社融增速略增，信用扩张见顶

——7月金融数据点评

宏观研究报告

2020年8月12日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路1088号1603室

地址：重庆市江北区东升门路61号金融城2号

T2栋29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：万亮

期货从业证书号：F3048197

投资咨询证书号：Z0015573

电话：023-67071029

邮箱：wl@swfutures.com

一、7月社融增速略增，信用扩张见顶

2020年8月11日，央行发布了我国7月金融数据。初步统计，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。其中，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；委托贷款减少152亿元，同比少减835亿元；信托贷款减少1367亿元，同比多减691亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1130亿元，同比少减3432亿元；企业债券净融资2383亿元，同比少561亿元；政府债券净融资5459亿元，同比少968亿元；非金融企业境内股票融资1215亿元，同比多622亿元。

初步统计，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%；委托贷款余额为11.21万亿元，同比下降4.9%；信托贷款余额为7.18万亿元，同比下降8.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.6万亿元，同比增长8.9%；企业债券余额为26.98万亿元，同比增长21.1%；政府债券余额为42.07万亿元，同比增长16.5%；非金融企业境内股票余额为7.72万亿元，同比增长7.5%。

信贷方面，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。7月份人民币贷款增加9927亿元，同比少增631亿元。分部门看，住户部门贷款增加7578亿元，其中，短期贷款增加1510亿元，中长期贷款增加6067亿元。

尽管7月社融增速略增，人民币贷款余额增速维持高位，但从增量数据来看，7月社融增量和新增人民币贷款均低于预期。其中，新增人民币贷款由6月的1.9万亿下降为1.0万亿，未贴现银行承兑汇票由增2190亿变为减1130亿，企业债券融资减少1000亿至2383亿，但非金融企业股权融资由538亿增加到1215亿，这与近期科创板、新三板精选层企业的密集IPO与增发有关。

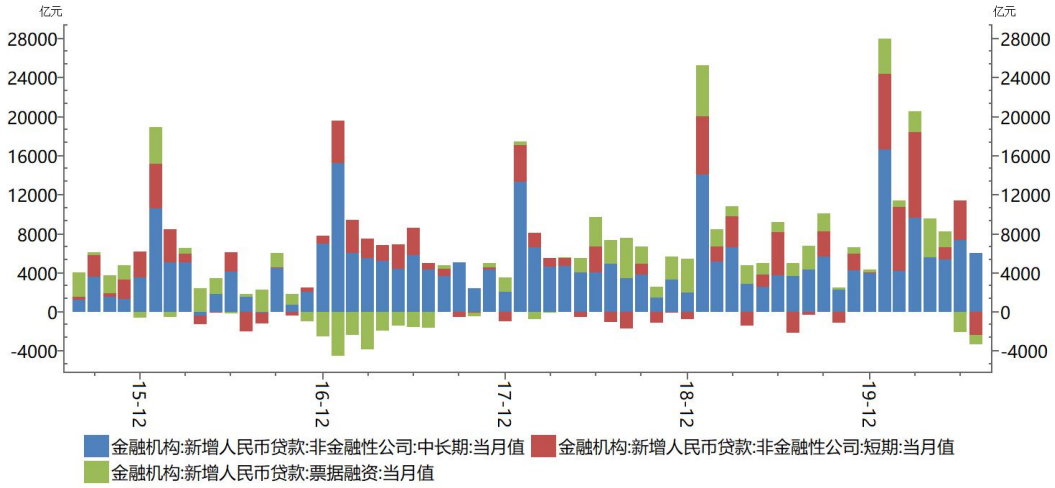
从居民信贷结构来看，7月居民新增中长期贷款6067亿，不仅大幅高于去年同期水平，也与今年6月基本持平，侧面证实了房地产销售增速维持高位。预计房地产市场的景气仍将延续。

从企业部门的信贷结构来看，企（事）业单位贷款增加2645亿元，其中，短期贷款减少2421亿元，中长期贷款增加5968亿元，票据融资减少1021亿元；非银行业金融机构贷款减少270亿元。短期贷款与票据融资的减少，可能与央行流动性与监管政策的收紧，企业套利活动减少相关，而中长期贷款维持高位，切实体现了金融部门对实体经济的支持力度。尽管总量上略有收缩，但信贷结构更趋于优化。

对于未来社融与人民币贷款增速的走向，我们判断，7 月大概率是本轮信贷扩张周期的高点。6 月 19 日，央行行长易纲在“陆家嘴论坛”上表示，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。据此计算，全年人民币贷款增速为 12.1%和 11.0%，远高于 7 月的 13.3%和 12.9%。截止 2020 年 7 月，社会融资规模增量累计为 22.5 万亿，新增人民币贷款累计为 13.3 万亿，分别完成年度目标的 75%和 67%。因此，如果按照央行的预定目标，社融和人民币贷款增速将显著回落，7 月的社融和人民币贷款增速，大概率是本轮信贷扩张周期的高点。

此外，按照 2020 年政府工作报告，2020 年将新增地方政府专项债额度 3.35 万亿额度，而截至 6 月，已发行地方政府专项债 2.37 万亿，占比 70.7%。跟随着专项债的发行节奏，政府债券发行对社融的拉动作用将明显降低。

图 1：企业信贷结构



数据来源：Wind

图 2：社会存量与人民币贷款增速



数据来源：Wind

2018 年以来，我国处于结构性去杠杆的过程中，社融存量增速持续下行，但始终保持略高于名义 GDP 的水平。2020 年新冠疫情爆发以来，政策重点转向稳增长，货币政策加大宽松力度，允许宏观杠杆率暂时上升，社融存量与名义 GDP 增速之差走阔。

而 2020 年二季度以来，国内经济明显修复，市场信心趋于稳定。在此背景下，疫情期间特殊的货币政策酝酿退出，宏观政策兼顾稳增长和防风险，流动性过于宽松不利于稳杠杆、防止资金空转、防止资产价格泡沫。因此，在政策基调趋于稳健的背景下，预计本轮加杠杆的空间不大，社融、M2 增速与名义 GDP 增速剪刀差将进一步收窄。

二、M1 增速上升，M2 增速回落，M1-M2 剪刀差收窄

7 月末，广义货币(M2)余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 3.8 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.99 万亿元，同比增长 9.9%。当月净投放现金 408 亿元。

M2 增速由 6 月的 11.1%回落至 10.7%，与社融增量不及预期类似，随着疫情期间特殊的货币政策退出，流动性边际收紧，货币政策趋于稳健，本轮信用宽松已过高点。可以预见，未来社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速的之差，可能将进一步收窄。

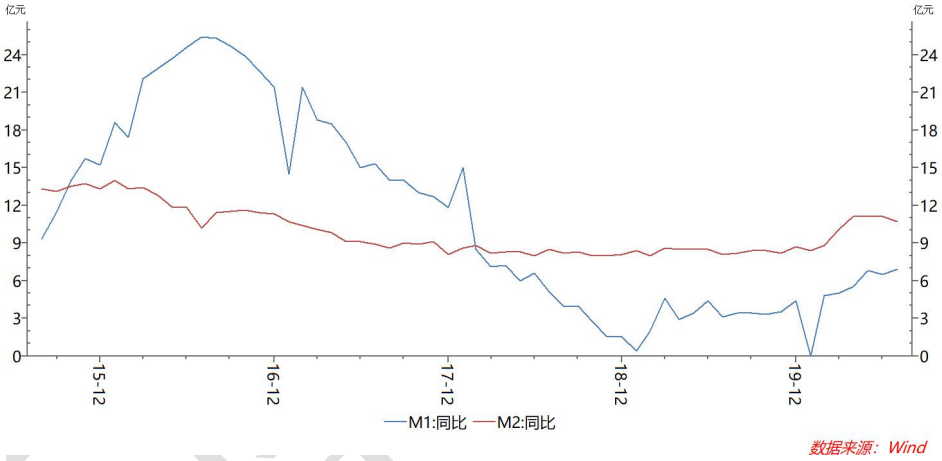
M1 增速则进一步上升至 6.9%，表明企业现金流状况进一步改善，盈利能力和投资信心均在回复。M1-M2 剪刀差将进一步收窄，证实经济景气度的持续回升，从股票市场风格的角度，利好周期股胜过成长股。

与社融存量增速类似，6 月 M2 增速与 5 月持平，维持在 11.1%的阶段高位。M1 增速则有所反复，由 5 月的 6.8%下降到 6.5%。其中，M2 增速上升，表明货币派生机制运行良好，货币乘数进一步上升，再次证实信用条件继续改善。M1 增速整体上升，则表明企业现金流状况有所改善。随着宽信用的深入推进和实体经济的复苏，预计下半年 M2 增速将维持高位，而 M1 增速有望进一步回升。

图 3：信用利差走势



图 4：M1 和 M2 同比增速

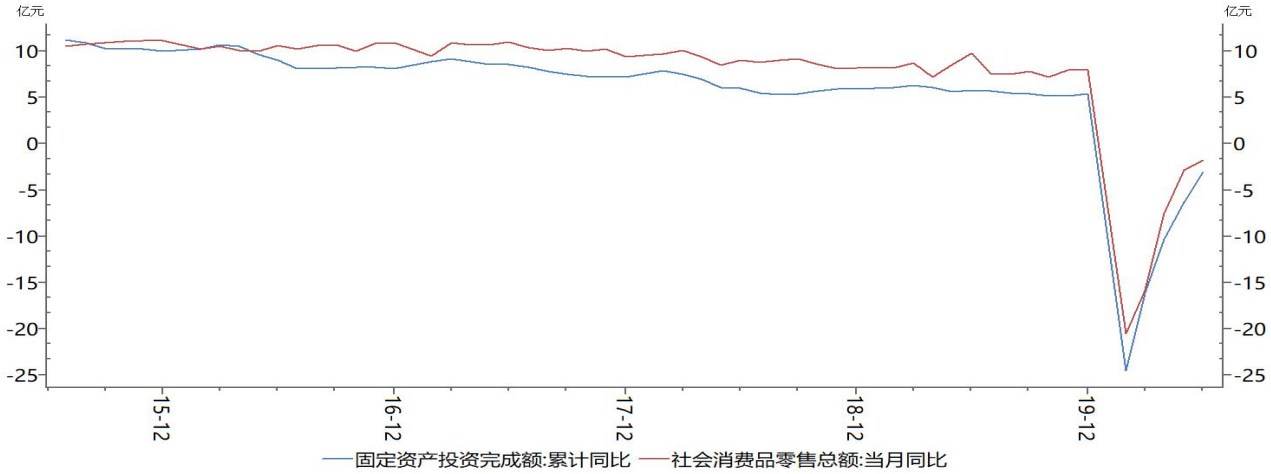


三、宏观经济展望及利率走势展望

总结 2020 年 7 月金融数据，尽管社融存量与人民币贷款增速均维持在高位，但增量数据均不及预期，M1 增速进一步回升，M2 增速小幅回落。数据表明，随着国内货币政策的回归常态，地方政府专项债的发行完成，本轮信贷扩张已过高点，社融存量、M2 增速与名义 GDP 增速之差，将大概率收窄。

针对国内政策的取向，在 7 月的报告中，我们提到，“国内央行难以效仿欧美央行大水漫灌，当前国内货币政策将以宽信用和降成本为主，通过精准的“滴灌”，支持实体企业的复苏。随着国内经济的复苏，疫情期间的特殊宽松政策将酝酿退出，流动性或进一步随着经济数据的改善而边际收敛。”央行二季度货币政策执行报告证实了我们的观点，预计央行将并不急于加码总量上的宽松政策，为未来留出正常的货币政策空间，而更加注重政策的精准导向，通过定向宽松支持实体经济。

图 5：固定资产投资与社消增速



数据来源：Wind

对于宏观经济的走势，二季度以来，国内经济明显复苏。尽管需求复苏程度不及生产，但随着疫情防控形势趋稳，消费信心有望进一步恢复。基建投资显著回升，房地产和汽车等中游行业需求回补，外贸部门保持韧性。我们认为，在房地产和基建投资增速的带动下，国内经济将延续复苏态势。

对于国债期货的走势，我们认为，国内货币政策整体稳健，宏观经济仍有望持续改善，市场风险偏好处于高位，整体环境偏利空。尽管社融与 M2 增速有望见顶回落，但预计债市仍将以震荡为主，向上或向下的空间均不大。建议投资者暂时观望，等待确定性更强的机会。

【免责声明】

西南期货有限公司具有期货投资咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：023-67070520

023-63605636

邮编：400023