“社融-M2”剪刀差走阔

——2020 年 7 月金融数据点评

7 月我国新增人民币贷款 9,927 亿元（预期值 1.2 万亿元），新增社融 1.69 万亿元（预期值 1.85 万亿元），M2 同比增长 10.7%（预期值 11.2%），均低于市场预期。

一、信贷：总量季节性回落，结构持续改善

7 月新增人民币贷款 0.99 万亿元（同比少增 0.07 万亿元，环比少增 0.8 万亿元），**表现基本符合季节性，且信贷结构延续了自 3 月以来的改善势头。**

7 月新增企业贷款同比基本持平，但环比回落 2,237 亿元。其中，中长贷同比多增 2,290 亿元，环比回落 1,380 亿元，占比上升至 236%（前值 79%），**指向基建领域融资需求依然较强，制造业中长期融资的政策支持加码。**短贷和表内票据融资当月分别减少 2,421 亿元和 1,021 亿元，指向在经济逐步回暖的背景下，**前期给予企业的临时性支持政策逐步退出。**7 月居民贷款同比多增 2,466 亿元，环比回落 2,237 亿元。其中居民短贷和中长贷分别同比多增 815 和 1,650 亿元，前者指向居民消费继续温和修复；**后者与 7 月房地产销售继续回暖有关，其中一线城市的修复最为显著，**30 大中城市商品房成交面积当月同比增速继续由 6 月的 9.4%进一步上升至 7 月的 10.4%。

二、社融：信贷非标回暖，发债依然低迷

7 月新增社融 1.69 万亿元（环比减少 1.74 万亿，同比多增 0.4 万亿元），其环比回落符合季节性，同比多增则主要是受到信贷同比多增 0.21 万亿元[1]和非标同比少减 0.36 万亿的推动。非标方面，委托贷款和

[1] 社融中的信贷口径不包含非银贷款，考虑到非银贷款 7 月同比减少 2,598 亿元，故在新增人民币贷款同比基本持平的情况下，社融中的信贷项同比多增 0.21 万亿。

信托贷款继续收缩，未贴现银行承兑汇票也开始收缩，但压降力度较去年同期有所减弱：虽然资管新规过渡期已延期至 2021 年末，但金融严监管态势下，预计后续非标仍面临持续的收缩压力。

由于 7 月债券收益率继续震荡上行，企业债券融资仍然低迷（环比减少 1,000 亿元至 2,383 亿元，同比亦减少 561 亿元）。而在股市较为火热的背景下，股票融资则同比多增 622 亿元。政府债券方面，7 月同比少增 968 亿元，环比回落 1,991 亿元。1 万亿抗疫特别国债于 6 月开始发行，并已于 7 月底发行完毕。由于 6-7 月一般国债和地方债均让位于特别国债发行，叠加地方政府偿债压力有所上升，近两月的净融资额基本为零。

三、货币：M2-M1 剪刀差收窄

7 月 M2 同比增速环比下降 0.4pct 至 10.7%，M1 同比增速环比上行 0.4pct 至 6.9%，M2 与 M1 间的剪刀差收窄。居民存款同比大幅少增 0.6 万亿元，结合非银存款同比大幅多增 0.46 万亿，或与居民存款分流至股市有关。企业存款同比少增 0.16 万亿元，表现基本符合季节性。M1 增速重回上行趋势，**指向企业的复工/投资进程有所加速。此外，6 月财政支出进一步加快，同比减少 0.32 万亿，指向“宽财政”以支持实体是下半年宏观政策的主线。**

从货币创造的各个渠道看，贷款、银行自营债券投资、财政投放对 M2 形成支撑，但随着 5 月以来“宽货币”趋于收敛，市场利率开始反弹，同业投资的大幅收缩则成为 M2 的拖累项。

四、前瞻：社融增速或将于三季度内见顶

总体来看，在“稳货币”“宽信用”“宽财政”的政策组合下，7 月金融数据总量略有收敛，但结构继续优化，其中企业中长贷、居民中长贷表现尤为亮眼，指向基建/房地产/制造业领域的景气度稳步上升。需要注意的是，经济修复进程中大小企业经营状况的分化仍在加剧，且小

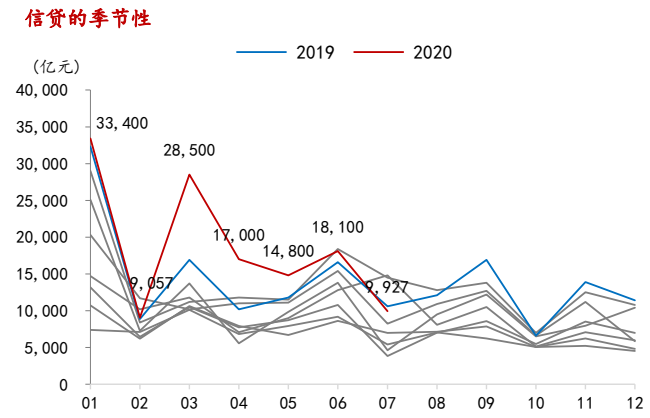
企业在供需两端均继续承压，**短贷/票据/企业债券的收缩可能加剧小企业的融资困境。**因此，一方面，央行会继续落实再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策；另一方面，预计货币市场利率继续大幅攀升的概率不高，未来相应期限的市场利率将围绕逆回购和 MLF 利率波动。

今年以来，“社融-M2”剪刀差在 1-4 月间逐步收敛，但自 5 月以来不断走阔，背后的逻辑在于：若银行同业投资投向的是二级市场而非实体，则计入 M2、不计入社融。因此，1-4 月间市场利率快速下行导致债券投资的性价比上升，银行同业投资的动力相对较强，M2 增速的上行速度便快于社融增速。**考虑到市场利率中枢上行带来的同业投资收缩压力在下半年依然存在，但预计小于 5-7 月，“社融-M2”剪刀差在三季度内或存在进一步小幅走阔的空间。**

前瞻地看，三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求的修复情况，社融增速有望在三季度内见顶。M2 方面，财政投放是下半年最重要的支撑因素，预计 M2 同比增速在下半年仍有小幅上行的空间。基准情形下，今年末 M2 和社融增速分别为 10.8%和 13%（2019 年末为 8.7%和 10.7%，2020 年 7 月末为 10.7%和 12.9%）。

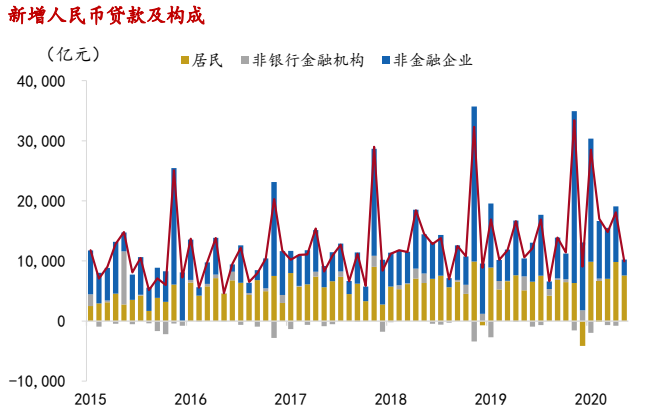
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：7 月信贷回落符合季节性



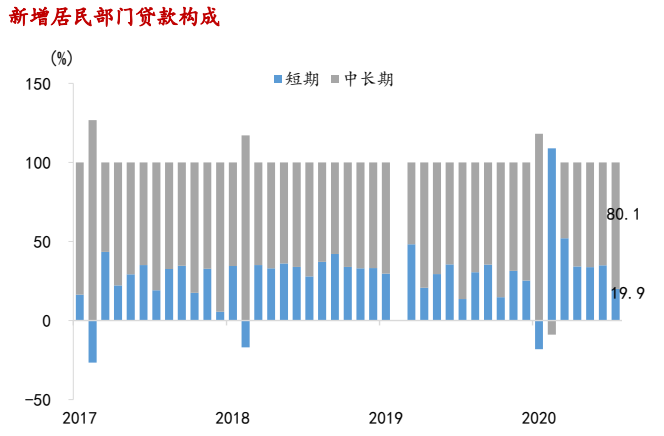
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



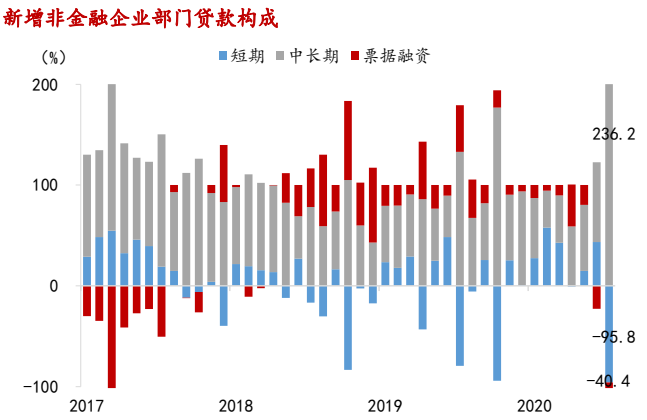
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比



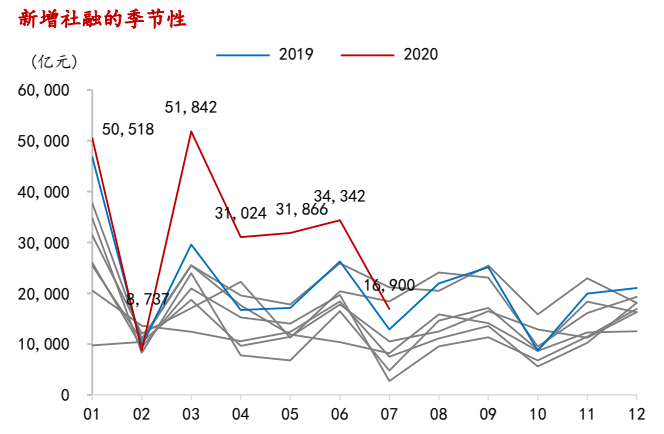
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比



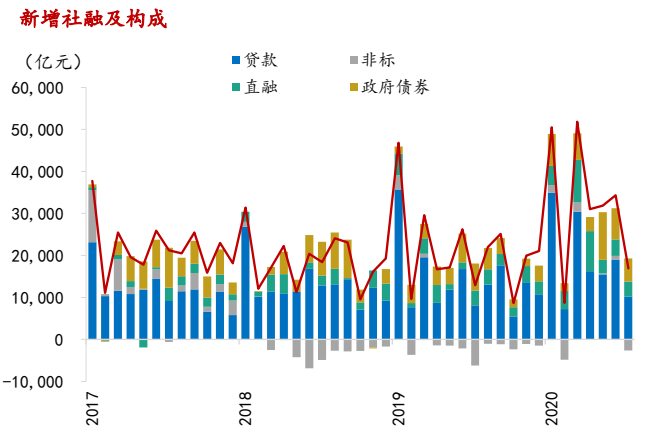
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：7 月社融季节性回落



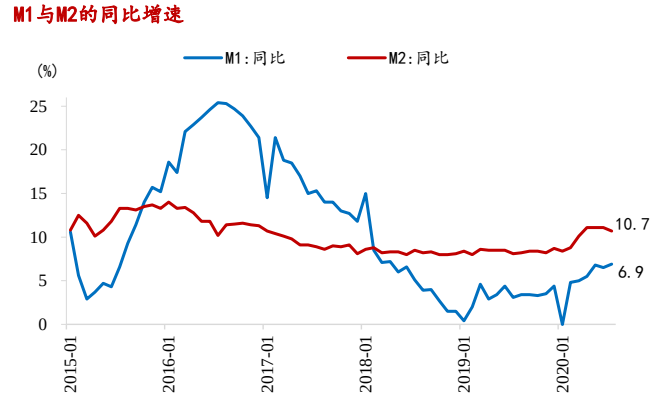
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：新增社融及构成



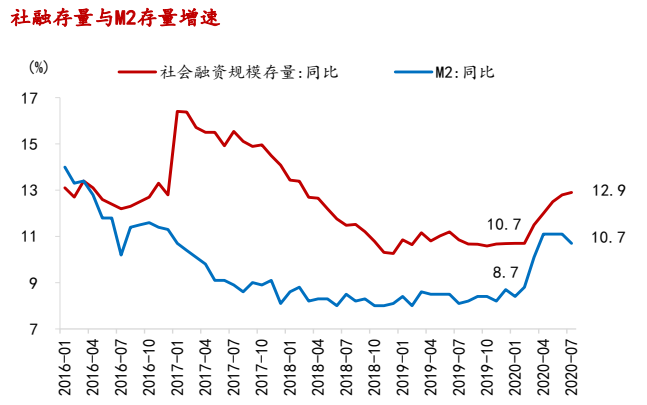
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7：7 月 M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院