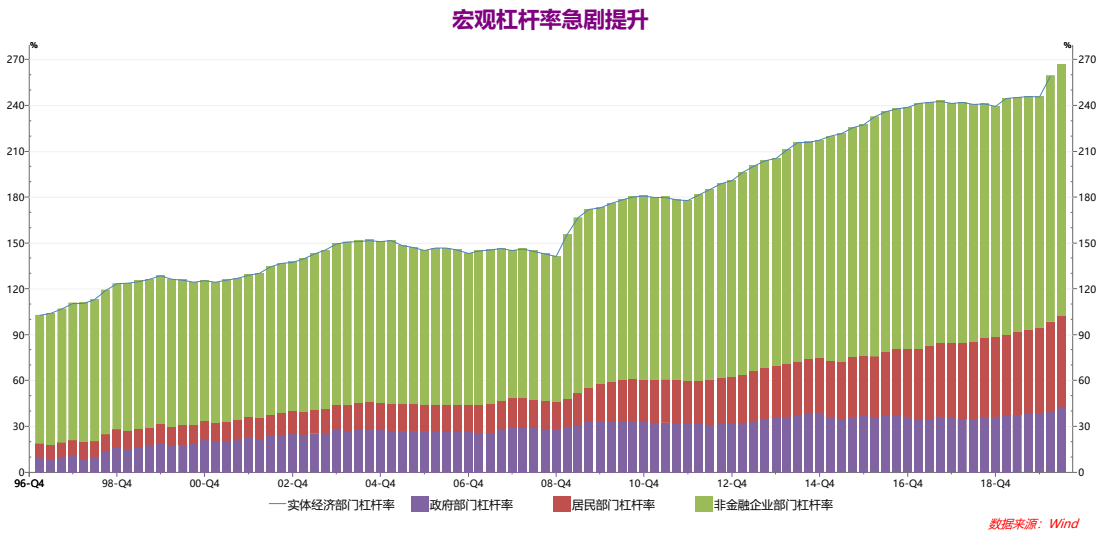
环比下跌，数据出现结构性变化

——评 7 月货币金融数据

昨天晚些时候，央行公布了 7 月货币金融数据，多数数据环比出现下跌，市场大呼低于预期，其实，这并不值得惊讶。早在陆家嘴论坛上，易纲行长就表示，“全年的人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元”。而 1 到 6 月，新增社融规模达到 20.83 亿元，新增人民币贷款 12.3 亿元。实际上已经预示了下半年的社融规模和人民币贷款将低于上半年。而 7 月的中央政治局会议将货币政策重新定调为 **“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”**，这一提法和前次政治局会议的的提法，即货币供应量和社会融资规模明显高于上年出现了明显不同，政治局会议更加强调货币政策的结构性，强调 **“精准导向”**。这些精神均在近期的货币金融数据中有所体现。

