



Research and
Development Center

社融二阶增速放缓但结构改善 下半年稳货币稳信用格局将维持

—— 7 月金融数据点评

2020 年 8 月 12 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固收研究

点评报告

李一爽 分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人

联系电话: +86 13636449361

邮箱: zhoulijun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

社融二阶增速放缓但结构改善 下半年稳货币稳信用格局将维持

2020年8月12日

本期内容提要

- **事件。**2020年8月11日,央行公布7月份金融数据。7月社会融资规模增量为1.69万亿元,低于预期1.86万亿,社会融资规模存量同比增长12.9%。7月新增人民币贷款9927亿元,低于预期1.18万亿;新增人民币存款803万亿元,同比少增5617亿元。6月末M2余额212.55万亿元,同比增长10.7%,增速低于预期11.2%;M1余额59.12万亿元,同比增长6.9%,M1与M2的剪刀差缩窄0.8个百分点致-3.8%。
- 7月金融数据尽管整体略低于预期,但是结构还在改善的过程中。尽管信贷整体规模的扩张速度下降,但企业与居民中长期贷款同比均大幅增加,M1增速也在提升,反应当前经济的活跃度仍在恢复的过程中。7月社融增速从12.8%上升到了12.9%,但二阶增速可能继续下降。尽管未来信贷增速可能会有所放缓,私人部门的社融拐点在6-7月或已出现,但下半年在政府债券的推动下,广义社融增速的拐点可能要到10月。
- 6月以来货币政策出现了边际收紧,未来总量政策进一步宽松的空间已经十分有限,且前期央行对于社融与M2的态度发生了变化,显示央行更加关注信贷扩张可能带来的后遗症,宽信用的幅度可能也会边际减弱,这主要还是由于经济恢复的速度好于预期,使得央行更加着眼于跨周期调节,要求防范金融风险。但由于经济整体的恢复并不均衡,小型企业景气度仍然不足,国内消费恢复的动力仍然较弱,7-8月失业数据可能仍然有所提升,政策收紧的概率不高,即便社融出现拐点后未来大幅下滑的可能性也不高,下半年整体上仍将维持稳货币稳信用的格局。
- 从对市场的影响上看,7月社融增速不及预期,使市场对于信用扩张带来经济过热的担忧减弱,但是中长期贷款的上升与M1增速的提升都显示,实体经济的活跃度仍在上行,社融与M2增速差值进一步扩大,显示实体经济的融资需求整体仍然大于货币创造。但是考虑到社融增速继续向上的空间已经相对有限,且在房地产市场的回暖受到政策抑制的背景下,M1大幅上行的空间也仍然有限,货币活化速度较慢,对于PPI上行的推动力不足。因此在当前稳货币稳信用的格局下,债券市场短期内仍将维持在2.8%到3%的区间震荡。而对于权益市场而言,下半年稳货币稳信用的格局维持,整体上对权益市场仍然相对友好,而社融与M2剪刀差的扩大,在风格上可能将逐步从估值驱动转向盈利驱动。
- **风险因素:**经济复苏超预期

目 录

一、事件.....	1
二、新增贷款弱于预期，但信贷结构持续改善.....	1
三、社融存量增速提升，但二阶增速放缓.....	2
三、M2 与 M1 剪刀差收窄，社融与 M2 走势背离.....	4
总结：下半年整体仍将维持稳货币稳信用的格局.....	5
风险因素.....	6

图 目 录

图 1：7 月新增人民币贷款分部门环比比较（单位：亿元）.....	2
图 2：7 月新增人民币贷款分部门同比增量比较（单位：亿元）.....	2
图 3：7 月中长期贷款占比处于历史较高位置.....	2
图 4：7 月新增票据融资+未贴现票据季节性回落至近 3 年历史区间.....	2
图 5：7 月政府债券与信贷推升社融增速（单位：%）.....	3
图 6：7 月新增社融分项环比比较（单位：亿元）.....	4
图 7：7 月新增社融分项同比增量比较（单位：亿元）.....	4
图 8：7 月社融新增信贷季节性回落至历史同期区间.....	4
图 9：7 月新增企业债券融资需求进一步回落.....	4
图 10：7 月 M2 增速回落，M2-M1 剪刀差大幅收窄（单位：%）.....	5
图 11：7 月非银存款同比大幅多增（单位：亿元）.....	5
图 12：社融增速的拐点或出现于 10 月.....	6

一、事件

2020年8月11日，央行公布7月份金融数据。7月社会融资规模增量为1.69万亿元，低于预期的1.86万亿，社会融资规模存量同比增长12.9%，较上月提升0.1%。7月新增人民币贷款9927亿元，低于预期1.18万亿；新增人民币存款803万亿元，同比少增5617亿元。6月末M2余额212.55万亿元，同比增长10.7%，增速低于预期11.2%；M1余额59.12万亿元，同比增长6.9%，M1与M2的剪刀差缩窄0.8个百分点。

二、新增贷款弱于预期，但信贷结构持续改善

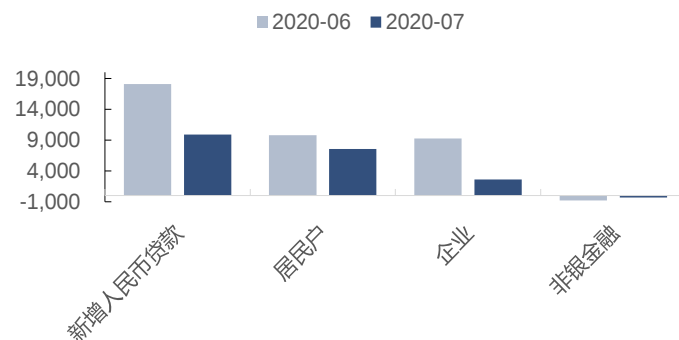
7月新增人民币贷款9927亿元，同比少增673亿元，低于预期的1.18万亿，但这主要是由于短期贷款和票据融资的压缩，中长期贷款仍保持了较高的增速。

居民部门贷款新增7578亿元，同比多增2466亿元。其中，居民短期贷款新增1510亿元，同比多增815亿元；居民中长期贷款新增6067亿元，较去年同期多增1650亿元。居民中长期贷款的改善与高频数据中30城房地产销售仍然维持了高增速相一致，显示房地产需求目前来看仍然维持韧性。

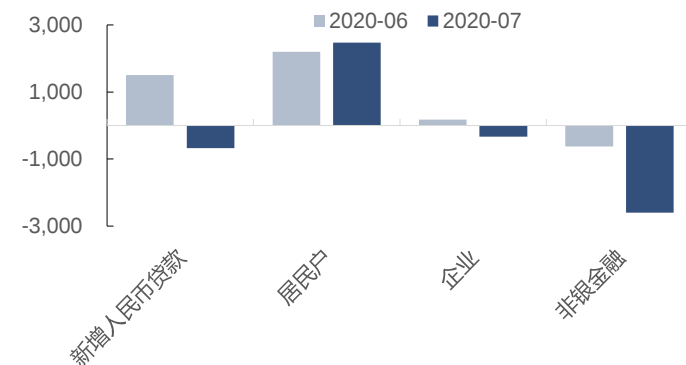
企业新增短期贷款-2421亿元，较去年同期减少226亿元，7月短期贷款一般均会季节性回落，但今年降幅更大，或与年初大规模短贷投放的到期有关；企业中长期贷款新增5968亿元，较去年同期大幅增加2290亿元。企业中长期贷款占比持续上升，显示实体需求仍在恢复过程中。尽管二季度以来，企业中长期贷款持续放量，但二季度企业固定资产投资贷款增速的回升仍然弱于经营性贷款增速，显示中长期贷款中仍有一部分用于补充企业营运资金。主要固定资产投资项目或仍用于基建领域。

新增票据融资-1021亿元，同比减少2305亿元，是新增贷款的最大拖累项。从季节性的角度看，7月信贷数据中的票据融资与社融数据中的未贴现票据之和均会出现较大幅度的下滑。尽管新增票据融资下滑，但社融中的未贴现少减3432亿元，整体仍符合历史规律。而银行表内票据融资的增速下滑，一方面是由于打击资金套利背景下，7月票据融资成本中枢较6月进一步提升带来的套利空间下降；另一方面，也是与银行信贷额度受限的情况下，银行优先保证中长期信贷投放，而压降了票据融资规模有关。

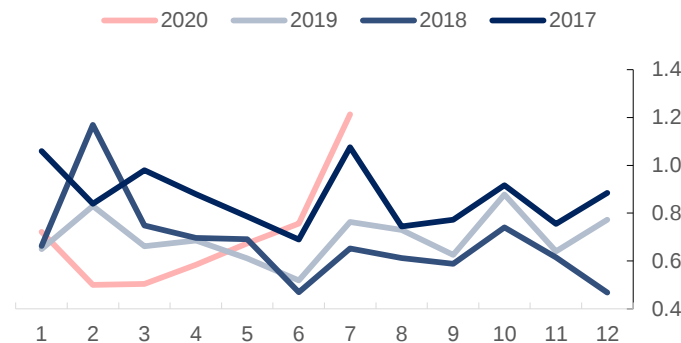
此外新增非银金融机构贷款-270亿元，维持负增长，环比多增520亿元，同比大幅下滑2598亿元，或显示出在打击资金空转的背景下，金融体系内部仍在去杠杆过程中。

