受刺激政策退出影响总量偏弱，但结构健康

——2020 年 7 月份金融数据点评

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震
执业证书编号：S0890517100001
电话：021-20321005
邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

1 《1 月份数据表现良好，后续重点关注政策对疫情的对冲——2020 年 1 月份金融数据点评》 2019-12-10
1 《逆周期调节下金融数据回暖——11 月份金融数据点评》 2019-12-10
2 《剔除季节性因素，仍有点弱——10 月份金融数据点评》 2019-11-11
3 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9 月份金融数据点评》2019-10-15
4 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7 月份金融数据点评》 2019-08-12
5 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6 月份金融数据点评》 2019-07-13
6 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10 月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
7 《非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6 月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
8 《定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

投资要点：

◆ **事件：**2020 年 8 月 11 日，央行公布 2020 年 7 月份金融数据：7 月份，新增社融规模 1.69 万亿元，同比多增 4028 万亿元。7 月末，社融存量同比增长 12.9%，较上月回升 0.1 个百分点。7 月份，新增人民币贷款 9927 万亿元，同比少增 673 亿元。7 月末，M2 同比 10.7%，较 6 月份回落 0.4 个百分点；M1 同比 6.9%，增速较 6 月份回升 0.4 个百分点。

◆ **对此，我们的点评：金融数据受刺激政策退出影响总量偏弱，但结构健康。**

总体来看，7 月金融数据总量上弱于市场预期，但结构上仍比较健康。新增信贷的同比少增主要受疫情期间的刺激措施逐步退出影响，居民、企业中长期贷款和居民短期贷款同比多增反映消费和投资意愿并不弱。7 月金融数据的回落尚不足以证伪经济复苏预期，但经济复苏斜率放缓的逻辑再次得到印证，下半年货币政策宽松暂缓，宽信用力度边际减弱、经济复苏斜率放缓将成为大概率事件。

◆ **风险提示：经济的修复不及预期、中美之间的摩擦加大。**

事件：

2020 年 8 月 11 日，央行公布 2020 年 7 月份金融数据：

7 月份，新增社融规模 1.69 万亿元，同比多增 4028 万亿元。7 月末，社融存量同比增长 12.9%，较上月回升 0.1 个百分点。

7 月份，新增人民币贷款 9927 万亿元，同比少增 673 亿元。

7 月末，M2 同比 10.7%，较 6 月份回落 0.4 个百分点；M1 同比 6.9%，增速较 6 月份回升 0.4 个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 社融和信贷总量弱于预期，非常规性宽松退出的影响逐步显现

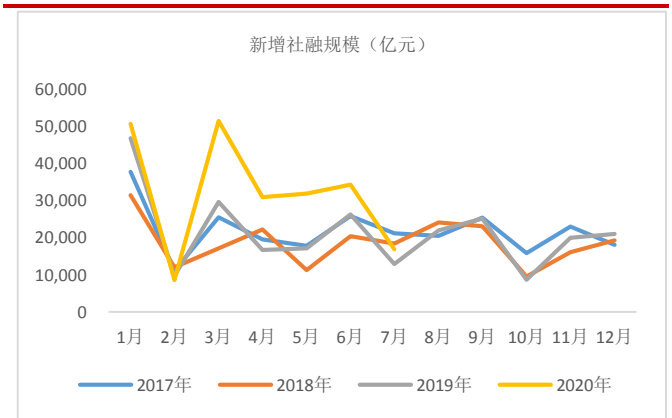
7 月份新增社融 1.69 万亿，相较于前几个月单月 3 万亿以上的规模，出现了明显的下降，回到了正常年份的平均水平附近（2017-2019 年 7 月份新增社融规模均值为 1.75 万亿），同比多增 4028 万亿。7 月份数据社融数据从高位回落，主要受疫情期间非常规性货币政策工具逐步退出的影响。

7 月 10，央行的新闻发布会上表示，今年疫情以来我国货币政策有两个主线，第一个主线就是正常的货币政策逆周期调节，通过总量、价格、结构工具来提供对实体经济的支持，使货币信贷能够为经济复苏提供足够的支持。第二个是针对疫情出台的一些特殊的、阶段性的货币政策工具。随着国内疫情的平息和经济的逐步好转，非正常的货币政策工具也开始逐步退出。反应在 7 月份社融数据上，新增人民币贷款、未贴现银行承兑汇票和企业债券融资均出现明显的下降。

社融同比数据方面，主要贡献来自：新增人民币贷款同比多增 2114 亿元，未贴现银行承兑汇票同比少减 3432 亿元，新增委托贷款同比少减 835 亿元，非金融企业境内股票融资同比多增 622 亿元。主要的拖累项：政府债券受为特别国债发行让路，地方政府债券发行延后的影响同比少增 968 亿元；企业债券主要受到债券市场收益率上行的影响同比少增 561 亿元；新增信托贷款同比多减 691 亿元。

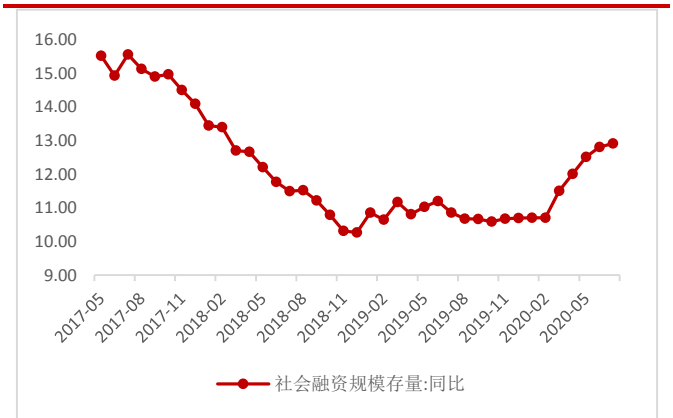
总体来看，此次社融不及预期，更多地反应的是非常规性货币政策工具逐步退出，常规性的货币政策工具并没有收紧。

图 1：新增社融规模情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：社融增速连续五个月明显回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 信贷总量虽弱，但是结构上仍比较健康

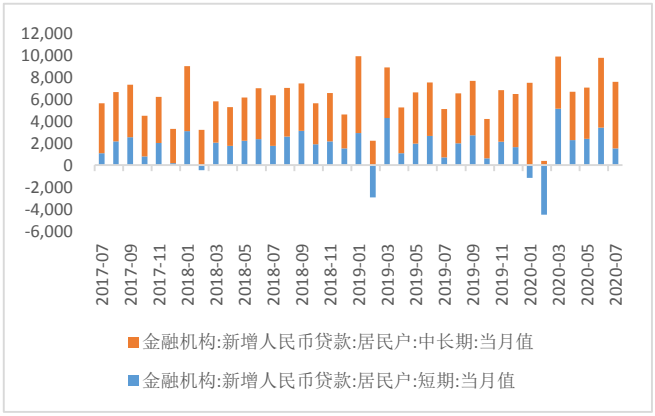
虽然 7 月份信贷总量偏弱，但是结构上仍比较健康。具体来看：

非金融性公司信贷方面，7 月份新增中长期贷款 5968 亿元，处于过去四个月次高水平，同比多增 2290 亿元，同比来看，公司中长期贷款多增规模最大，意味着公司信贷需求仍然不弱。而短期贷款和票据融资则分别减少 2421 亿元和 1021 亿元，同比分别减少 2305 亿元和 226 亿元，企业短贷和票据融资收缩幅度超过去年同期，可能与打击资金空转、信贷额度约束等有关。

居民信贷方面，7 月新增居民贷款 7578 亿元，同比多增 2466 亿元，其中新增短期贷款 1510 亿元，同比多增 815 亿元；新增中长期贷款 6067 亿元，同比多增 1650 亿元。居民端的回暖主要和经济逐步重启后，带动消费和楼市回暖，从而信贷需求有所改善有关。

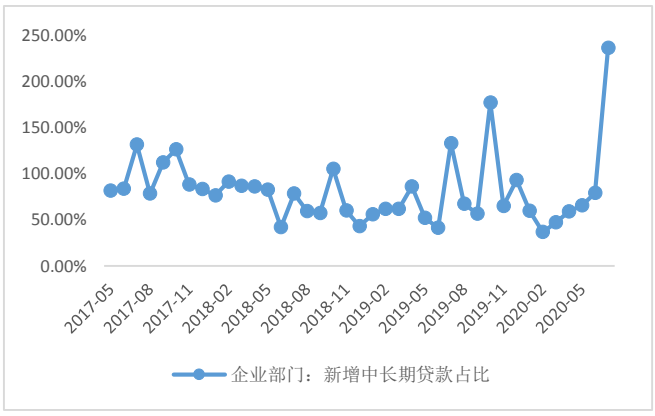
整体来看，7 月信贷数据要低于市场预期，企业短贷和票据融资规模进一步压降，但疫情管制解除、房地产销售回暖支撑下，居民端信贷投放继续回暖，同时企业中长期贷款也不弱，整体信贷结构有所改善。

图 3：居民部门的信贷情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：企业部门中长期贷款占比最近五个月均有所回升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

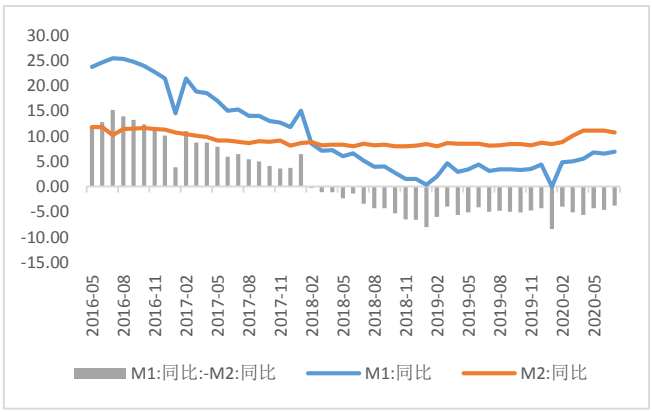
3. M2 增速受信贷投放放缓影响小幅下降，M1 增速回升明显

7 月末，M2 同比 10.7%，增速较 6 月末回落 0.4 个百分点，是今年以来的第一次回落；M1 同比 6.9%，较上月回升 0.4 个百分点；M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄。

M1 的明显回升，一方面与 7 月份房地产销量火热带动居民存款向企业存款迁徙有关；另一方面也反映了随着国内经济的逐步恢复，投资落地和需求修复加快，货币活性提升。M2 增速小幅下降主要由于信贷投放有所放缓所致。当前国内的经济仍处于持续修复阶段，随着下半年财政支出和基建投资的加快，这种趋势仍可能会延续。

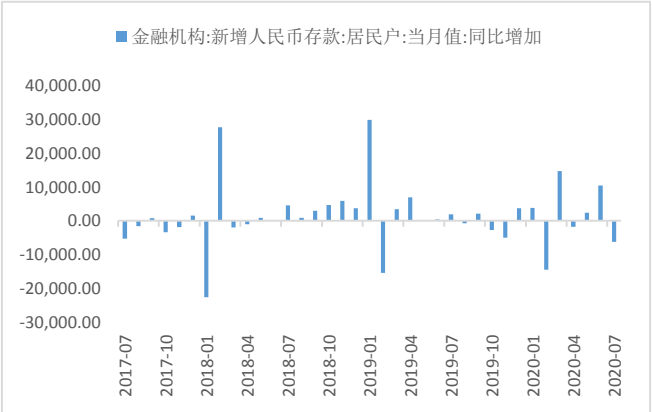
居民存款出现明显下降，而非银存款出现明显回升，居民资金入市明显。7 月份居民存款减少 7195 亿元，而去年同期数据则为减少 1032 亿元；与之形成对比的是，7 月非银行金融机构存款增加 1.8 万亿，高于去年同期 1.34 万亿增量。7 月股市出现快速上涨，赚钱效应明显，吸引居民投资基金、理财等金融产品，导致居民存款减少、非银行金融机构存款增加。

图 5：M1 与 M2 的走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：居民部门的存款情况



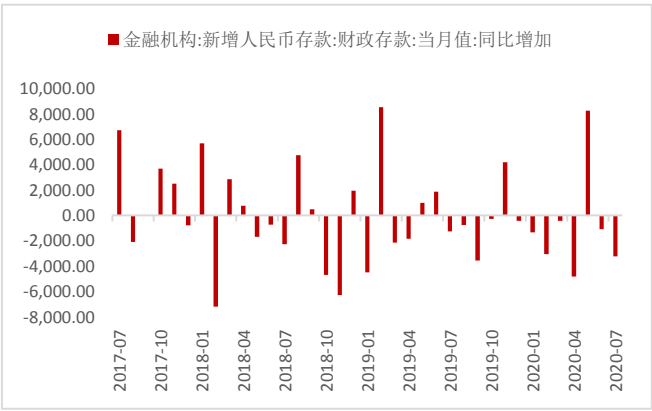
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：企业部门的存款情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：财政部门的存款情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 总结：金融数据受刺激政策退出影响总量偏弱，但结构健康

总体来看，7 月金融数据总量上弱于市场预期，但结构上仍比较健康。新增信贷的同比少增主要受疫情期间的刺激措施逐步退出影响，居民、企业中长期贷款和居民短期贷款同比多增反映消费和投资意愿并不弱。7 月金融数据的回落尚不足以证伪经济复苏预期，但经济复苏斜率放缓的逻辑再次得到印证，下半年货币政策宽松暂缓，宽信用力度边际减弱、经济复苏斜率放缓将成为大概率事件。

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。