而更加适度灵活的货币政策的边际放缓的背景在于资金体外循环，以及宏观杠杆率的不断创下新高，积累了一定的风险。

图 1:不断创下历史新高的宏观杠杆率

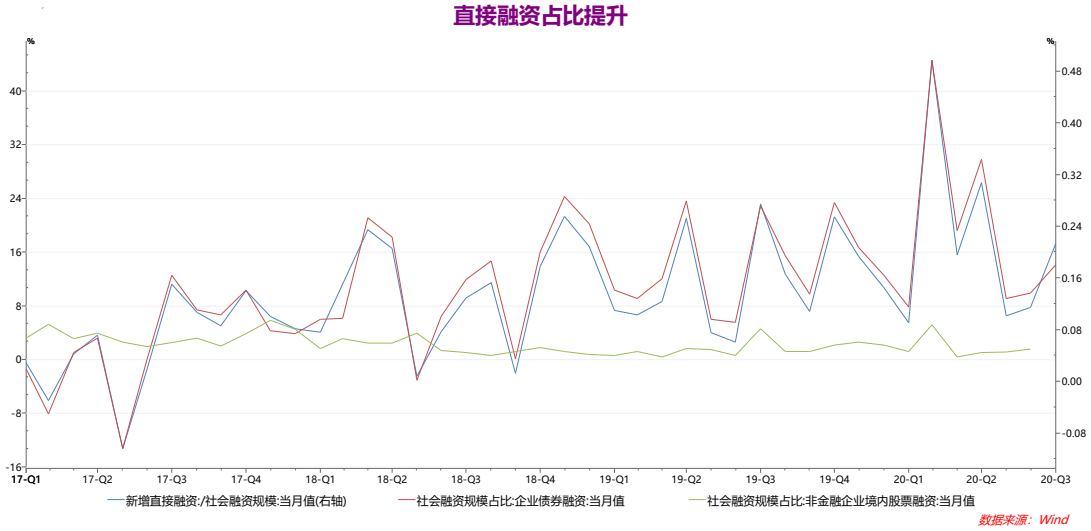


资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

数据显示，新增社融规模 16900 亿元，同比增 31.29 亿元，新增人民币贷款 10200 亿元，同比增 26.14 亿元。从累计数字看，1 到 7 月新增社融 22.52 万亿元，新增人民币贷款 13.35 万亿元。如果易纲的目标成立的话，那么接下来的 5 个月，平均每月新增社融的规模为 1.496 亿元和 1.33 亿元。和上半年的三季度比幅度有所放缓，也可能低于去年的同期水平。

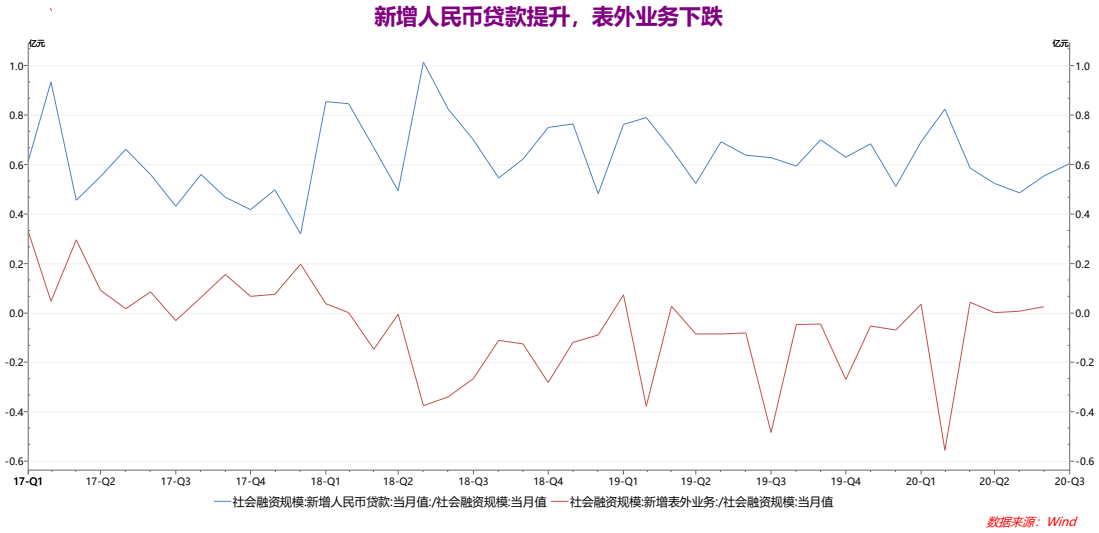
从结构性变化和优化看，主要体现在以下几个方面：一是直接融资比重提升，特别是非金融企业的股权融资提升。近期，有关方面明显加快了新股和再融资的速度。这对改善我国的融资结构，降低杠杆率意义重大