图 1：7 月新增人民币贷款分部门环比比较（单位：亿元）


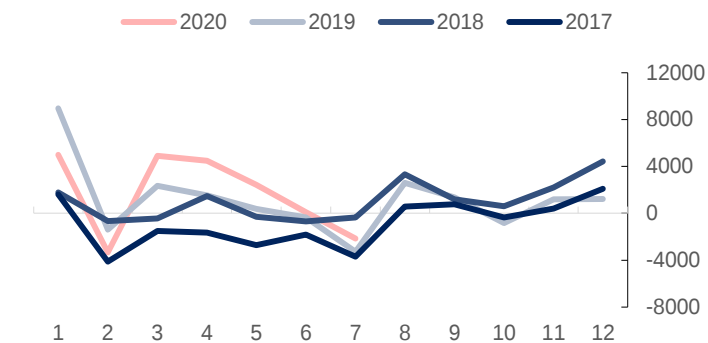
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：7 月新增人民币贷款分部门同比增量比较（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：7 月中长期贷款占比处于历史较高位置


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：7 月新增票据融资+未贴现票据季节性回落至近 3 年历史区间


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、社融存量增速提升，但二阶增速放缓

7 月社融新增 1.69 万亿元，比上年同期多增 4027.89 亿元，环比减少 1.74 万亿。7 月新增社融规模的回落有一定的季节性，接近近三年平均水平。7 月社融同比增长 12.9%，较 6 月小幅提升 0.1%，未贴现银行承兑汇票降幅减少成为推动 7 月社融继续高增的主要因素，7 月人民币贷款增速边际贡献小幅回升。

从结构上来看，尽管信贷口径的人民币贷款减少，但由于非银贷款的大幅下降并不影响社融，社融口径的人民币贷款 1.02 万亿，仍然比 2019 年高出 2113.93 亿元，这也是信贷对社融贡献提升的主要原因。考虑全年新增近 20 万亿信贷，下半年或剩

余 7 万亿左右额度，则下半年月度信贷投放规模或均将处于历史同期平均水平附近。

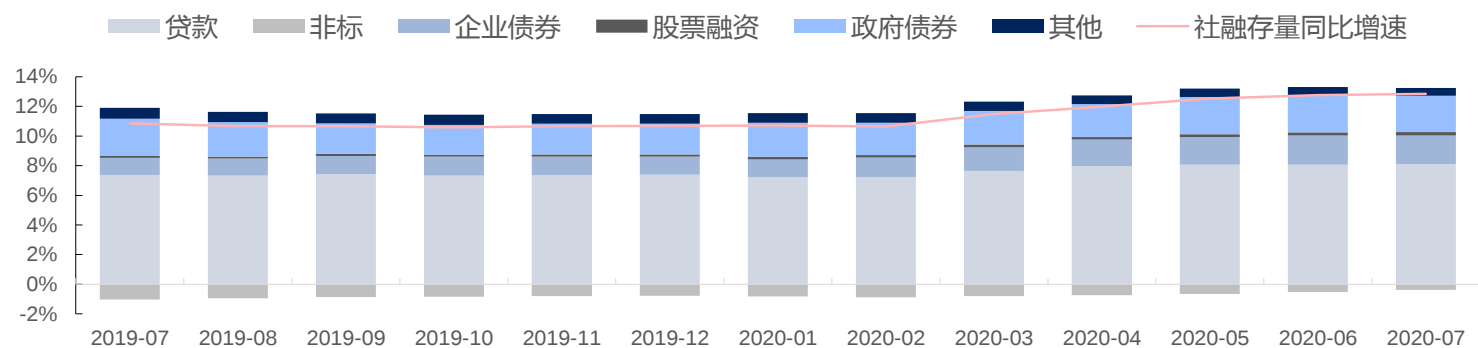
政府债券融资新增 5459 亿元，环比减少 1991 亿元，同比减少 968 亿元。7 月为市场化发行剩余 7100 亿抗疫特别国债腾挪空间，一般国债及地方政府债发行规模较历史同期大幅下滑，此外 7 月国债与地方债到期总量达 6685.40 亿元，为年内到期高峰，因此 7 月政府债券融资新增环比、同比均有所回落。

非标融资新增-2649 亿元，同比多增 3576 亿元；具体来看，7 月新增委托贷款减少 152 亿元；新增信托贷款减少 1367 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 1130 亿元，同比少减 3432 亿元。新增信托贷款持续下滑或体现监管全年压降万亿规模融资类信托的要求，但同比下滑幅度较上月有所回落或因资管新规过渡期延长一年进而一定程度减缓下半年信托压降压力。但考虑监管层强调过渡期延长不代表整改的停滞，年内非标压降或仍将继续。

7 月新增企业债券融资 2383 亿元，环比减少 1000 亿元，同比减少 561 亿元。尽管 7 月取消发行的比重有所回落，但是随着企业债券融资成本较 6 月进一步回升，企业债券融资需求较前期有所下滑。

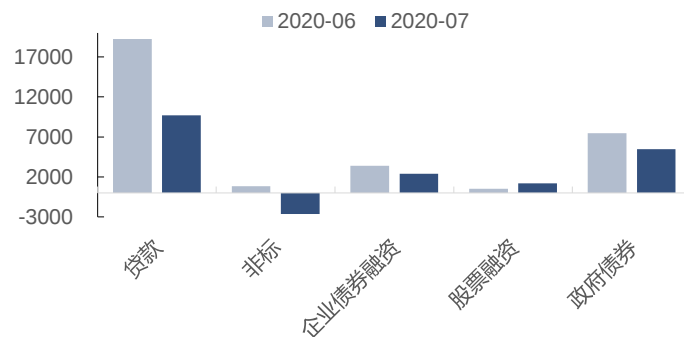
7 月新增非金融企业境内股票融资 1215 亿元，环比多增 677 亿元，同比多增 622 亿元，主要系 7 月科创板 IPO 融资规模大幅上升所致。

图 5：7 月政府债券与信贷推升社融增速（单位：%）



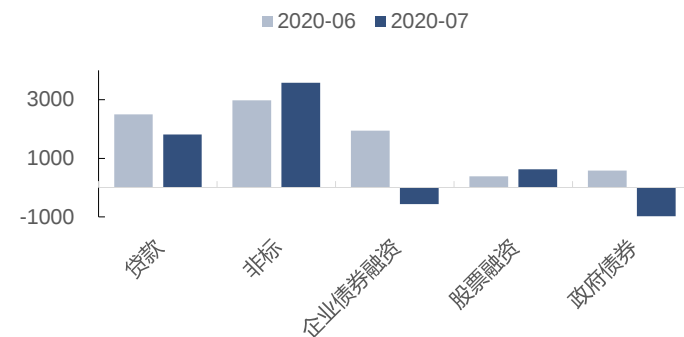
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：7 月新增社融分项环比比较（单位：亿元）



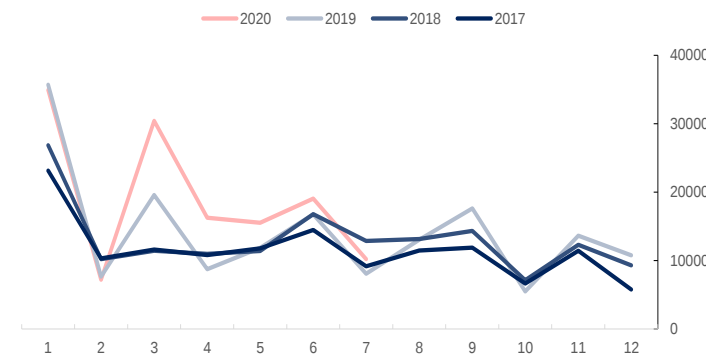
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：7 月新增社融分项同比增量比较（单位：亿元）



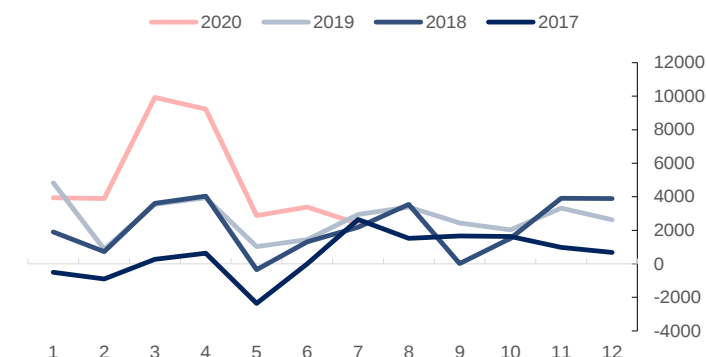
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：7 月社融新增信贷季节性回落至历史同期区间



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：7 月新增企业债券融资需求进一步回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

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_3249

