宏观研究

M2不及预期与资金流向股市之谜

——7月金融数据点评

宏观事件点评 2020年8月12日

报告摘要：

- **一问，贷款为啥不及预期？**

  7月新增人民币贷款9927亿元，低于市场预期的11816亿元，同比少增631亿元。分结构看，居民短贷、居民中长贷、企业中长贷表现都不错，分别同比多增815亿元、1650亿元、2290亿元，反映消费景气向好、楼市销售较好、金融对重大项目支持力度仍大等；拖累因素主要是票据融资和企业短贷，分别同比多减2305亿元、226亿元，应该与央行领导多次强调的临时性支持政策退出有关。

- **二问，社融为啥不及预期？**

  7月社融增量为1.69万亿元，同比多4068亿元，但也低于市场普遍预期。分结构看，表内贷款同比多增1811亿元，表外融资同比少减3576亿元，表现都算不错；而直接投资中，企业债券融资同比少561亿元、政府债券融资同比少968亿元，这是造成社融不及预期的主要原因。7月债市经历了一波剧烈调整、债券发行受到一些影响，但这一现象并不具备持续性。

- **三问，M2为啥不及预期？**

  7月M2同比增长10.7%，低于市场预期的11.2%，也比上月末下降了0.4个百分点。从存款构成看，居民存款减少7195亿元，减幅为过去三年同期最大；企业存款减少1.55万亿元，减幅更是创历年同期最大；与此同时，非银机构存款增加18000亿元，增速为历史次高，仅低于2015年5月（大牛市时期）。7月股市经历了一波快牛行情，这些变化反映，7月居民和企业不少资金流入股市。

- **未来展望：预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开**

  未来几个月，预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开。下半年信用政策简单总结，7月新增信贷不及预期，主要与临时性支持政策退出、银行主动压降贷款有关，贷款余额增速严格遵循了政策要求；债券融资和M2增长不及预期，主要与7月股市债市大幅波动有关，不具有持续性。未来几个月，预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开，降息概率大大降低，结构性支持更加明显，防范化解金融风险的权重重新提升。

- **风险提示：**货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

8 月 11 日，央行公布 7 月金融数据：

新增人民币贷款 9927 亿元，市场预期 11800 亿元，前值 18100 亿元。

社会融资规模 16900 亿元，市场预期 18600 亿元，前值 34342 亿元。

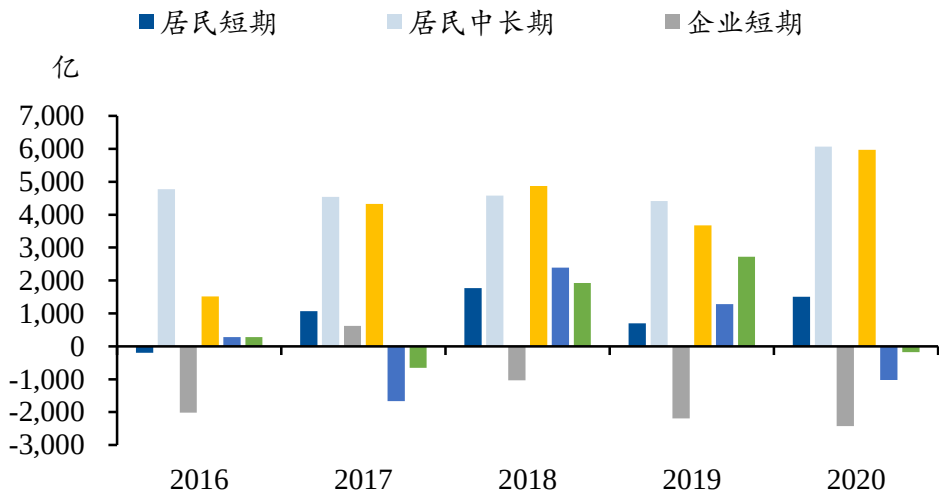
M2 同比 10.7%，市场预期 11.2%，前值 11.1%；M1 同比 6.9%，前值 6.5%。

一、数据表现：金融数据不及预期，但符合政策要求

一问，贷款为啥不及预期？7 月新增人民币贷款 9927 亿元，低于市场预期的 11816 亿元，同比少增 631 亿元。分结构看，居民短贷、居民中长贷、企业中长贷表现都不错，分别同比多增 815 亿元、1650 亿元、2290 亿元，反映消费景气向好、楼市销售较好、金融对重大项目支持力度仍大等；拖累因素主要是票据融资和企业短贷，分别同比多减 2305 亿元、226 亿元，应该与央行领导多次强调的临时性支持政策退出有关。

这是疫情爆发以来，首次出现贷款单月同比少增的情况。根据易纲行长 6 月中旬在陆家嘴论坛的讲话，全年贷款增速应为 13%。7 月贷款余额较上月回落了 0.2 个百分点，恰好也是 13%。这应该不是偶然，而是体现了货币政策的“精准导向”。年内剩下的几个月，贷款余额增速保持在 13%附近，应该是大概率事件。

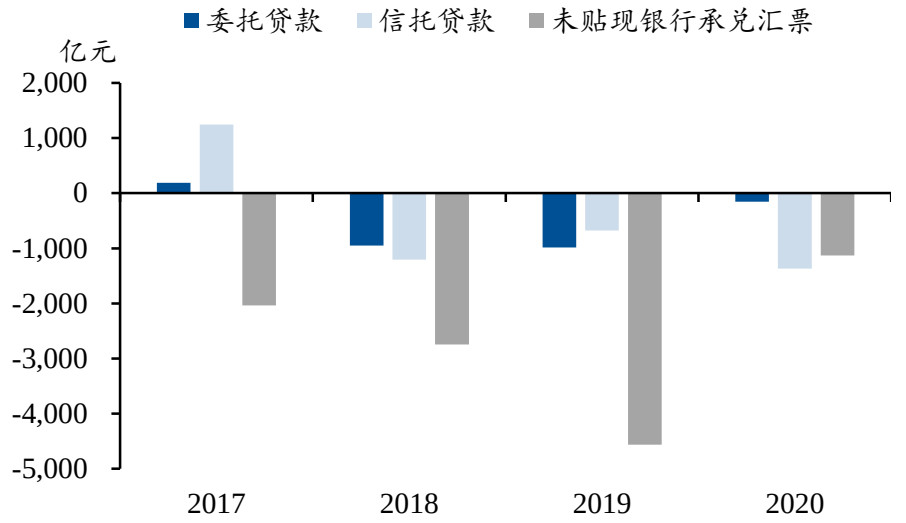
图 1：7 月份信贷增量不及预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

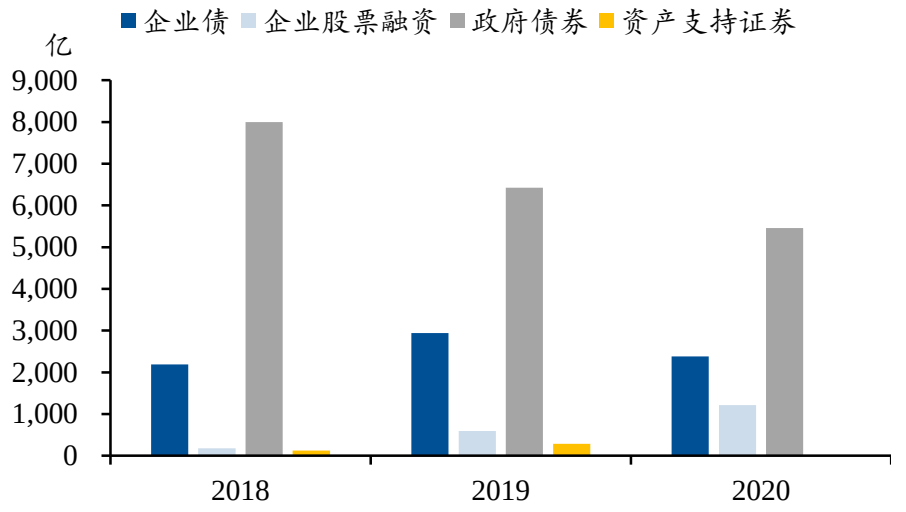
二问，社融为啥不及预期？7 月社融增量为 1.69 万亿元，同比多 4068 亿元，但也低于市场普遍预期。分结构看，表内贷款同比多增 1811 亿元，表外融资同比少减 3576 亿元，表现都算不错；而直接投资中，企业债券融资同比少 561 亿元、政府债券融资同比少 968 亿元，这是造成社融不及预期的主要原因。7 月债市经历了一波剧烈调整、债券发行受到一些影响，但这一现象并不具备持续性。

图 2：7 月份非标融资压降规模减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

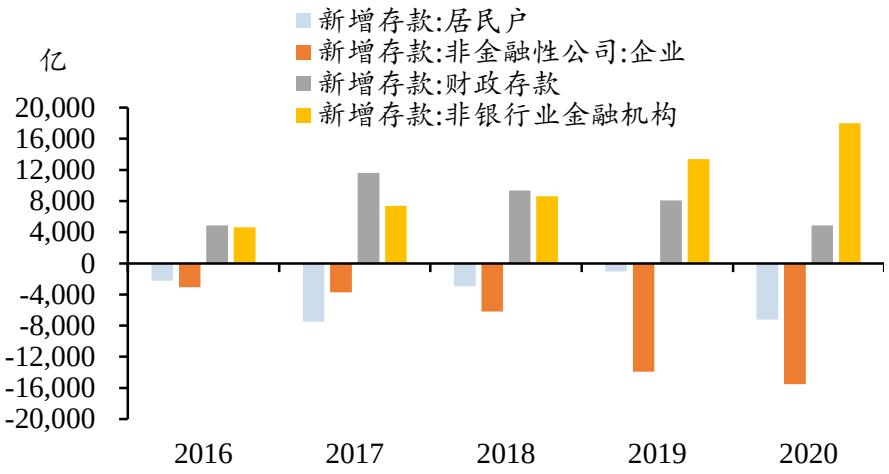
图 3：7 月份政府债券融资较往年低



资料来源：Wind，民生证券研究院

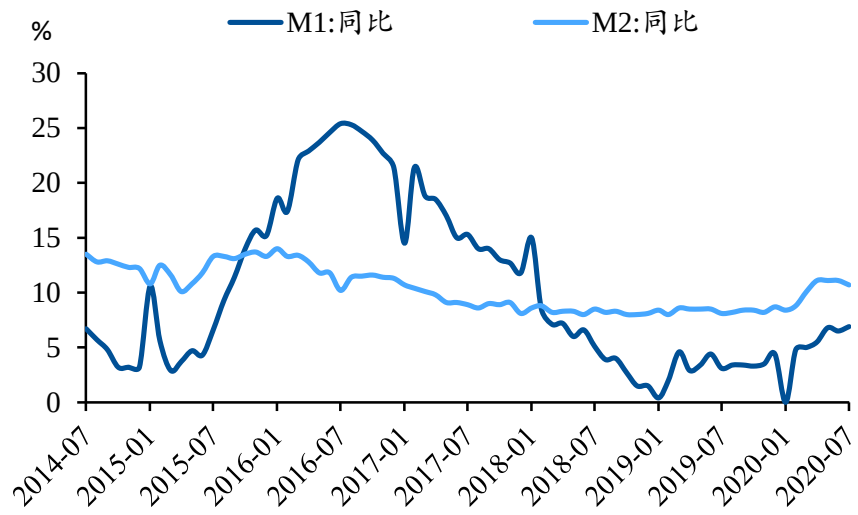
三问，M2 为啥不及预期？7 月 M2 同比增长 10.7%，低于市场预期的 11.2%，也比上月末下降了 0.4 个百分点。从存款构成看，居民存款减少 7195 亿元，减幅为过去三年同期最大；企业存款减少 1.55 万亿元，减幅更是创历年同期最大；与此同时，非银机构存款增加 18000 亿元，增速为历史次高，仅低于 2015 年 5 月（大牛市时期）。7 月股市经历了一波快牛行情，这些变化反映，7 月居民和企业不少资金流入股市。

图 4：7 月非银金融存款较往年多增，这是牛市的一大基础



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：7 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差收窄，实体经营活动进一步扩张

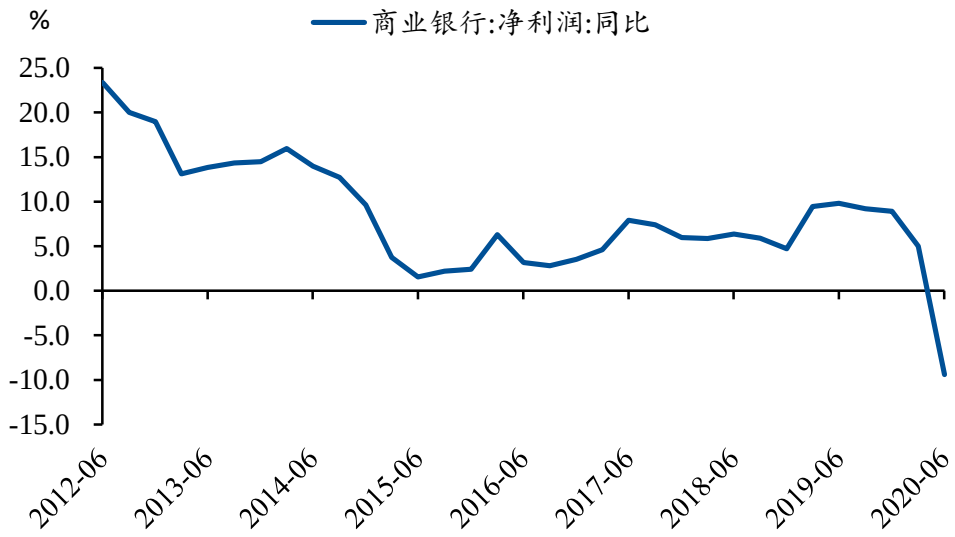


资料来源：wind，民生证券研究院

二、数据背后：银行净利润继续压缩空间较小

上半年商业银行净利润负增长 9.4%，金融让利实体取得良好效果。根据银保监会披露的数据，今年上半年商业银行净利润增速为-9.4%，为有数据以来首次负增长，但增速表现仍好于市场预期。5 月份的时候央行研究局就提过今年年内银行利润可能存在零增长或负增长的情况；在政策要求银行向实体让利的背景下，银行压低利润也有利于扶持实体经济发展，长期来看实体经济的问题又可以反哺银行。因此银行净利润短期的负增长并非坏事，金融让利使疫情以来实体经济得以快速恢复。

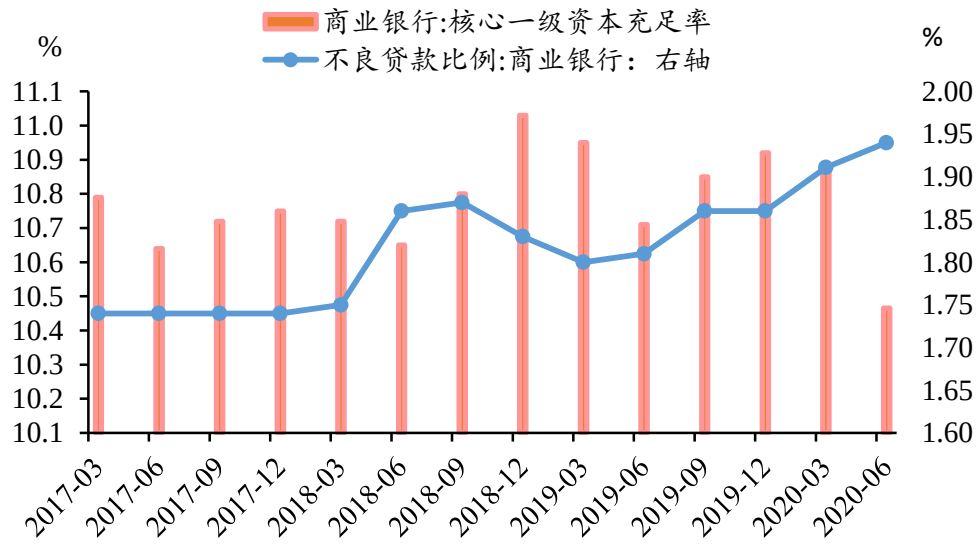
图 6：商业银行净利润负增长，但表现好于市场预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

不良贷款率有所上升，银行存在一定补资本压力。二季度，商业银行不良贷款率从 1.91%上升至 1.94%。不良贷款的确认具有时滞性，受疫情影响今年二月以来银行面临不良贷款上升的压力，但目前来看仍处于可控范围，银行资产质量好于市场预期。另一方面，净利润增速负增长以及不良贷款率的上升对银行核心一级资本充足率造成一定影响，这也是制约今年下半年信贷放量一大因素。按照易纲行长全年信贷多增 20 万亿的要求，今年 8-12 月需投放 7 万亿元左右的贷款，在全年净利润增速可能为负的背景下，下半年政策需要为中小银行提供一些补充核心一级资本的渠道，否则中小银行面临一定经营压力。（备注：永续债只能补充其他一级资本，无法补充核心一级资本，故对于非上市银行来说，在净利润增速压降的背景下需考虑创新核心一级资本补充方式）。

图 7：不良贷款确认具有时滞性，但整体仍在银行掌控范围内



资料来源：Wind，民生证券研究院

下半年银行股存在结构性行情。对于银行股来说，由于成长性较低，作为价值股其股价更多取决于盈利水平。而银行的盈利水平主要取决于三个方面：净息差、资产规模、资产质量。根据央行货币政策执行报告，截至 6 月末，存量贷款定价基准转换 LPR 进度已达 55% 。其中，存量企业贷款转换 LPR 进度为 76%，意味着之后几个月仍有大量存量贷款需转换为 LPR 定价，这就会进一步削弱银行净息差。资产规模来看，按照易纲行长的要求 8 月-12 月新增贷款规模大约 7 万亿元左右，信贷增量较今年上半年明显回落。从资产质量来看，当前银行不良贷款率尚在可控范围。但另一方面，央行在货政报告也强调低利率的副作用，这意味着货币政策可能会边际收紧，未来几个月 LPR 大概率不会继续压降，这对银行是利好。总体来看，银行股既有利好、也有利空，叠加当前银行板块被低估的事实，下半年银行股存在结构性行情。

三、未来展望：预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开

央行多次强调低利率的弊端，下半年货币政策预计维持稳健。央行认为经济潜在增速下降等长期结构性因素是全球低利率主要原因，而积极潜在增速下降主要是贫富分化、人口老龄化、技术进步放缓、产业结构失衡等问题造成的。基于此，央行认为过低的利率效果不是很大，因为低利率难以改变经济结构性问题，同时还会压缩银行净利润，当触及“反转利率”时还会导致银行信贷收缩。同时低利率也会造成流动性陷阱。不单如此，央行还认为利率过低会造成很多负面影响，包括导致金融资源错配、鼓励金融机构过度加杠杆、引起经济脱虚向实等。从央行的态度来看，未来货币政策应与我国现阶段经济发展实际需要像匹配，货币政策不宜大水漫灌，而应该更注重精准引导。5 月以来债券市场经历很大一波调整，重要原因在于货币政策边际收紧。未来来看，货币政策很难再向 2-4 月那么松，短期内债市更多是结构性机会。

未来几个月，预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开。下半年信用政策简单总结，7 月新增信贷不及预期，主要与临时性支持政策退出、银行主动压降贷款有关，贷款余额增速严格遵循了政策要求；债券融资和 M2 增长不及预期，主要与 7 月股市债市大幅波动有关，不具有持续性。未来几个月，预计货币政策将继续围绕“保持定力+精准导向+跨周期”展开，降息概率大大降低，结构性支持更加明显，防范化解金融风险的权重重新提升。

风险提示

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：7 月份信贷增量不及预期.....2
图 2：7 月份非标融资压降规模减少.....3
图 3：7 月份政府债券融资较往年低.....3
图 4：7 月非银金融存款较往年多增，这是牛市的一大基础.....4
图 5：7 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差收窄，实体经营活动进一步扩张.....4
图 6：商业银行净利润负增长，但表现好于市场预期.....5
图 7：不良贷款确认具有时滞性，但整体仍在银行掌控范围内.....6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。