图 2：直接融资占比提升



二是新增人民币贷款占社融比重提升，表外业务大幅收缩。表外业务环比大跌 410.55%，同比增速从 140.17%大幅放缓到 57.45%，三个项目全面大幅收缩。

图 3：新增人民币贷款提升，表外业务下跌

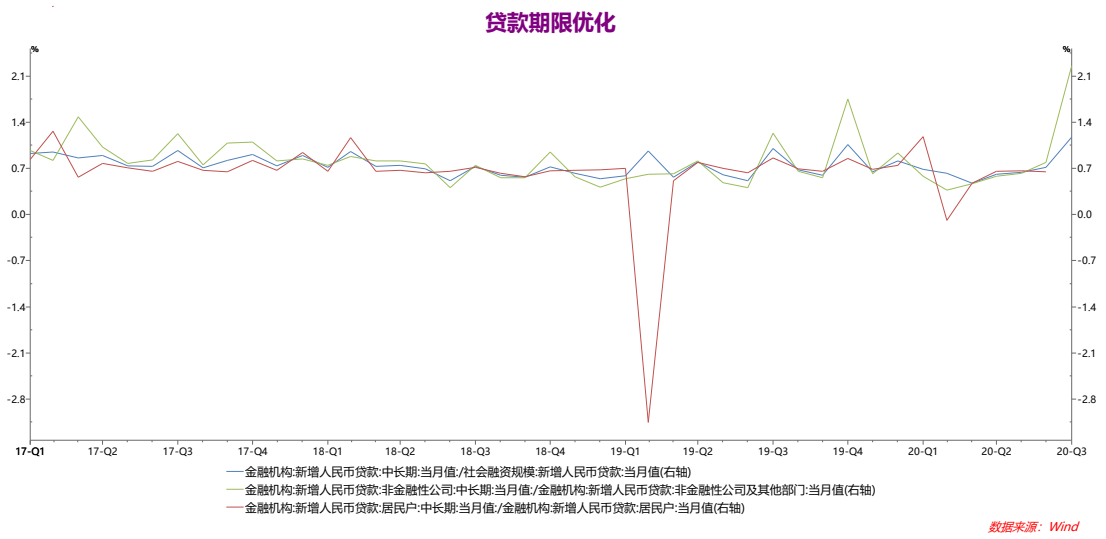


资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

三是中长期贷款比重大大提升，人民币贷款的期限结构得到优化。短期贷款下降.其中，居民贷款中，短期贷款环比下降明显，中长期贷款也出现下降，但相对比较平稳，中长期贷款占比从 65%大幅提升到 80%。而非金融性公司短期贷款负

增长，中长期贷款同比 62.26%。

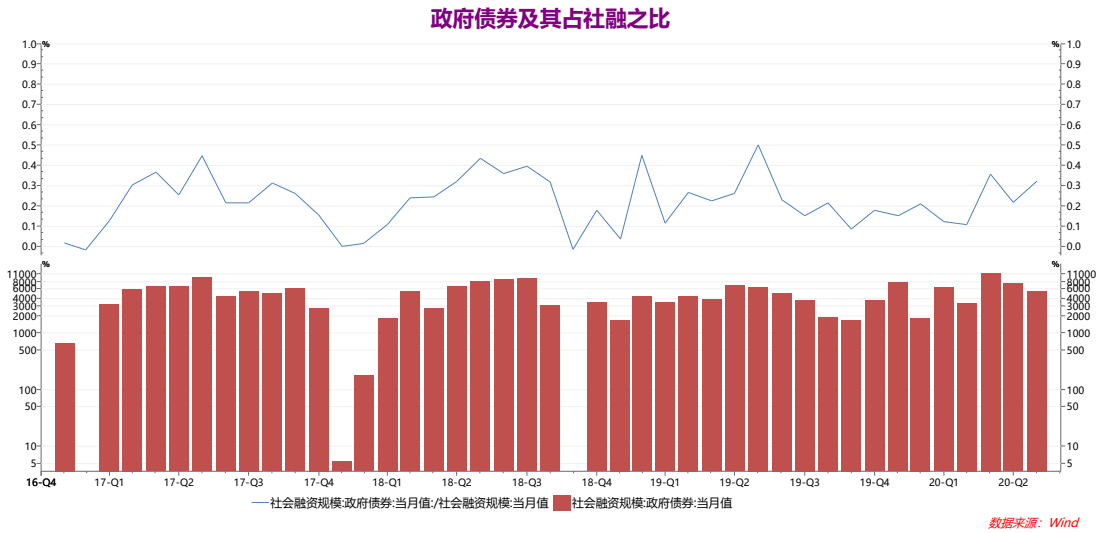
图 4：贷款期限优化



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

四是政府债券发行放缓，7 月发行 5459 亿元低于 6 月的 7450 亿元，更是低于 5 月的 11362 亿元，但是占比提升，达到 32%。

图 5：政府债券及其占社融之比

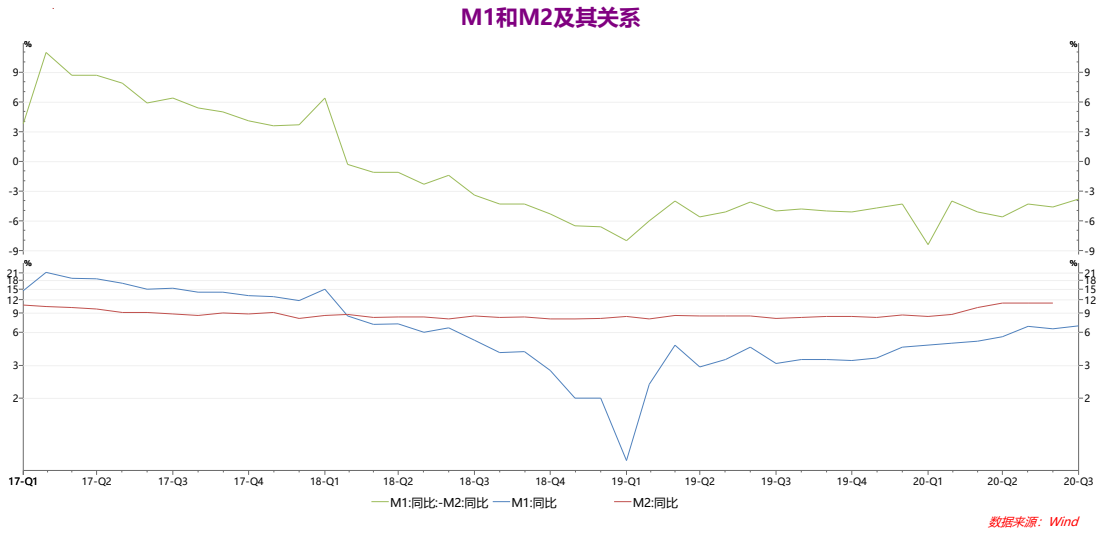


资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

中央结算公司的中债数据显示，7 月发行国债 9005.9 亿元，地方债 2722.38 亿元，1 到 7 月共发行国债 34344 亿元，同比增 81.6 亿元。1 到 7 月共发行地方债 37586.43 亿元，同比增 10.77%

在 M1 和 M2 方面，7 月 M2 同比增速从 11.1%回落到 10.6%，M1 报 6.9%，前值为 6.5%。M1 和 M2 的倒挂幅度从-4.6%缩小到-3.8%。

图 4：M1 和 M2 及其关系



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

从 M1 的结构看，在 591200 亿元的 M1 中，单位活期存款为 511300 亿元，同比多增了 30946.14 亿元,环比减少了 13558.56 亿元;流通中货币为 79900 亿元，同比多增 7210.75 亿元。

在 M2 的结构中，对 7 月 M2 同比构成了正向效应的有：财政存款因财政投资大增而少增了 3219 亿元，非银金融机构存款因市场大火而多增了 4600 亿元。而

对 7 月 M2 同比构成了负面向效应的是非金融企业存款多减了 1600 亿元，居民存款多减了 6163 亿元。

综上分析，7 月社融继续出现较高速增长，但是低于市场预期，而结构出现明显的改变和优化。

但 M2 增幅回落，居民存款多减明显，可能对消费提升相对不利。M1 中活期存款多增明显，市场流动性显示依旧比较充足。

（银河期货研究所 20200812）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn