# 信贷结构优化，宽信用格局未变，下半年社融增速有望迎来拐点

## ——央行 7 月金融数据点评

行业点评

● **信贷期限结构调整，宽信用格局未变，增速放缓。**信贷结构整体呈现优化格局，中长期贷款维持高增速，短贷和票据融资显著回落。随着疫情后复产复工进度加快和经济好转，央行逆周期调节力度减缓，信贷需求有所放缓，7 月份人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元。分部门来看，居民部门信贷进一步修复，企业长贷显著回升。7 月居民部门贷款增加 7578 亿元，同比多增 2466 亿元。居民短期消费贷款的进一步回升，表明随着经济的恢复，居民生活消费持续改善，不排除部分资金流向股市；而中长期住房贷款规模的持续增加，也表明居民购房意愿和需求已经逐步得到释放，并且随着部分地区住房市场的火爆，刺激居民房贷需求。企业端宽信用格局延续。7 月企业部门贷款增加 2645 亿元，中长期贷款延续高增速，短期贷款明显回落，体现了央行“总量控制，精准直达”的调控思路。短端利率回升，票据融资大幅下降。企业票据融资已经连续两月出现负增长，7 月企业通过票据融资减少 1021 亿元，票据融资成本较低，容易形成对短期贷款替代，但随着 6 月中国银保监会窗口指导部分股份制商业银行，要求对结构性存款“压量控价”，打击票据-结构性存款的套利行为，一定程度上压降票据融资。

● **社融增量环比下降，下半年增速有望迎来拐点。**7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，较 2019 年同期多 4068 亿元；环比大幅下降，除信贷少增外，表外融资、政府和企业债券增量环比下降也是重要拖累。直接融资发力，企业债券和股权融资保持较快增长。随着创业板注册制改革的进一步推进，下半年直接融资将继续推动资本市场持续发力，不断提升直接融资对实体经济的服务能力。政府债券净融资进一步回落。随着政府专项债和特别国债发行加速，三季度政府债券融资不悲观。

● **M2 增速下降，M1M2 剪刀差大幅收窄。**7 月末 M2 余额同比增长 10.7%，增速较前值回落 0.4 个百分点。M1 余额同比增长 6.9%，创 2018 年 5 月以来新高，“M2-M1”剪刀差缩窄一定程度上反应实体经济逐渐恢复，市场需求持续向好。7 月人民币存款增加 803 亿元，同比少增 5617 亿元。其中，住户存款减少 7195 亿元，非金融企业存款减少 1.55 万亿元，存款的大幅下降，与股市和楼市相对火爆相关，不排除部分居民存款搬家，流向股市的可能。

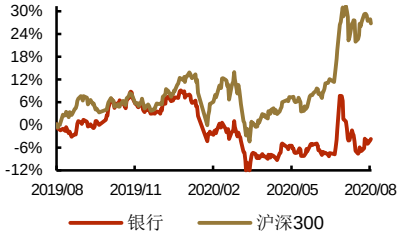
● **投资建议：加大拨备计提，银行板块配置机会显现。**根据银保监会发布 2020 年二季度银行业主要监管数据显示，上半年，商业银行累计实现净利润同比下降 9.4%，其中，国有商业银行和农商行净利润下降幅度较大，分别为 12.04%和 11.42%；不良贷款余额为 2.74 万亿元，较上季末增加 1243 亿元，不良贷款率为 1.94%，较上季末增加 0.03 个百分点；贷款损失准备余为 5.0 万亿元，较上季末增加 2060 亿元；拨备覆盖率为 182.4%，较上季末下降 0.80 个百分点。可见银行股二季报整体将低于市场预期，主要是商业银行加大了报备计提和贷款损失准备，随着下半年央行货币政策将会回归常态，银行板块的估值水平再次下降至历史新低，低估值、高股息率、低仓位的银行股目前已经被银行股东和高管增持，建议投资者关注业务转型速度较快的城商行和股份制银行龙头迎来重要配置机会。

**风险提示：**资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期

**推荐（维持评级）**

**郑嘉伟（分析师）**
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

**行业指数一年走势**




**相关报告**

《注重精准直达，结构性货币政策将持续发力》2020-08-08

《未雨绸缪，寻找银行板块的α机会》2020-07-27

《税收拉动下财政收入增速实现疫情以来首次回正，下半年积极财政仍将持续发力》2020-07-30

《海外不确定因素增加，低估值银行股迎来配置机会》2020-07-27

《商业银行不良资产处置的海外经验与启示》2020-07-11

# 目 录

1、 信贷期限结构调整，宽信用格局未变，增速放缓.....3
2、 社融增量环比下降，下半年增速有望迎来拐点.....5
3、 M2 增速下降，M1M2 剪刀差大幅收窄.....7
4、 投资建议.....8
5、 风险提示.....8

# 图表目录

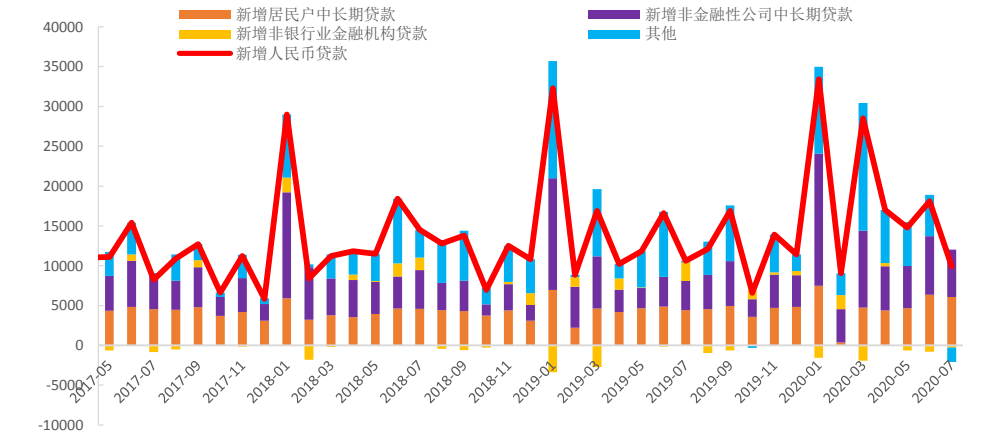
图 1: 7 月人民币贷款同比少增 631 亿元.....3
图 2: 7 月居民中长期贷款同比多增 2466 亿元.....4
图 3: 6 月企业中长期贷款同比多增 2290 亿元.....4
图 4: 新增短期贷款及票据融资（%）.....5
图 5: 7 月社融同比多增 4068 亿元.....6
图 6: 社融增量分解（亿元）.....6
图 7: 非标融资拆解（亿元）.....6
图 8: 社融增速环比回升 0.3 个百分点（%）.....7
图 9: M2 增速较 2019 年同期高 2.6 个百分点（%）.....7
图 10: M2-M2 剪刀差收窄（%）.....8

**事件：**2020 年 8 月 11 日，央行公布 7 月金融数据，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。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%。7 月份人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元。7 月末，本外币贷款余额 172.36 万亿元，同比增长 13%；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，比上年同期高 0.4 个百分点。7 月 M2 同比增 10.7%，预期 11.2%，前值 11.1%。

## 1、 信贷期限结构调整，宽信用格局未变，增速放缓

**信贷结构整体呈现优化格局，中长期贷款维持高增速，短贷和票据融资显著回落。**随着疫情后复产复工进度加快和经济好转，央行逆周期调节力度减缓，信贷需求有所放缓，7 月份人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元，贷款余额同比增长 13%，增速较上月回落 0.2 个百分点。**从贷款结构来看，中长期贷款占比大幅回升，但同时短期贷款和票据融资双双萎缩**。其中，7 月中长期贷款总额为 1.2 万亿元，同比多增 3940 亿元，在总贷款占比中较 2020 年 6 月环比回升 46 个百分点，比 2019 年同期高出 45 个百分点。但同时新增短期贷款和票据融资则显著下滑，7 月新增短期贷款及票据融资减少 1932 亿元，同比少增 1716 亿元，是信贷增速下滑的主要拖累。

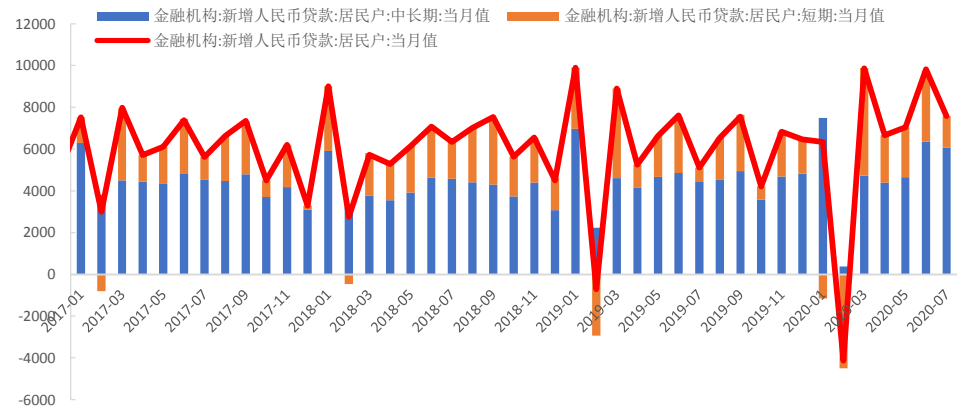
**图1： 7 月人民币贷款同比少增 631 亿元**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**分部门来看，居民部门信贷进一步修复，企业长贷显著回升。**7 月居民部门贷款增加 7578 亿元，同比多增 2466 亿元。其中，短期贷款增加 1510 亿元，同比多增 815 亿元；中长期贷款增加 6067 亿元，同比多增 1650 亿元，均创今年来单月最大同比增幅。居民短期消费贷款的进一步回升，表明随着经济的恢复，居民生活消费持续改善，不排除部分资金流向股市；而中长期住房贷款规模的持续增加，也表明居民购房意愿和需求已经逐步得到释放，并且随着部分地区住房市场的火爆，刺激居民房贷需求，同时也可能存在少量消费贷进入楼市的情况。

**图2： 7 月居民中长期贷款同比多增 2466 亿元**

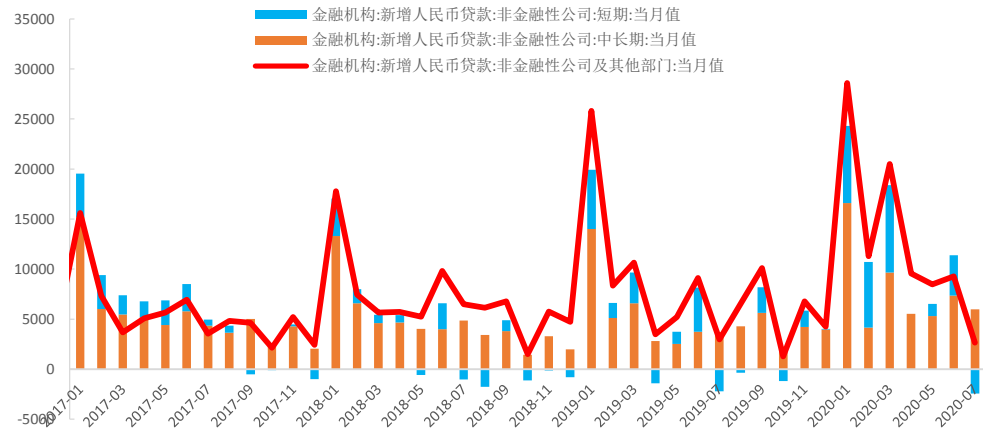



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**企业端宽信用格局延续**。7 月企业部门贷款增加 2645 亿元，中长期贷款延续高增速，短期贷款明显回落，体现了央行“总量控制，精准直达”的调控思路。其中，7 月非金融企业中长期贷款增加 5968 亿元，同比多增 2290 亿元；非金融企业短期贷款减少 2421 亿元，同比少增 226 亿元。表明基础设施建设、制造业中长期贷款等仍保持较快速度增长，同时 7 月直达实体经济的货币政策工具落地，也对中长期贷款起到一定拉动作用。

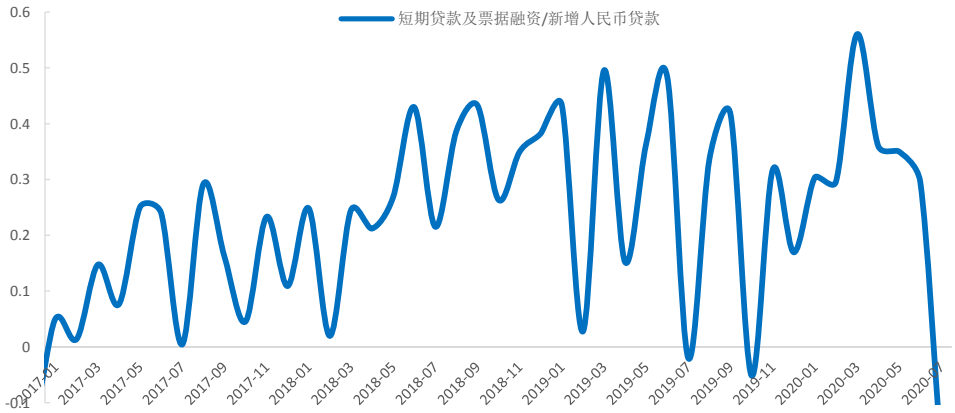
**短端利率回升，票据融资大幅下降**。企业票据融资已经连续两月出现负增长，7 月企业通过票据融资减少 1021 亿元，比 2019 年同期多减 2306 亿元，较 6 月降幅有所改善。票据融资成本较低，容易形成对短期贷款替代，但随着 6 月中国银保监会窗口指导部分股份制商业银行，要求对结构性存款“压量控价”，打击票据-结构性存款的套利行为，一定程度上压降票据融资。由于企业票据融资显著放缓，7 月短期贷款及票据融资大幅降至 1932 亿元，环比大幅下行 7279 亿元。此外，7 月非银行业金融机构贷款减少 270 亿元，较 2019 年同期大幅多减 2598 亿元。

**图3： 6 月企业中长期贷款同比多增 2290 亿元**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 新增短期贷款及票据融资（%）**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 社融增量环比下降，下半年增速有望迎来拐点

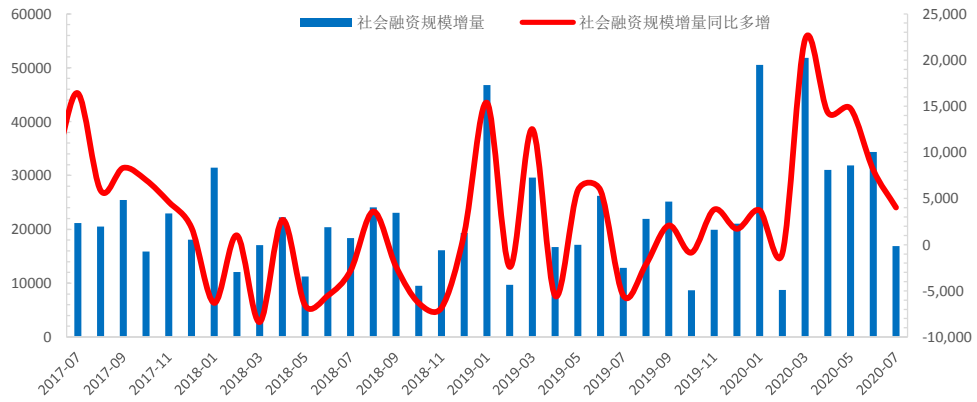
2020 年 7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，较 2019 年同期多 4068 亿元；环比大幅下降，除信贷少增外，表外融资、政府和企业债券增量环比下降也是重要拖累。7 月末社会融资规模存量为 273.33 万亿元，同比增长 12.9%，增速较 6 月末和 2019 年同期高 0.1 和 2.05 个百分点，增速续创 2018 年 3 月以来新高。

**表内信贷开始成为社融增速的重要拖累。**社融口径下 7 月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.从结构看，7 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.3%，同比高 0.2 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.9%，与上年同期持平。

**非标融资大幅回落，银行承兑汇票大幅放缓。**2020 年 6 月非标融资大幅减少 2649 亿元，较 2019 年同期少减 3576 亿元，主要由于去年同期基数较低。其中，作为票据市场的主力，7 月末贴现的银行承兑汇票减少 1130 亿元，同比少减 3432 亿元，是拖累非标回落的主要因素。信托贷款减少 1367 亿元，同比多减 691 亿元。5 月落地的信托新规对非标资产投资的限制十分严格，对信托资金的募集和发放的影响逐渐显现，信托贷款降幅较 6 月进一步扩大。委托贷款减少 152 亿元，同比少减 835 亿元，较 6 月环比回升 332 亿元。

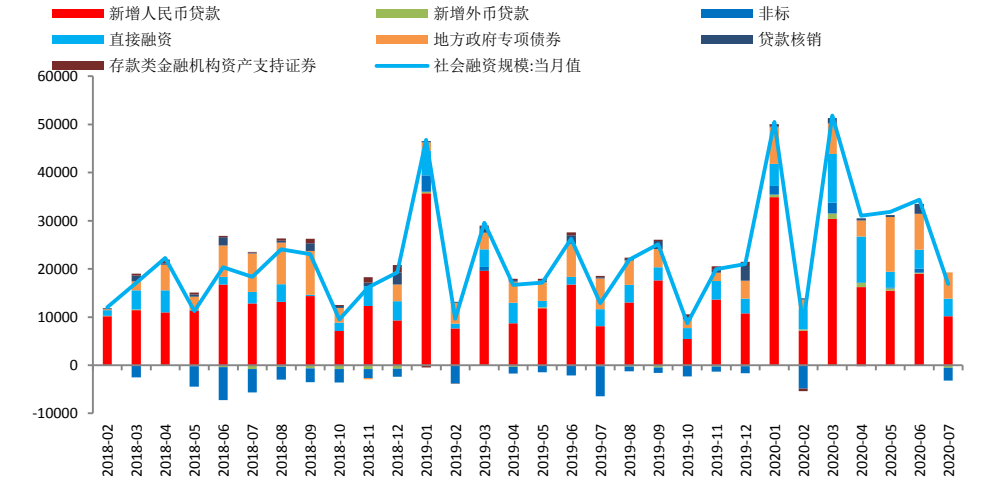
**直接融资发力，企业债券和股权融资保持较快增长。**其中，新口径下企业债券净融资 2383 亿元，同比少增 561 亿元；非金融企业境内股票融资 1215 亿元，同比多增 622 亿元，创 2017 年 11 月以来单月最大规模。随着创业板注册制改革的进一步推进，下半年直接融资将继续推动资本市场持续发力，不断提升直接融资对实体经济的服务能力。政府债券净融资进一步回落。2020 年 7 月政府债券净融资 5459 亿元，同比少增 968 亿元。随着政府专项债和特别国债发行加速，三季度政府债券融资不悲观。

**图5： 7 月社融同比多增 4068 亿元**



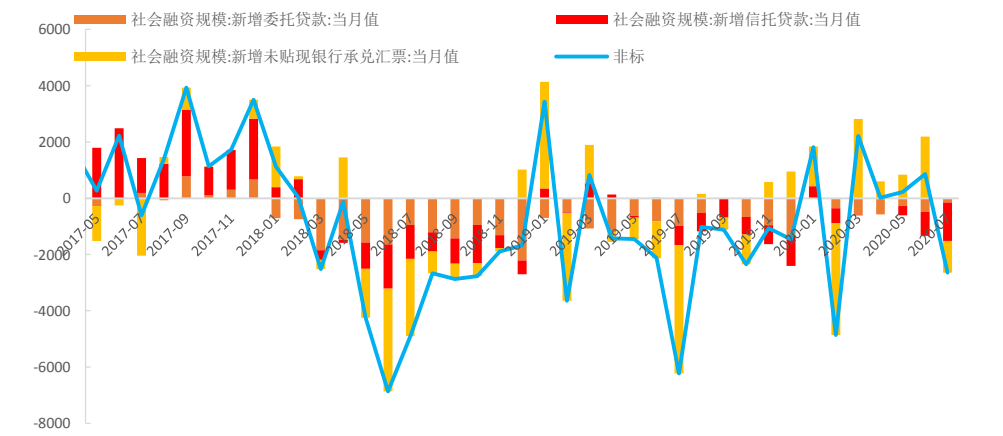

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图6： 社融增量分解（亿元）**



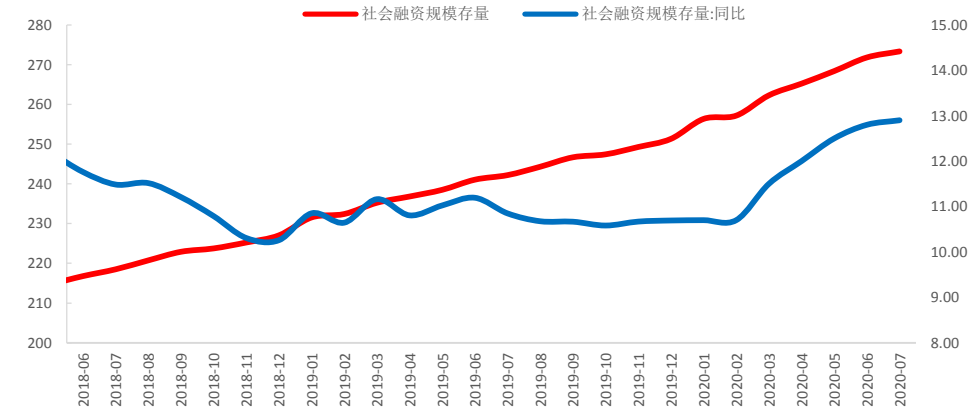

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 非标融资拆解（亿元）**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 社融增速环比回升 0.3 个百分点（%）**

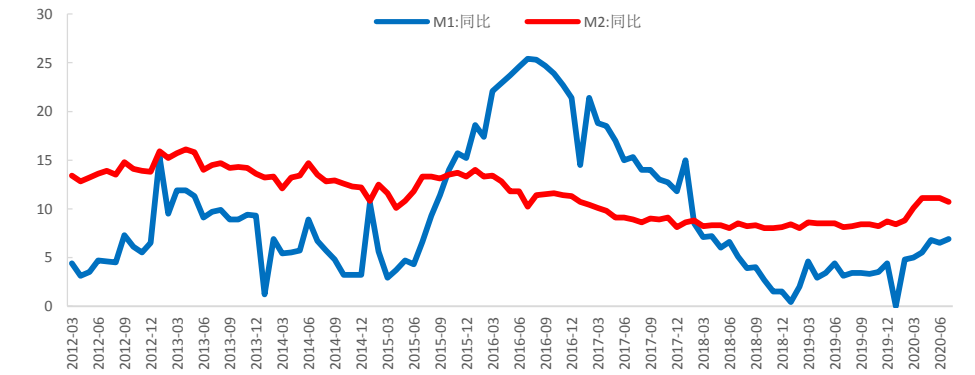



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 3、 M2 增速下降，M1M2 剪刀差大幅收窄

**7 月 M2 增速回落，M1 增速 2018 年 5 月以来新高**。2020 年 7 月末，M2 余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速较前值回落 0.4 个百分点，较 2019 年同期高出 2.6 个百分点。M1 余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，增速较 6 月末回升 0.4 个百分点，较 2019 年同期高 3.8 个百分点，创 2018 年 5 月以来新高，“M2-M1”剪刀差缩窄一定程度上反应实体经济逐渐恢复，市场需求持续向好。M0 余额 7.99 万亿元，同比增长 9.9%，增速较 6 月末回升 0.4 个百分点，比 2019 年同期高 5.4 个百分点。7 月净投放现金 408 亿元。

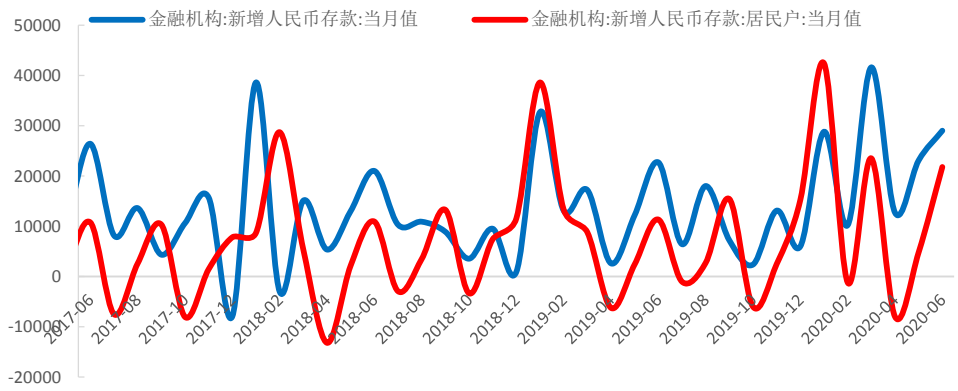
**图9： M2 增速较 2019 年同期高 2.6 个百分点（%）**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**在新增存款方面，财政资金投放步伐加快，部分存款可能流向股市。**7 月人民币存款增加 803 亿元，同比少增 5617 亿元。其中，住户存款减少 7195 亿元，非金融企业存款减少 1.55 万亿元，存款的大幅下降，与股市和楼市相对火爆相关，不排除部分居民存款搬家，流向股市的可能；财政性存款增加 4872 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.8 万亿元。

**图10： M2-M2 剪刀差收窄（%）**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 4、 投资建议

**加大拨备计提，银行板块配置机会显现**。根据银保监会发布 2020 年二季度银行业主要监管数据显示，上半年，商业银行累计实现净利润同比下降 9.4%，其中，国有商业银行和农商行净利润下降幅度较大，分别为 12.04%和 11.42%；不良贷款余额为 2.74 万亿元，较上季末增加 1243 亿元，不良贷款率为 1.94%，较上季末增加 0.03 个百分点；贷款损失准备余为 5.0 万亿元，较上季末增加 2060 亿元；拨备覆盖率为 182.4%，较上季末下降 0.80 个百分点。可见银行股二季报整体将低于市场预期，主要是商业银行加大了报备计提和贷款损失准备，随着下半年央行货币政策将会回归常态，银行板块的估值水平再次下降至历史新低，低估值、高股息率、低仓位的银行股目前已经被银行股东和高管增持，建议投资者关注业务转型速度较快的城商行和股份制银行龙头迎来重要配置机会。

## 5、 风险提示

**经济增速下行压力加大，企业偿债能力大幅下降，资产质量大幅恶化**：银行资产质量受经济增速下行影响较大，一旦企业偿还能力弱化，信用风险将会集中暴露；如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，势必造成整个行业资产质量承压，以及影响不良贷款反弹，从而影响行业利润增速。

**金融监管超预期**：2020 年资管新规进入过渡期最后一年，目前银保监会表态会根据实际情况进行调整，如果调整幅度低于市场预期，将会影响理财业务发展，影响银行表外资产收益。

**中美贸易摩擦超预期**：中美虽然第一阶段达成初步协议，但是后续谈判依然不在不确定，贸易摩擦对经济的拖累，可能带来局部的信用风险暴露。

**疫情发展超市场预期。**海外疫情处于爆发期，对资本市场冲击较大。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郑嘉伟，**经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

## 投资评级说明

**新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 推荐: | 未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。 |
| 中性: | 未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。 |
| 回避: | 未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

**新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 强烈推荐: | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。 |
| 推荐: | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。 |
| 中性: | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。 |
| 回避: | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

| | | |
|---|---|---|
| **北京** | **郝颖　销售总监** | |
| | 固话：010-69004649<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn | |
| **上海** | **吕荻琪　销售总监** | |
| | 固话：021-68865595 转 258<br>邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn | |
| **广深** | **吴林蔓　销售总监** | |
| | 固话：0755-82291898<br>邮箱：wulinman@xsdzq.cn | |

## 联系我们

**新时代证券股份有限公司　研究所**

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/