2020 年 08 月 11 日

货币金融数据，值得关注的 3 条信息

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

● **年内信贷总量变数可能不大，我们更应该关注结构变化，以及对应的逻辑指引**

7 月信贷略低于 2019 年同期和市场平均预期，年内总量变数可能不大。7 月，新增信贷 9927 亿元、同比少增 631 亿元，市场预期大致在 1-1.2 万亿元附近变化；信贷增速年内首次回落，从 6 月的 13.2%回落至 7 月的 13%。按照易纲行长预计的 20 万亿元推算年底信贷增速接近 13.1%，上半年信贷投放占全年额度比重为 60%、基本符合经验规律。如果额度没有大调整，信贷总量可能很难有大变化。**信贷结构不错，企业和居民中长期贷款继续改善、未来能否延续值得关注，也是观察投资三大分项重要领先指标。**信贷分项来看，企业中长期贷款连续 5 个月高于 2019 年同期，基建和制造业贷款需求回暖是可能解释逻辑，7 月政治局会议强调了宏观政策落地和对制造业的贷款支持。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，销售回款重要性更加凸显，而严查资金违规流向房地产加大了不确定性。

● **社融增速上升趋势可能还要延续 2-3 个月，见顶回落也并不意味信用修复结束**

社融增量略高于 2019 年同期、存量增速小幅抬升，债券和非标融资可能是影响后续社融的重要变量。7 月，新增社融 1.69 万亿元，低于市场平均预期的约 1.86 万亿元，同比多增 4068 亿元。主要分项来看，非银贷款大幅净减少使得社融口径贷款同比依然多增，企业债券和政府债券净融资规模同比少增，而信托收缩有所加速。资管新规过渡期延长，对非标压缩节奏的影响，未来可能还要持续跟踪。**未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升。**积极财政措施仍将进一步落实，项目新开工和施工进程加快、基建投资发力等，或继续带动企业信贷等增长；同时，地方债、国债等剩余发行规模较大，尤其是专项债集中在 8 月、9 月发行，将对社融形成一定支持。此外，非标转标进程等，也可能部分对冲非标收缩等影响。

● **M2 回落可能与“存款搬家”有关，广义财政支出加快将带动信用进一步修复**

M2 增速回落、明显低于市场预期，可能与居民“存款搬家”有关，财政存款显示财政支出或加快、有利于 M2。7 月，M2 增速 10.7%、低于市场预期的 11.2%，较上月回落 0.4 个百分点。拆结构来看，居民和企业存款均低于 2019 年同期，其中居民存款同比净减少 6163 亿元，是 M2 回落主要拖累项，可能与股市表现强劲下“存款搬家”有关；财政存款同比少增 3219 亿元，或反映财政支出加快。**重申观点：信用修复，远未结束。**年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速将重回上升通道。

● **风险提示：**经济表现和政策调控超过预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-平淡无奇的物价》-2020.8.10

《宏观经济点评-出口的“韧性”与远景》-2020.8.10

《宏观经济专题-客观认知“杠杆”抬升》-2020.8.9

目 录

1、 年内信贷总量变数可能不大，关注结构变化 3
2、 未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升 4
3、 M2 回落，可能与居民“存款搬家”有关 5
4、 风险提示 6

