

社融增速略增，信用扩张见顶

—7月金融数据点评

宏观研究报告

2020年8月12日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路1088号1603室

地址：重庆市江北区东升门路61号金融城2号

T2栋29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：万亮

期货从业证书号：F3048197

投资咨询证书号：Z0015573

电话：023-67071029

邮箱：wl@swfutures.com

一、7月社融增速略增，信用扩张见顶

2020年8月11日，央行发布了我国7月金融数据。初步统计，2020年7月社会融资规模增量为1.69万亿元，比上年同期多4068亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.02万亿元，同比多增2135亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少524亿元，同比多减303亿元；委托贷款减少152亿元，同比少减835亿元；信托贷款减少1367亿元，同比多减691亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1130亿元，同比少减3432亿元；企业债券净融资2383亿元，同比少561亿元；政府债券净融资5459亿元，同比少968亿元；非金融企业境内股票融资1215亿元，同比多622亿元。

初步统计，7月末社会融资规模存量为273.33万亿元，同比增长12.9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为164.92万亿元，同比增长13.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.41万亿元，同比增长9.6%；委托贷款余额为11.21万亿元，同比下降4.9%；信托贷款余额为7.18万亿元，同比下降8.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.6万亿元，同比增长8.9%；企业债券余额为26.98万亿元，同比增长21.1%；政府债券余额为42.07万亿元，同比增长16.5%；非金融企业境内股票余额为7.72万亿元，同比增长7.5%。

信贷方面，7月末，人民币贷款余额166.19万亿元，同比增长13%，增速比上月末低0.2个百分点。7月份人民币贷款增加9927亿元，同比少增631亿元。分部门看，住户部门贷款增加7578亿元，其中，短期贷款增加1510亿元，中长期贷款增加6067亿元。

尽管7月社融增速略增，人民币贷款余额增速维持高位，但从增量数据来看，7月社融增量和新增人民币贷款均低于预期。其中，新增人民币贷款由6月的1.9万亿下降为1.0万亿，未贴现银行承兑汇票由增2190亿变为减1130亿，企业债券融资减少1000亿至2383亿，但非金融企业股权融资由538亿增加到1215亿，这与近期科创板、新三板精选层企业的密集IPO与增发有关。

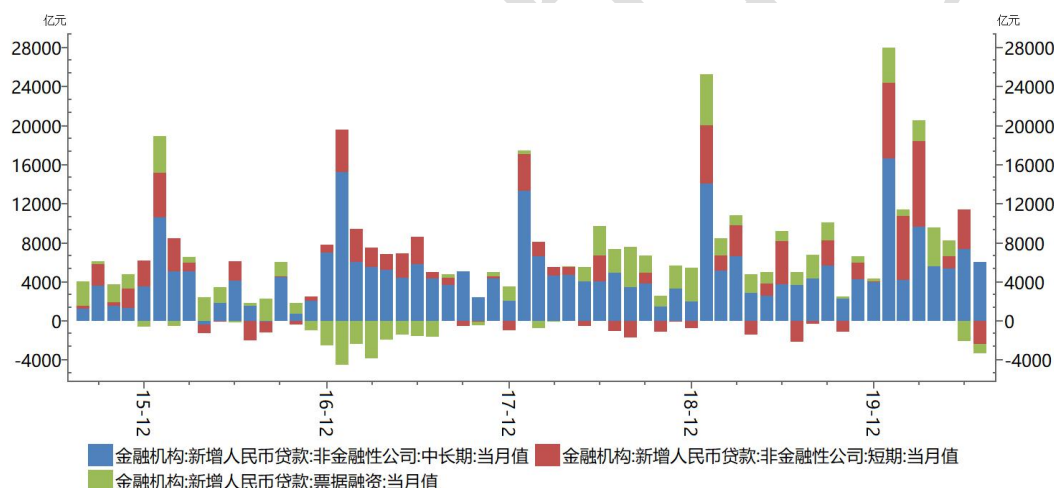
从居民信贷结构来看，7月居民新增中长期贷款6067亿，不仅大幅高于去年同期水平，也与今年6月基本持平，侧面证实了房地产销售增速维持高位。预计房地产市场的景气仍将延续。

从企业部门的信贷结构来看，企（事）业单位贷款增加2645亿元，其中，短期贷款减少2421亿元，中长期贷款增加5968亿元，票据融资减少1021亿元；非银行业金融机构贷款减少270亿元。短期贷款与票据融资的减少，可能与央行流动性与监管政策的收紧，企业套利活动减少相关，而中长期贷款维持高位，切实体现了金融部门对实体经济的支持力度。尽管总量上略有收缩，但信贷结构更趋于优化。

对于未来社融与人民币贷款增速的走向，我们判断，7月大概率是本轮信贷扩张周期的高点。6月19日，央行行长易纲在“陆家嘴论坛”上表示，预计带动全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模增量将超过30万亿元。据此计算，全年人民币贷款增速为12.1%和11.0%，远高于7月的13.3%和12.9%。截止2020年7月，社会融资规模增量累计为22.5万亿，新增人民币贷款累计为13.3万亿，分别完成年度目标的75%和67%。因此，如果按照央行的预定目标，社融和人民币贷款增速将显著回落，7月的社融和人民币贷款增速，大概率是本轮信贷扩张周期的高点。

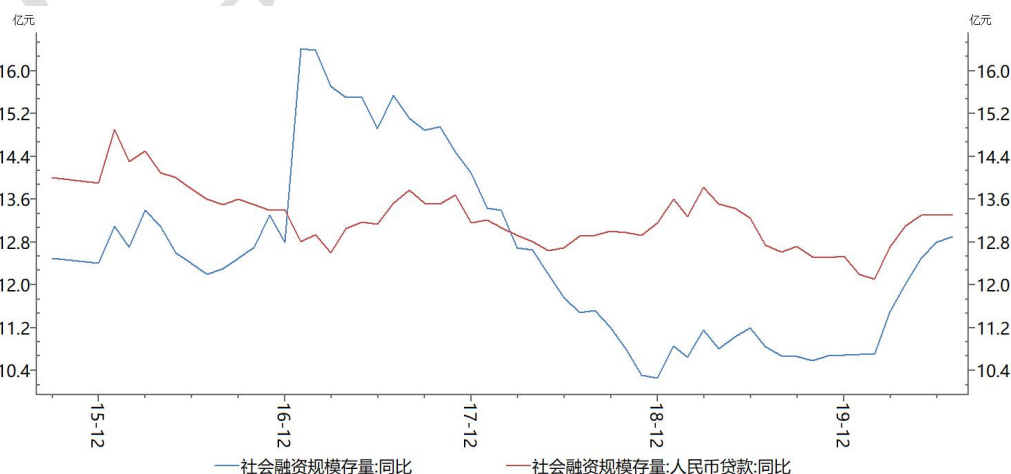
此外，按照2020年政府工作报告，2020年将新增地方政府专项债额度3.35万亿额度，而截至6月，已发行地方政府专项债2.37万亿，占比70.7%。跟随着专项债的发行节奏，政府债券发行对社融的拉动作用将明显降低。

图1：企业信贷结构



数据来源：Wind

图2：社会存量与人民币贷款增速



数据来源：Wind

2018 年以来，我国处于结构性去杠杆的过程中，社融存量增速持续下行，但始终保持略高于名义 GDP 的水平。2020 年新冠疫情爆发以来，政策重点转向稳增长，货币政策加大宽松力度，允许宏观杠杆率暂时上升，社融存量与名义 GDP 增速之差走阔。

而 2020 年二季度以来，国内经济明显修复，市场信心趋于稳定。在此背景下，疫情期间特殊的货币政策酝酿退出，宏观政策兼顾稳增长和防风险，流动性过于宽松不利于稳杠杆、防止资金空转、防止资产价格泡沫。因此，在政策基调趋于稳健的背景下，预计本轮加杠杆的空间不大，社融、M2 增速与名义 GDP 增速剪刀差将进一步收窄。

二、M1 增速上升，M2 增速回落，M1-M2 剪刀差收窄

7 月末，广义货币 (M2) 余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 3.8 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.99 万亿元，同比增长 9.9%。当月净投放现金 408 亿元。

M2 增速由 6 月的 11.1% 回落至 10.7%，与社融增量不及预期类似，随着疫情期间特殊的货币政策退出，流动性边际收紧，货币政策趋于稳健，本轮信用宽松已过高点。可以预见，未来社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速之差，可能将进一步收窄。

M1 增速则进一步上升至 6.9%，表明企业现金流状况进一步改善，盈利能力和投资信心均在回复。M1-M2 剪刀差将进一步收窄，证实经济景气度的持续回升，从股票市场风格的角度，利好周期股胜过成长股。

与社融存量增速类似，6 月 M2 增速与 5 月持平，维持在 11.1% 的阶段高位。M1 增速则有所反复，由 5 月的 6.8% 下降到 6.5%。其中，M2 增速上升，表明货币派生机制运行良好，货币乘数进一步上升，再次证实信用条件继续改善。M1 增速整体上升，则表明企业现金流状况有所改善。随着宽信用的深入推进和实体经济的复苏，预计下半年 M2 增速将维持高位，而 M1 增速有望进一步回升。

图 3：信用利差走势

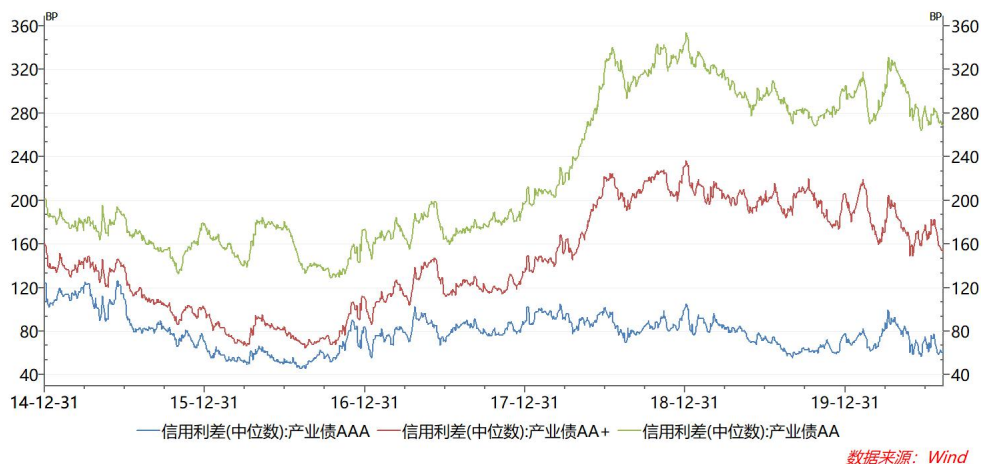


图 4：M1 和 M2 同比增速



三、宏观经济展望及利率走势展望

总结 2020 年 7 月金融数据，尽管社融存量与人民币贷款增速均维持在高位，但增量数据均不及

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_3232

