信用的低预期，等待风险释放

——中国 7 月金融数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

事件

央行公布了 7 月金融数据，中国 7 月 M2 货币供应同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点；7 月人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元，稍逊于市场预期；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，但环比大幅减少。

点评

趋势：同比意义上信用扩张的方向不变。在短期压降资金空转等监管趋紧的影响下，叠加着 7 月信用投放的季节性“小月”，环比意义上无论是信贷还是社融在 7 月均出现了超预期的回落。但是同比意义上的改善仍在继续，意味着信用扩张的方向不变，短期节奏对于市场的影响将更大。

结构：影子银行融资均受到不同程度压制。从 6 月开始压降委托贷款和信托贷款，7 月我们注意到银行承兑汇票融资也出现了超预期的回落，显示出在非标转标，增加债券和股票融资的背景下，表外均出现了短期的压力。但是随着资管新规延后至 2021 年末、以及无论是财政还是货币表现出的“直达性”，我们预计未来的信用扩张方向不变，改变的仅仅是短期的信用供给节奏。从 7 月末政治局会议上对宏观政策转向“跨周期”而非“逆周期”的表述，到 8 月初央行和财政部政策执行报告中均在对下半年“经济回到潜在增速”的预期下（我们预计在四季度）政策体现出非强刺激的特征，正由总量政策转向结构政策，但是短期内总量政策面临的是应对周期末端风险的“最后阶段”。

节奏：继续关注信用扩张的节奏和结构。在宏观政策在下半年由总量转向结构的过程中，信用伴随着经济回升的方向不变，但是短期对于刚经历外部冲击影响的实体经济而言，由于政策退出边际上带来的负面效应仍将呈现出一定的负面影响。在北京强降雨等气候影响、烟台冷链包装呈阳性、以及疫情和周期叠加下的实体结构“出清”带来的违约风险继续释放的情况下，短期内周期结构的转换仍可能对于市场带来冲击，当然从预期的角度而言，这种环比意义上节奏的转换冲击形成的是更好的配置入场空间。

相关研究：

关注服务业领域就业——上半年财政政策执行情况报告点评
2020-08-07

以“稳”理解“灵活适度，精准导向”——二季度中国货币政策执行报告点评
2020-08-07

从逆周期转向跨周期，流动性边际趋紧
——7 月 30 日政治局会议点评
2020-07-31

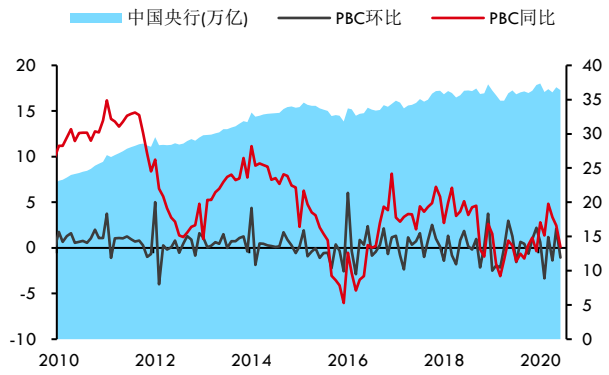
市场开放的一次宣言，关注短期市场风险——习近平企业家座谈会讲话点评
2020-07-22

传导效率加强，衍生品定价需求将上升——银行间与交易所债券市场互联互通点评
2020-07-20

从货币到信用，焦点转向节奏
——中国 6 月金融数据点评
2020-07-11

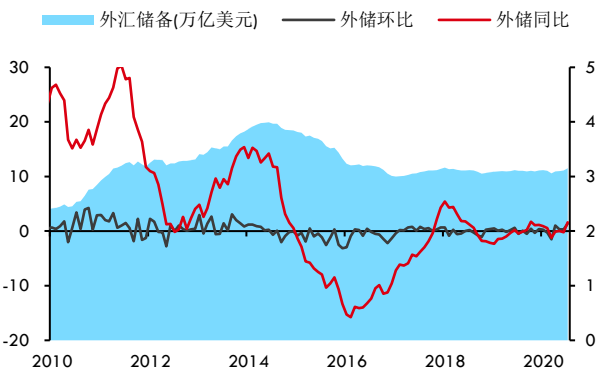
主要图表

图 1： 截止 6 月央行资产负债表规模趋弱



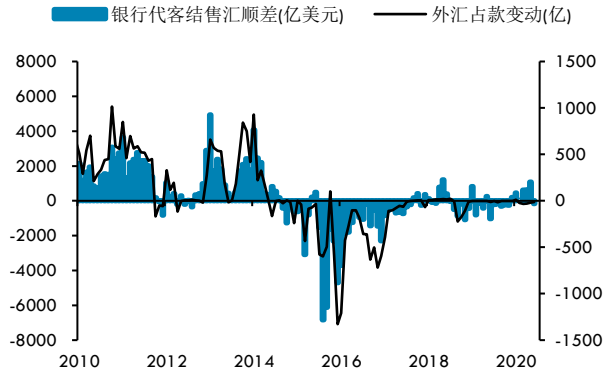
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 截止 7 月外汇储备规模稳定



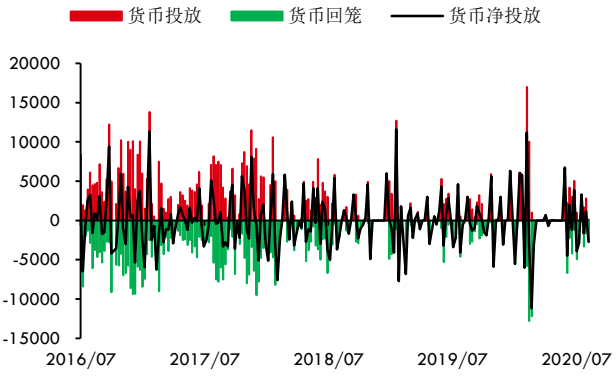
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 截止 6 月银行代客结售汇顺差回落



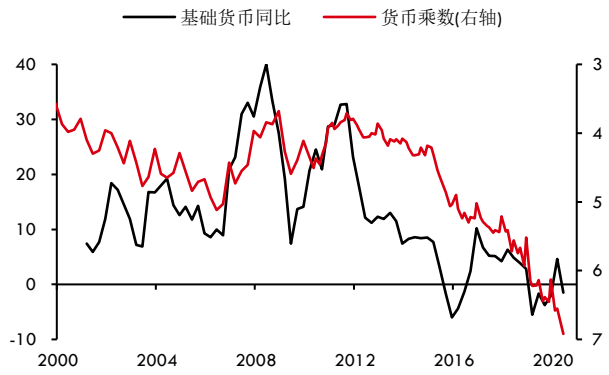
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 截止 8 月 7 日公开市场净回笼（亿元）



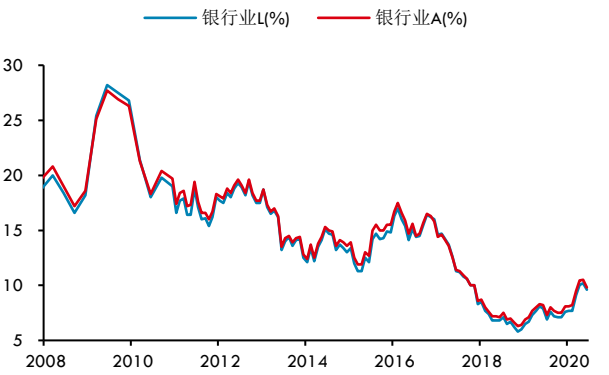
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 基础货币稳定但货币乘数扩张



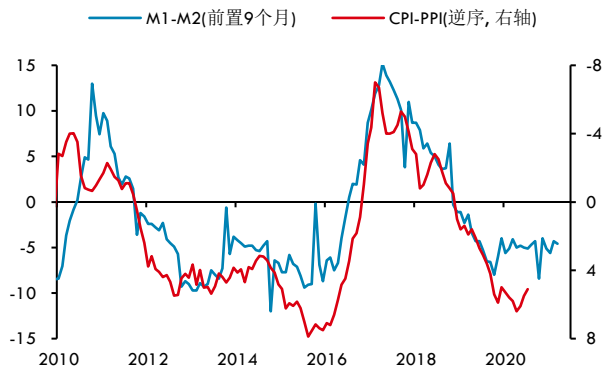
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 截止 6 月，银行资产负债表扩张放缓



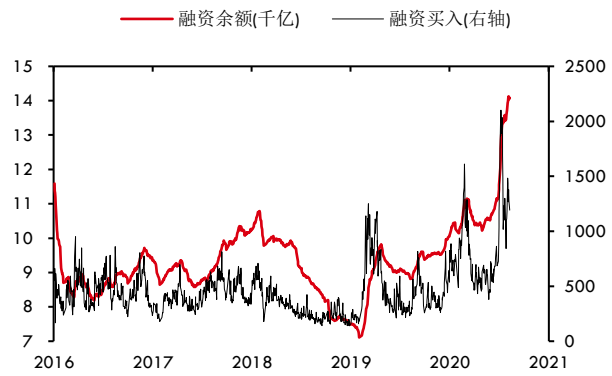
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 货币剪刀差和通胀剪刀差维持底部状态



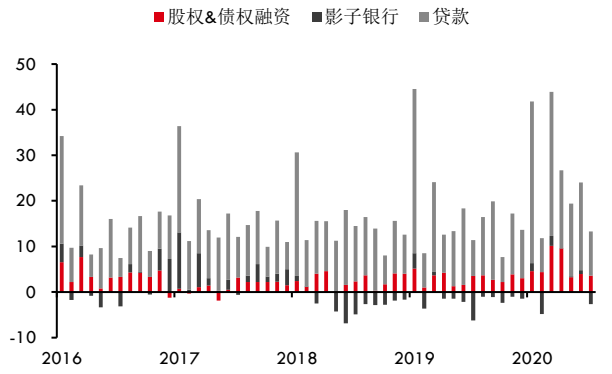
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 市场反馈预期的改善



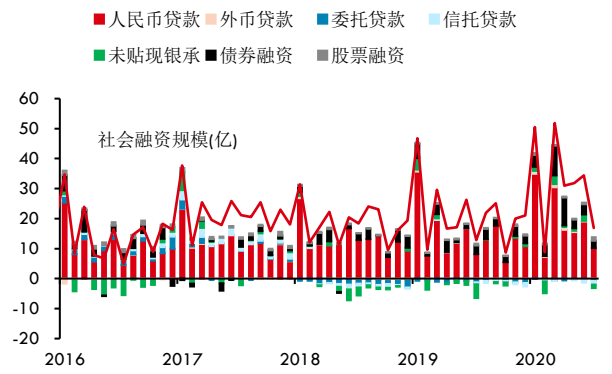
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 影子银行信用再次压降



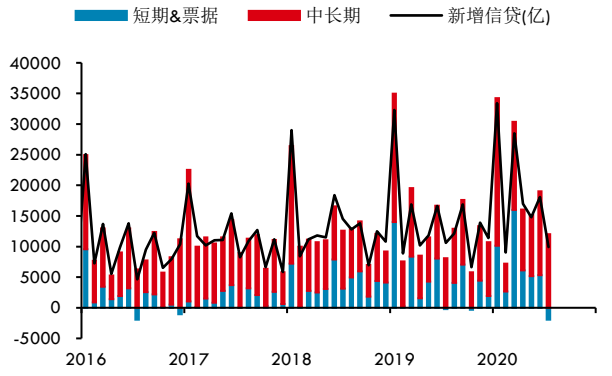
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 信托、委托贷款和银承同时收缩



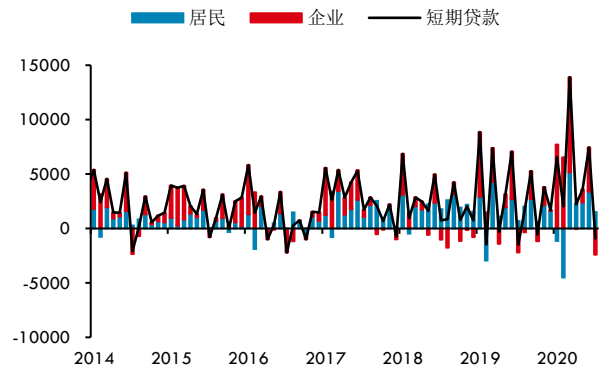
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 期限结构来看，短期收缩 vs 中长期扩张



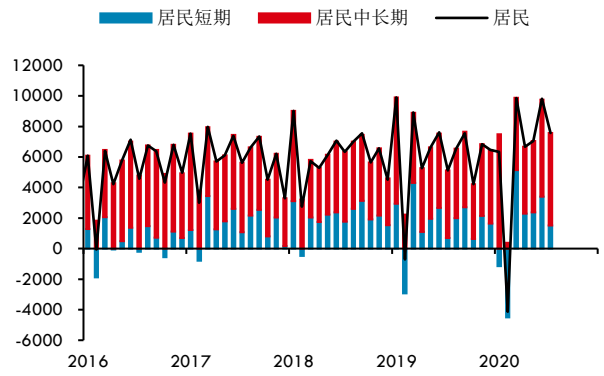
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 7 月短期主要表现为企业短期贷款大幅收缩



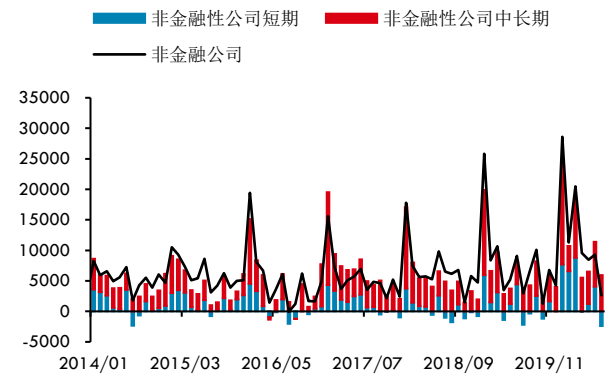
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13： 居民期限结构长期和短期保持相对稳定



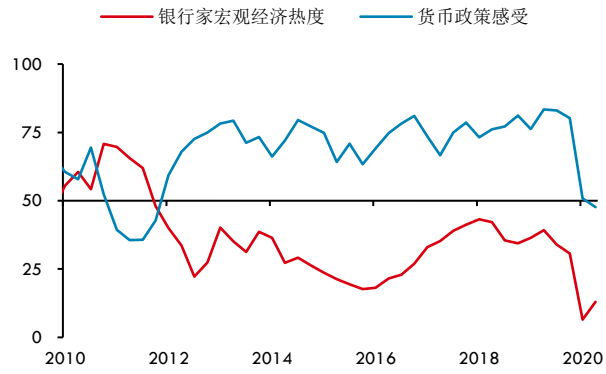
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 企业期限结构在降空转下短期更快收敛



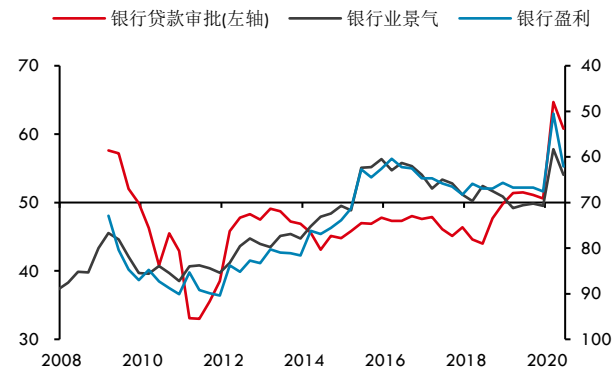
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 央行调查二季度银行预期改善



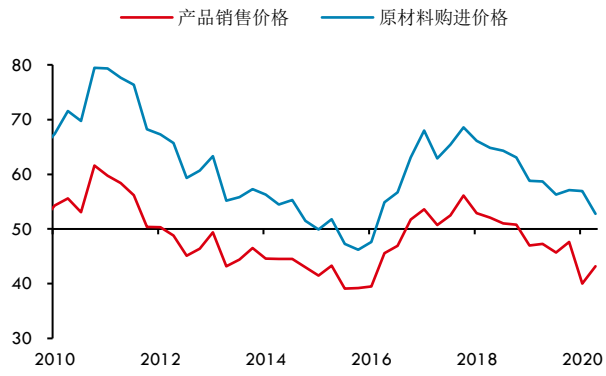
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 央行调查二季度贷款有所收紧



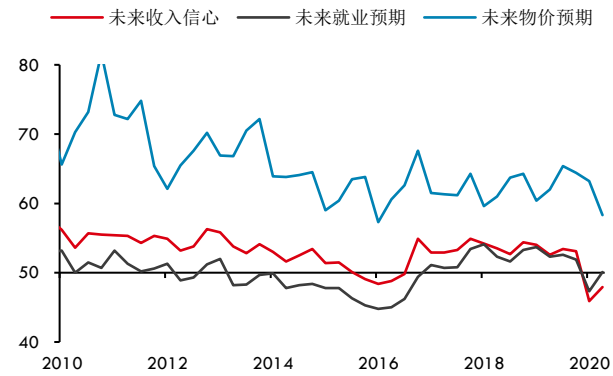
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 央行调查企业盈利预期有所改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18： 央行调查居民信心有所回升



数据来源：Wind 华泰期货研究院

附 1：2020 年 7 月金融统计数据报告

来源：人民银行[1]

一、广义货币增长 10.7%，狭义货币增长 6.9%

点评：货币负债端的增速在 7 月份向下波动状态，M1 增速从环比回落再次小幅回升（+0.4 个百分点）。

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。

二、7 月份人民币贷款增加 9927 亿元，外币贷款增加 192 亿美元

点评：货币资产端的增速在 7 月份同样为向下波动状态，人民币信贷增速环比回落 0.2 个百分点（控节奏），但是方向没有变化（比去年同期+0.4 个百分点）。

7 月末，本外币贷款余额 172.36 万亿元，同比**增长 13%**。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。

点评：资产端结构上，居民中长期信贷支撑了 7 月信贷增量，企业短贷和票据减少表现为去“影子”的特征。

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**；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**。

7 月末，外币贷款余额 8835 亿美元，同比**增长 9.6%**。当月外币贷款增加 192 亿美元，同比多增 315 亿美元。

三、7 月份人民币存款增加 803 亿元，外币存款增加 153 亿美元

点评：负债端结构上，相比较资产端出现了增量更大的下滑（负债少增 5617 亿 vs 资产少增 631 亿），财政和非银机构存款的增加弥补了居民和企业部门的存款减少，显示出股市的“牛市”吸金。

7 月末，本外币存款余额 213.1 万亿元，同比**增长 10.2%**。月末人民币存款余额 207.56 万亿元，同比**增长 10.3%**，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。

7 月份人民币存款**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**，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**。

7 月末，外币存款余额 7937 亿美元，同比**增长 6.5%**。当月外币存款增加 153 亿美元，同比多增 301 亿美元。

四、7 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.9%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.91%

[1] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4070293/index.html

点评：价升量涨的带动下，预计金融杠杆率维持稳定。

7 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 126.61 万亿元，日均成交 5.5 万亿元，日均成交同比**增长 15.5%**。其中，同业拆借日均成交同比**下降 4%**，现券日均成交同比**增长 38.5%**，质押式回购日均成交同比**增长 13.4%**。

7 月份同业拆借加权平均利率为 1.9%，比上月**高 0.05 个百分点**，比上年同期**低 0.18 个百分点**；质押式回购加权平均利率为 1.91%，比上月**高 0.02 个百分点**，比上年同期**低 0.24 个百分点**。

五、7 月份跨境贸易人民币结算业务发生 5954 亿元，直接投资人民币结算业务发生 2936 亿元

7 月份，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 3877 亿元、2077 亿元、722 亿元、2214 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

附 2：2020 年 7 月社会融资规模增量统计数据报告

来源：人民银行[2]

点评：截止 7 月份社融增量环比意义上出现了回落（下降五成），标志着前期金融总量较快扩张过程告一段落。

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。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

附 3：2020 年 7 月社会融资规模存量统计数据报告

来源：人民银行[3]

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，

[2] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4070299/index.html
[3] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4070296/index.html

点评：结构转变在社融结构上表现——表外压降（委托贷款、信托贷款和银承），但直接融资大幅增加（企业债券、政府债券），但是美中不足的是企业股票融资占比 7 月仍没有回升，预计在未来注册制、以及当前股市火热的情况下融资结构将回升。

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%**。

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；委托贷款余额占比 4.1%，同比**低 0.8 个百分点**；信托贷款余额占比 2.6%，同比**低 0.6 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.3%，同比**低 0.1 个百分点**；企业债券余额占比 9.9%，同比**高 0.7 个百分点**；政府债券余额占比 15.4%，同比**高 0.5 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比**低 0.2 个百分点**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com