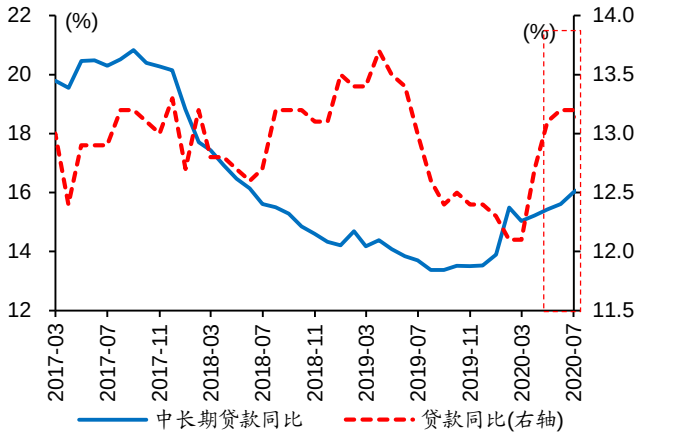
图表目录

图 1: 信贷增速有所放缓，中长期贷款保持高增 3
图 2: 7 月，新增贷款略低于 2019 年同期 3
图 3: 企业中长期贷款增速连续 5 个月抬高 3
图 4: 3 月以来，居民贷款持续保持高增 3
图 5: 7 月新增社融高于 2019 年同期 4
图 6: 国债和专项债剩余规模较大 4
图 7: 非标收缩节奏较慢 4
图 8: 信托贷款以到期收缩为主 4
图 9: 7 月，M1 增速回升、M2 增速回落 5
图 10: M1 增速与商品房销售变化趋势较为类似 5
图 11: 7 月，居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期 5
图 12: 股市表现较好时，居民“存款搬家”现象突出 5
图 13: 7 月新增财政存款 4872 亿元，显著低于往年同期 6
图 14: 下半年财政支出或将明显加快 6

1、 年内信贷总量变数可能不大，关注结构变化

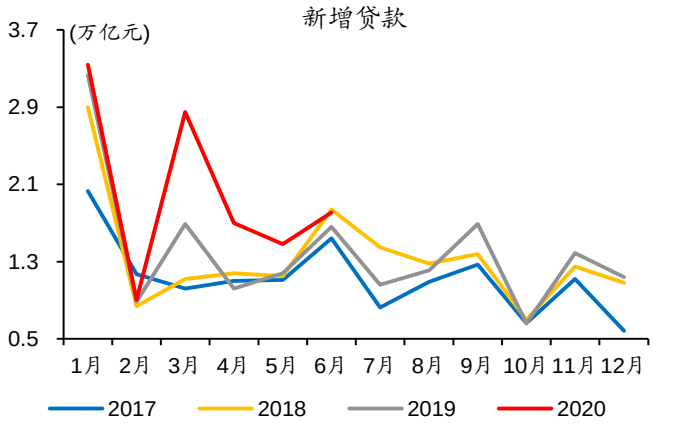
7 月信贷略低于 2019 年同期和市场平均预期，年内总量变数可能不大。7 月，新增信贷 9927 亿元、同比少增 631 亿元，市场预期大致在 1-1.2 万亿元附近变化；信贷增速年内首次回落，从 6 月的 13.2%回落至 7 月的 13%。按照易纲行长预计的 20 万亿元推算年底信贷增速接近 13.1%，上半年信贷投放占全年额度比重为 60%、基本符合经验规律。如果额度没有大调整，信贷总量可能很难有大变化。

图1：信贷增速有所放缓，中长期贷款保持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

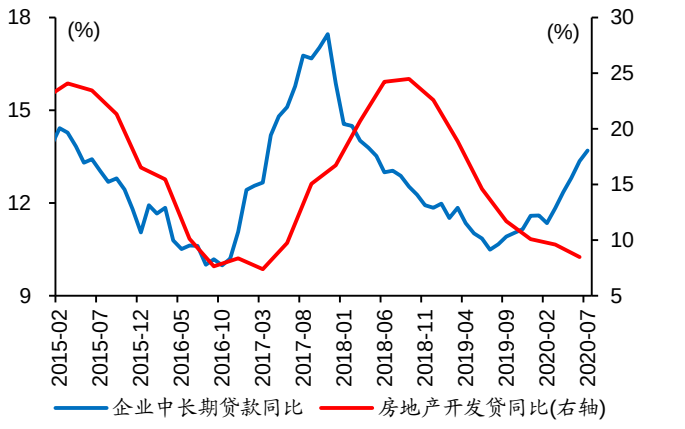
图2：7 月，新增贷款略低于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

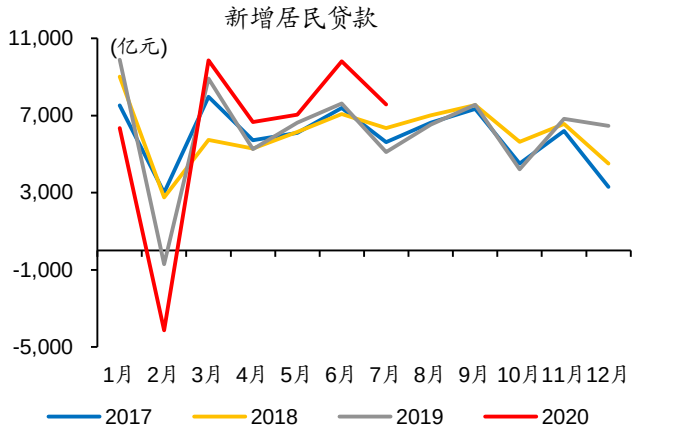
信贷结构很好，企业和居民中长期贷款继续改善、未来能否延续值得关注，也是观察投资三大分项重要领先指标。信贷分项来看，企业中长期贷款连续 5 个月高于 2019 年同期，基建和制造业贷款需求回暖是可能解释逻辑，7 月政治局会议强调了宏观政策落地和对制造业的贷款支持。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，销售回款重要性更加凸显，而严查资金违规流向房地产加大了不确定性。

图3：企业中长期贷款增速连续 5 个月抬高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3 月以来，居民贷款持续保持高增

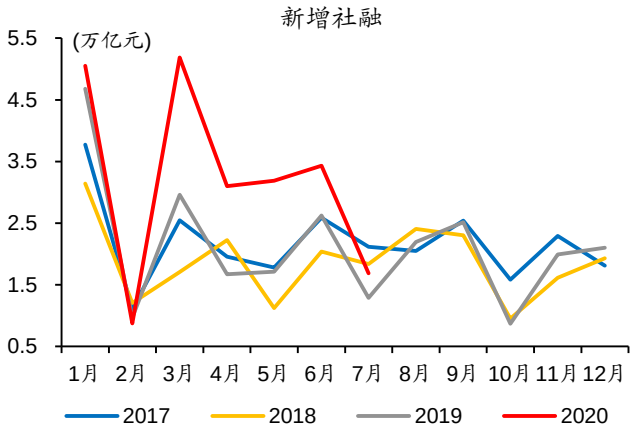


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升

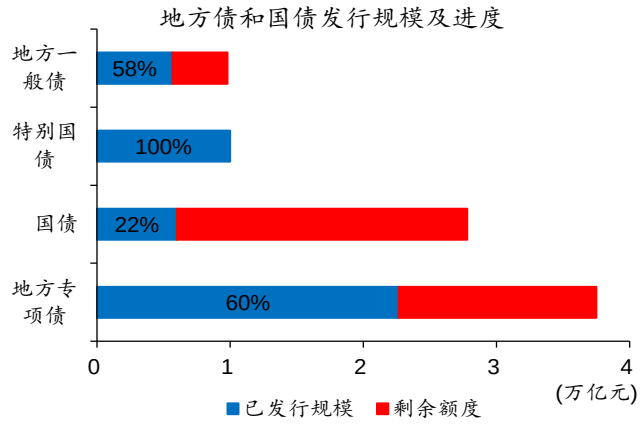
社融增量略高于 2019 年同期、存量增速小幅抬升，债券和非标融资可能是影响后续社融的重要变量。7 月，新增社融 1.69 万亿元，低于市场平均预期的约 1.86 万亿元，同比多增 4068 亿元。主要分项来看，非银贷款大幅净减少使得社融口径贷款同比依然多增，企业债券和政府债券净融资规模同比少增，而信托收缩有所加速。资管新规过渡期延长，对非标压缩节奏的影响，未来可能还要持续跟踪。

图5：7 月新增社融高于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

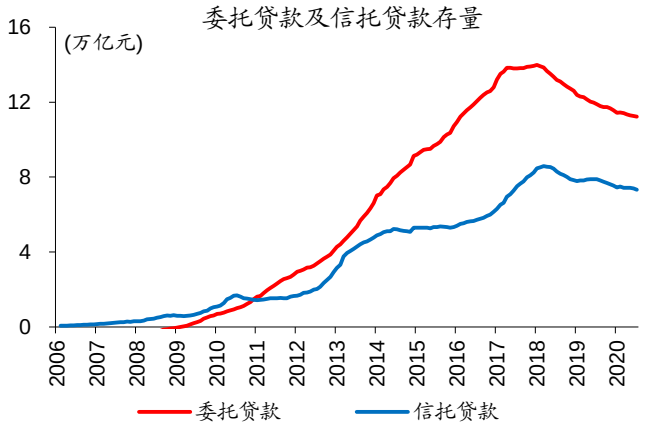
图6：国债和专项债剩余规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

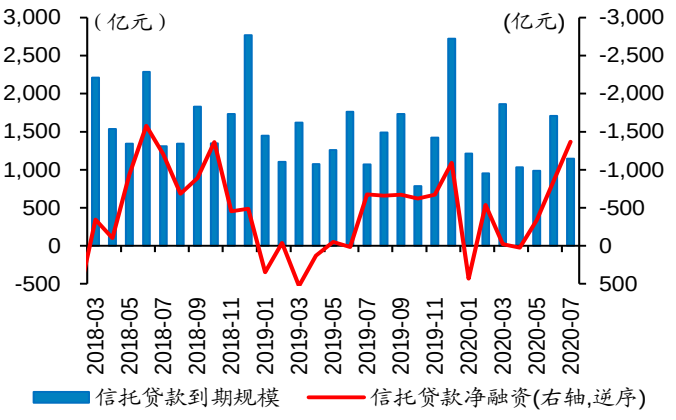
未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升。积极财政措施仍将进一步落实，项目新开工和施工进程加快、基建投资发力等或仍将带动企业信贷等增长；同时，地方债、国债等剩余发行规模较大，尤其是专项债集中在 8 月、9 月发行，将对社融形成一定支持。此外，非标转标进程等，也可能部分对冲非标收缩等影响。

图7：非标收缩节奏较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信托贷款以到期收缩为主

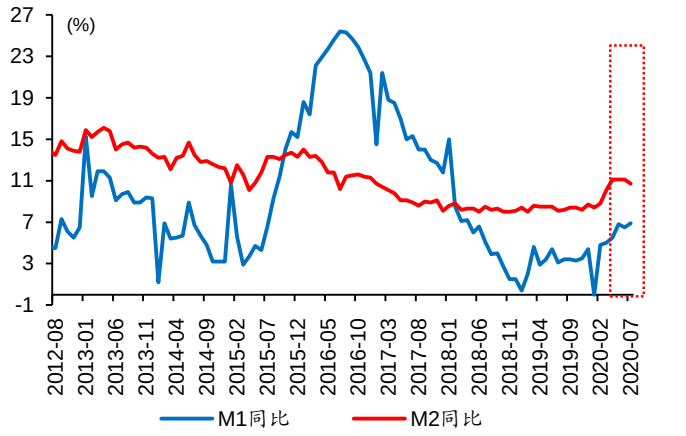


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 M2 回落，可能与居民“存款搬家”有关

M2 增速回落、明显低于市场预期，可能与居民“存款搬家”有关，财政存款显示财政支出或加快、有利于 M2。7 月，M2 增速 10.7%、低于市场预期的 11.2%，较上月回落 0.4 个百分点。其中，居民和企业存款均低于 2019 年同期，但居民存款同比大幅净减少 6163 亿元，是 M2 回落的主要拖累项，可能与 7 月股市表现强劲下“存款搬家”有关；财政存款同比少增 3219 亿元，或反映财政支出加快。

图9：7 月，M1 增速回升、M2 增速回落



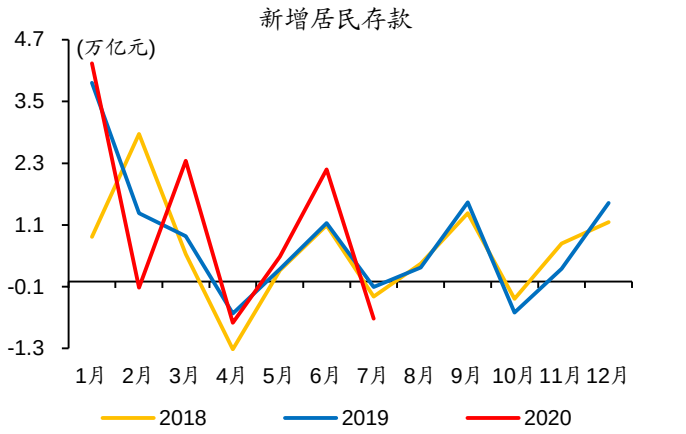
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：M1 增速与商品房销售变化趋势较为类似



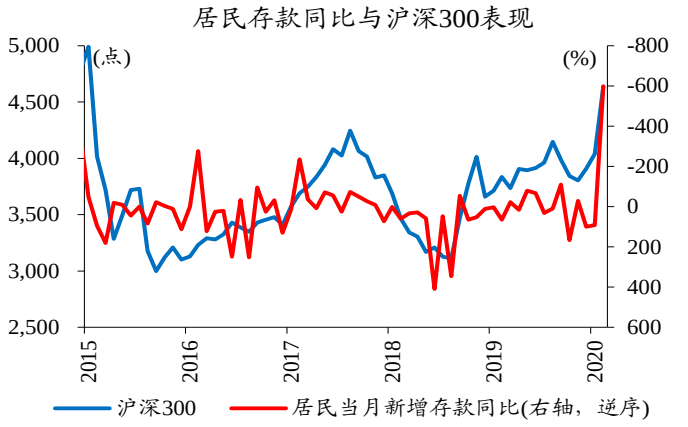
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：7 月，居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

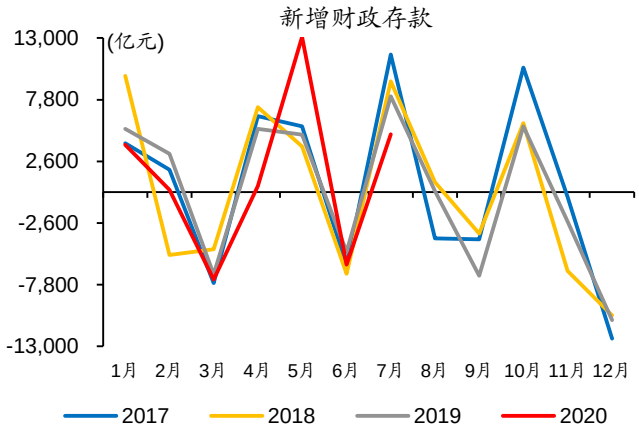
图12：股市表现较好时，居民“存款搬家”现象突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

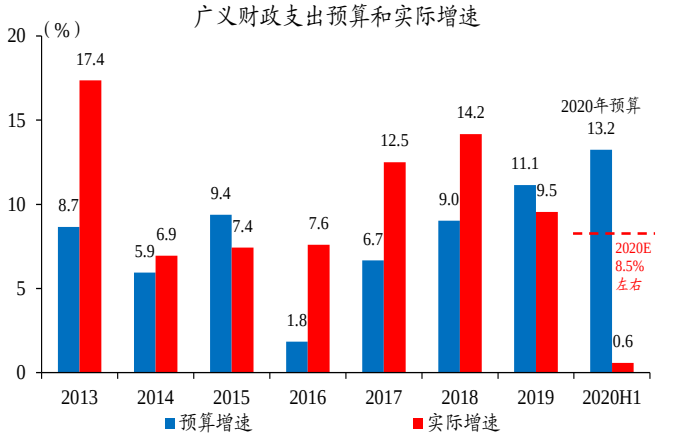
重申观点：信用修复，远未结束。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速将重回上升通道。

图13：7月新增财政存款4872亿元，显著低于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：下半年财政支出或将明显加快



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

4、 风险提示

经济表现和政策调控超过预期。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn