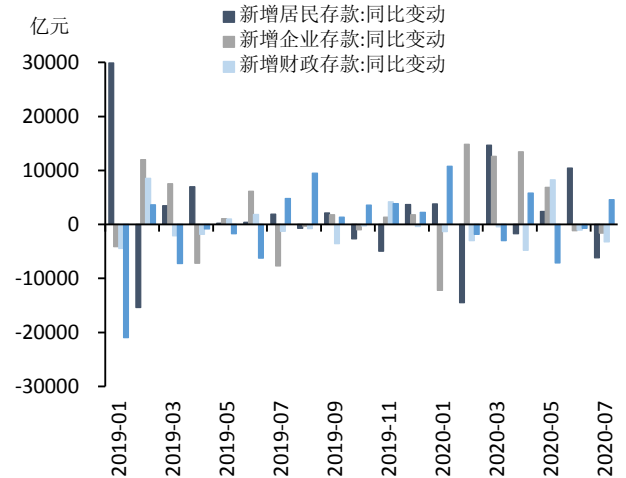
M1 增速加快，M2 增速回落，二者剪刀差收窄。其中，M1 增速较上月末加快 0.4 个百分点至 6.9%，显示出实体运用效率加快，企业空转套利情况有所缓和。M2 增速较上月末回落 0.4 个百分点至 10.7%，可能与货币派生速度放缓，货币政策趋于中性有关。考虑到下半年信贷投放速度逐步趋缓，M2 延续二季度高增的格局或将较难复现。M0 增速较上月走高 0.4 个百分点至 9.9%，由回笼转向净投放，7 月环比增加 408 亿元，增幅去年扩大 332 亿元，意味着居民取现需求高于往年同期。受疫情影响，春节前提取的现金回流速度明显弱于往年。今年 1 月 M0 环比增加 16060 亿元，按照惯例后续 3 个月内基本回流完毕，今年则持续至 6 月份，7 月开始向外净投放资金，也意味着对银行体系间的资金供给减弱。

图 9: M0、M1、M2 同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 新增存款结构同比变动值



数据来源: 东北证券, Wind

5. 信用扩张速度放缓，社融增速进一步上升空间有限

7 月新增社融的边际增长动能继续放缓，符合我们前期的判断。7 月新增社融同比增 4028 亿元，5 月、6 月分别为 14742 亿元、8099 亿元；7 月新增人民币贷款同比增 2114 亿元，5 月、6 月为 3647 亿元、2292 亿元。往后看，上半年信贷投放过快，叠加防风险政策下，企业短期贷款、票据融资以及非标融资持续压缩，后续信贷增速将逐步走弱。若根据陆家嘴论坛上易纲行长提出的今年新增信贷 20 万亿的目标，上半年已经完成 12.33 万亿，下半年剩余空间 7.67 万亿，略高于去年下半年 6.86 亿的信贷规模。预计下半年信贷增速将逐步回落至 13.2%，7 月份 13.3% 的增速预计是全年高点。从投放进度来看，上半年与下半年信贷投放比重基本为 2:1，而往年基本保持在 3:2，说明下半年信贷边际增量逐步放缓也符合投放节奏。

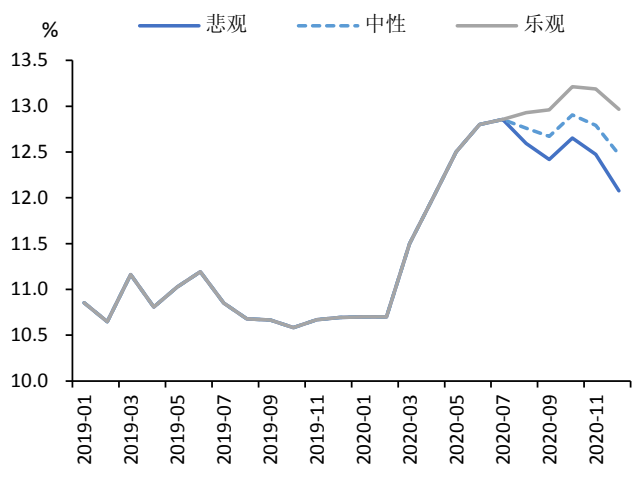
在政府债券的支撑下，后续社融存量增速或将具备进一步上行的可能性，但空间有限。据我们测算，下半年政府债券净融资规模剩余 4.56 万亿，远高于去年同期 2.26 万亿。考虑到 7 月份政府债券发行节奏放缓，10 月份前新增专项债基本发行完毕，8-10 月份政府债券每月净融资约在 1 万亿左右，而去年同期月均值为 0.4 万亿。悲观情形下社融增速全年高点已现，中性及乐观情形下，或将于 10 月前后迎来年内高点，社融增速有望达到 13.1%-13.2%。

我们对于下半年的社融增速判断如下：

- 1) 悲观情形下，若假设全年新增社融达 30 万亿，目前增速高点已现，为 7 月的 12.9%，年内逐步回落至 12%。
- 2) 中性情形下，若假设全年新增社融达 31.7 万亿，即满足 19.5 万亿新增信贷和 8.51 万亿政府债券的发行需求，10 月将迎来 13.1% 的年内增速高点，年末回落至 12.8%。
- 3) 乐观情形下，若新增信贷规模上移至 20 万亿，则年内增速高点有望达到 13.2%，年末回落至 13.0%。

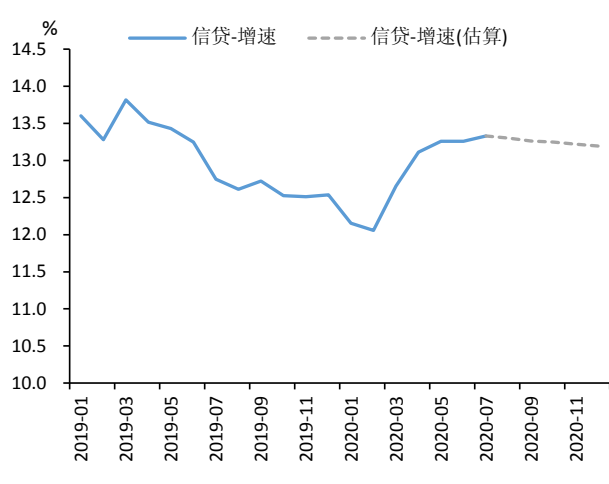
稳货币基调下，金融支持实体修复力度仍在。一方面，信贷质量持续优化。居民部门信贷需求持续向好，企业中长期融资需求保持高位。另一方面，考虑到 8-10 月份仍有大量政府债券供给，10 月前社融增速相对走稳。

图 11: 社融存量增速估算



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 信贷存量增速估算



数据来源：东北证券，Wind

风险提示：货币政策进一步收紧，内需缓慢修复。

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_3223



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn