信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

社融二阶增速放缓但结构改善 下半年稳货币稳信用格局将维持

—— 7 月金融数据点评

2020 年 8 月 12 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固收研究

点评报告

李一爽　　分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮　箱：liyishuang@cindasc.com

周俚君　　联系人
联系电话：+86 13636449361
邮　箱：zhoulijun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

社融二阶增速放缓但结构改善 下半年稳货币稳信用格局将维持

2020 年 8 月 12 日

本期内容提要

- **事件。**2020 年 8 月 11 日，央行公布 7 月份金融数据。7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，低于预期 1.86 万亿，社会融资规模存量同比增长 12.9%。7 月新增人民币贷款 9927 亿元，低于预期 1.18 万亿；新增人民币存款 803 万亿元，同比少增 5617 亿元。6 月末 M2 余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速低于预期 11.2%； M1 余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，M1 与 M2 的剪刀差缩窄 0.8 个百分点致-3.8%。

- 7 月金融数据尽管整体略低于预期，但是结构还在改善的过程中。尽管信贷整体规模的扩张速度下降，但企业与居民中长期贷款同比均大幅增加，M1 增速也在提升，反应当前经济的活跃度仍在恢复的过程中。7 月社融增速从 12.8%上升到了 12.9%，但二阶增速可能继续下降。尽管未来信贷增速可能会有所放缓，私人部门的社融拐点在 6-7 月或已出现，但下半年在政府债券的推动下，广义社融增速的拐点可能要到 10 月。

- 6 月以来货币政策出现了边际收紧，未来总量政策进一步宽松的空间已经十分有限，且前期央行对于社融与 M2 的态度发生了变化，显示央行更加关注信贷扩张可能带来的后遗症，宽信用的幅度可能也会边际减弱，这主要还是由于经济恢复的速度好于预期，使得央行更加着眼于跨周期调节，要求防范金融风险。但由于经济整体的恢复并不均衡，小型企业景气度仍然不足，国内消费恢复的动力仍然较弱，7-8 月失业数据可能仍然有所提升，政策收紧的概率不高，即便社融出现拐点后未来大幅下滑的可能性也不高，下半年整体上仍将维持稳货币稳信用的格局。

- 从对市场的影响上看，7 月社融增速不及预期，使市场对于信用扩张带来经济过热的担忧减弱，但是中长期贷款的上升与 M1 增速的提升都显示，实体经济的活跃度仍在上行，社融与 M2 增速差值进一步扩大，显示实体经济的融资需求整体仍然大于货币创造。但是考虑到社融增速继续向上的空间已经相对有限，且在房地产市场的回暖受到政策抑制的背景下，M1 大幅上行的空间也仍然有限，货币活化速度较慢，对于 PPI 上行的推动力不足。因此在当前稳货币稳信用的格局下，债券市场短期内仍将维持在 2.8%到 3%的区间震荡。而对于权益市场而言，下半年稳货币稳信用的格局维持，整体上对权益市场仍然相对友好，而社融与 M2 剪刀差的扩大，在风格上可能将逐步从估值驱动转向盈利驱动。

- **风险因素：**经济复苏超预期

目 录

一、事件.....1
二、新增贷款弱于预期，但信贷结构持续改善.....1
三、社融存量增速提升，但二阶增速放缓.....2
三、M2 与 M1 剪刀差收窄，社融与 M2 走势背离.....4
总结：下半年整体仍将维持稳货币稳信用的格局.....5
风险因素.....6

图 目 录

图 1：7 月新增人民币贷款分部门环比比较（单位：亿元）.....2
图 2：7 月新增人民币贷款分部门同比增量比较（单位：亿元）.....2
图 3：7 月中长期贷款占比处于历史较高位置.....2
图 4：7 月新增票据融资+未贴现票据季节性回落至近 3 年历史区间.....2
图 5：7 月政府债券与信贷推升社融增速（单位：%）.....3
图 6：7 月新增社融分项环比比较（单位：亿元）.....4
图 7：7 月新增社融分项同比增量比较（单位：亿元）.....4
图 8：7 月社融新增信贷季节性回落至历史同期区间.....4
图 9：7 月新增企业债券融资需求进一步回落.....4
图 10：7 月 M2 增速回落，M2-M1 剪刀差大幅收窄（单位：%）.....5
图 11：7 月非银存款同比大幅多增（单位：亿元）.....5
图 12：社融增速的拐点或出现于 10 月.....6

一、事件

2020 年 8 月 11 日，央行公布 7 月份金融数据。7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，低于预期的 1.86 万亿，社会融资规模存量同比增长 12.9%，较上月提升 0.1%。7 月新增人民币贷款 9927 亿元，低于预期 1.18 万亿；新增人民币存款 803 万亿元，同比少增 5617 亿元。6 月末 M2 余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速低于预期 11.2%；M1 余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，M1 与 M2 的剪刀差缩窄 0.8 个百分点。

二、新增贷款弱于预期，但信贷结构持续改善

7 月新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 673 亿元，低于预期的 1.18 万亿，但这主要是由于短期贷款和票据融资的压缩，中长期贷款仍保持了较高的增速。

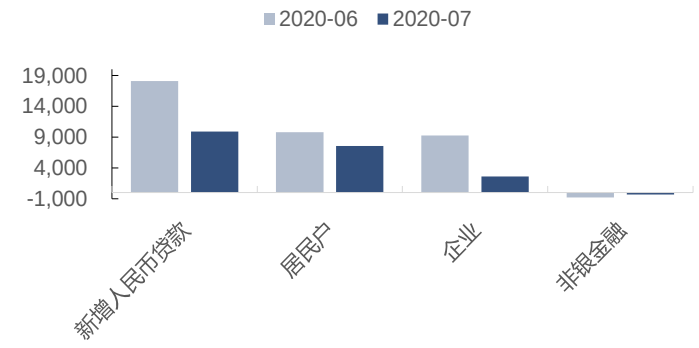
居民部门贷款新增 7578 亿元，同比多增 2466 亿元。其中，居民短期贷款新增 1510 亿元，同比多增 815 亿元；居民中长期贷款新增 6067 亿元，较去年同期多增 1650 亿元。居民中长期贷款的改善与高频数据中 30 城房地产销售仍然维持了高增速相一致，显示房地产需求目前来看仍然维持韧性。

企业新增短期贷款-2421 亿元，较去年同期减少 226 亿元，7 月短期贷款一般均会季节性回落，但今年降幅更大，或与年初大规模短贷投放的到期有关；企业中长期贷款新增 5968 亿元，较去年同期大幅增加 2290 亿元。企业中长期贷款占比持续上升，显示实体需求仍在恢复过程中。尽管二季度以来，企业中长期贷款持续放量，但二季度企业固定资产投资贷款增速的回升仍然弱于经营性贷款增速，显示中长期贷款中仍有一部分用于补充企业营运资金。主要固定资产投资项目或仍用于基建领域。

新增票据融资-1021 亿元，同比减少 2305 亿元，是新增贷款的最大拖累项。从季节性的角度看，7 月信贷数据中的票据融资与社融数据中的未贴现票据之和均会出现较大幅度的下滑。尽管新增票据融资下滑，但社融中的未贴现少减 3432 亿元，整体仍符合历史规律。而银行表内票据融资的增速下滑，一方面是由于打击资金套利背景下，7 月票据融资成本中枢较 6 月进一步提升带来的套利空间下降；另一方面，也是与银行信贷额度受限的情况下，银行优先保证中长期信贷投放，而压降了票据融资规模有关。

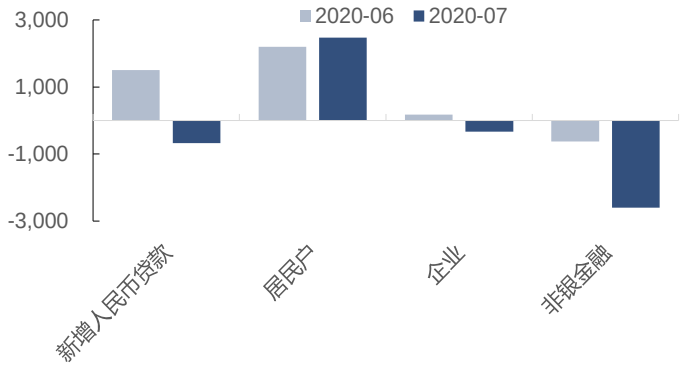
此外新增非银金融机构贷款-270 亿元，维持负增长，环比多增 520 亿元，同比大幅下滑 2598 亿元，或显示出在打击资金空转的背景下，金融体系内部仍在去杠杆过程中。

图 1：7 月新增人民币贷款分部门环比比较（单位：亿元）



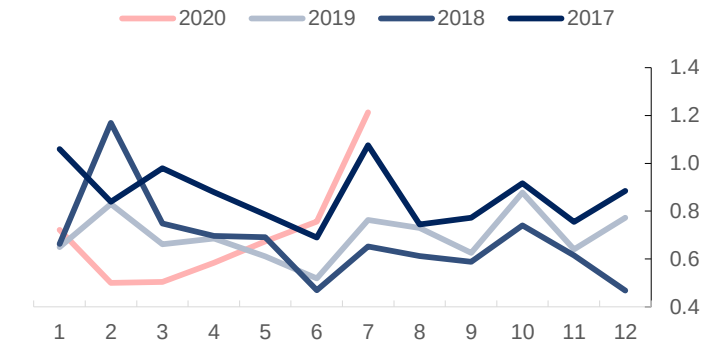
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：7 月新增人民币贷款分部门同比增量比较（单位：亿元）



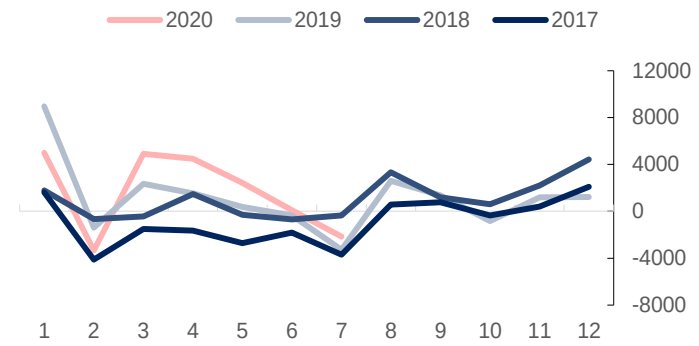
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：7 月中长期贷款占比处于历史较高位置



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：7 月新增票据融资+未贴现票据季节性回落至近 3 年历史区间



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、社融存量增速提升，但二阶增速放缓

7 月社融新增 1.69 万亿元，比上年同期多增 4027.89 亿元，环比减少 1.74 万亿。7 月新增社融规模的回落有一定的季节性，接近近三年平均水平。7 月社融同比增长 12.9%，较 6 月小幅提升 0.1%，未贴现银行承兑汇票降幅减少成为推动 7 月社融继续高增的主要因素，7 月人民币贷款增速边际贡献小幅回升。

从结构上来看，尽管信贷口径的人民币贷款减少，但由于非银贷款的大幅下降并不影响社融，社融口径的人民币贷款 1.02 万亿，仍然比 2019 年高出 2113.93 亿元，这也是信贷对社融贡献提升的主要原因。考虑全年新增近 20 万亿信贷，下半年或剩

余 7 万亿左右额度，则下半年月度信贷投放规模或均将处于历史同期平均水平附近。

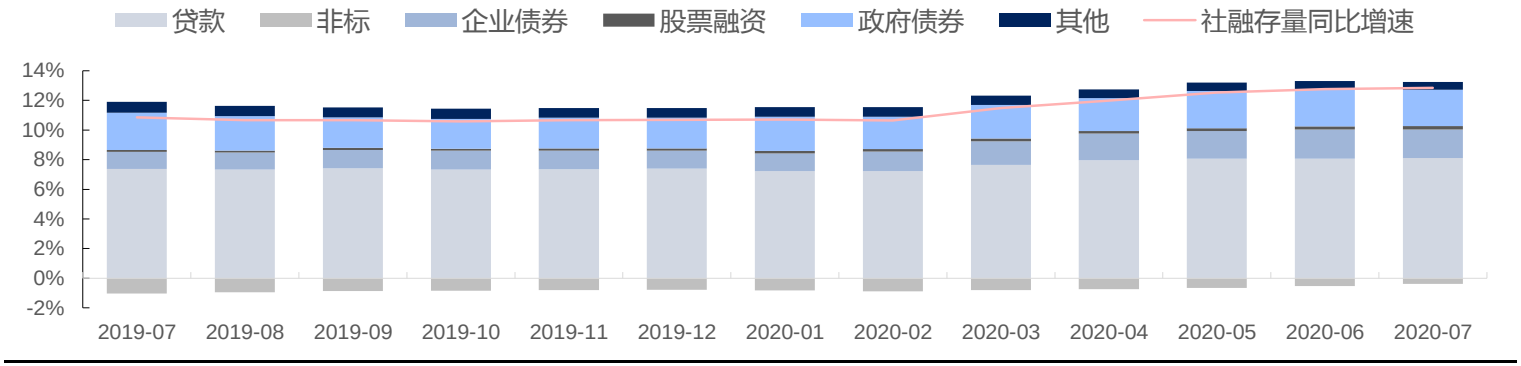
政府债券融资新增 5459 亿元，环比减少 1991 亿元，同比减少 968 亿元。7 月为市场化发行剩余 7100 亿抗疫特别国债腾挪空间，一般国债及地方政府债发行规模较历史同期大幅下滑，此外 7 月国债与地方债到期总量达 6685.40 亿元，为年内到期高峰，因此 7 月政府债券融资新增环比、同比均有所回落。

非标融资新增-2649 亿元，同比多增 3576 亿元；具体来看，7 月新增委托贷款减少 152 亿元；新增信托贷款减少 1367 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 1130 亿元，同比少减 3432 亿元。新增信托贷款持续下滑或体现监管全年压降万亿规模融资类信托的要求，但同比下滑幅度较上月有所回落或因资管新规过渡期延长一年进而一定程度减缓下半年信托压降压力。但考虑监管层强调过渡期延长不代表整改的停滞，年内非标压降或仍将继续。

7 月新增企业债券融资 2383 亿元，环比减少 1000 亿元，同比减少 561 亿元。尽管 7 月取消发行的比重有所回落，但是随着企业债券融资成本较 6 月进一步回升，企业债券融资需求较前期有所下滑。

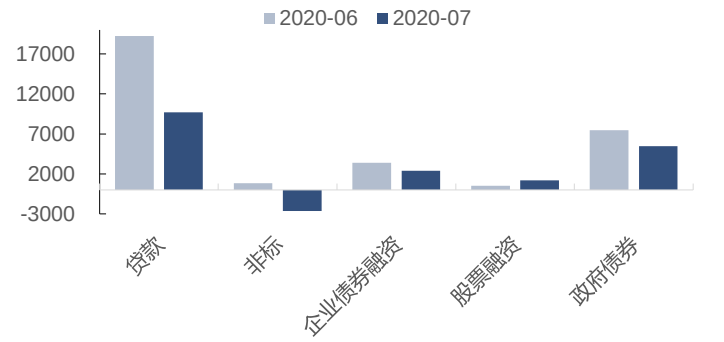
7 月新增非金融企业境内股票融资 1215 亿元，环比多增 677 亿元，同比多增 622 亿元，主要系 7 月科创板 IPO 融资规模大幅上升所致。

图 5：7 月政府债券与信贷推升社融增速（单位：%）



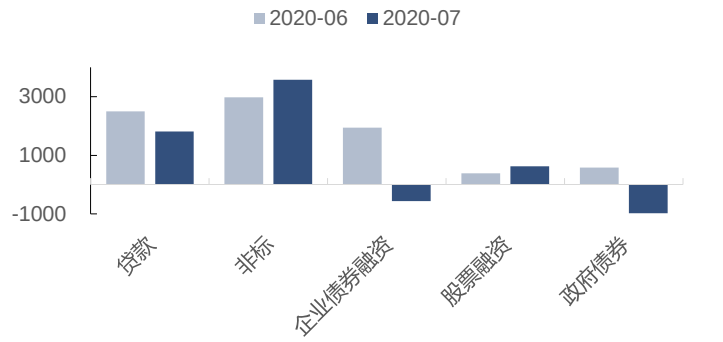
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：7 月新增社融分项环比比较（单位：亿元）



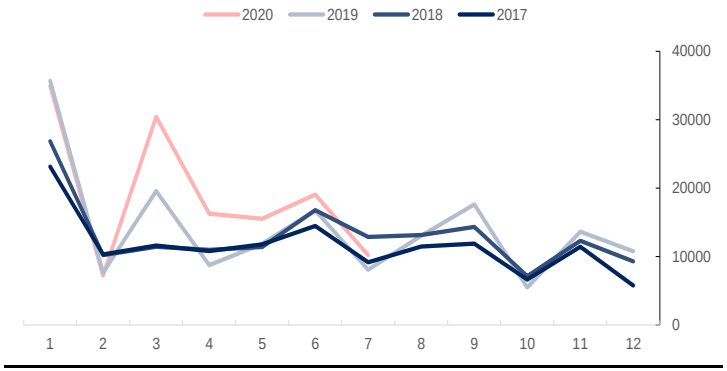
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：7 月新增社融分项同比增量比较（单位：亿元）



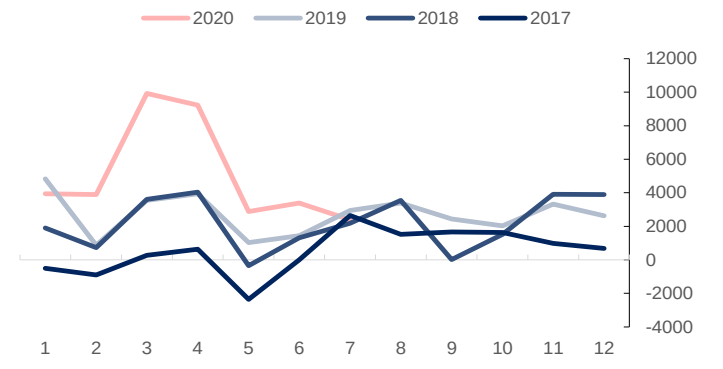
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：7 月社融新增信贷季节性回落至历史同期区间



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：7 月新增企业债券融资需求进一步回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、M2 与 M1 剪刀差收窄，社融与 M2 走势背离

7 月新增人民币存款 803 亿元，同比减少 5617 亿元。具体来看，居民存款减少 7195 亿元，同比多减 6163 亿元；企业存款减少 1.55 万亿，同比多减 1183 亿元；非银机构存款新增 1.8 万亿元，同比多增 4600 亿元；财政存款新增 4872 亿元，同比下滑 3219 亿元。

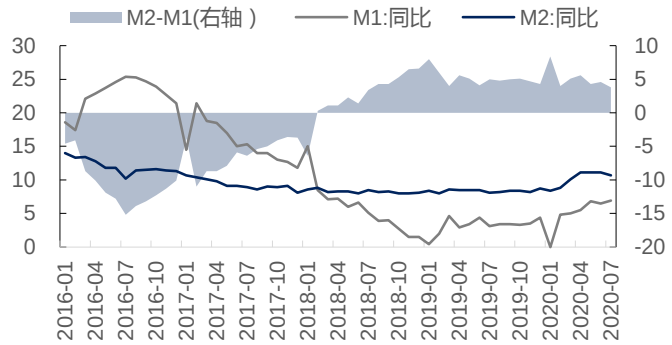
7 月居民和企业存款同比大幅下滑，而非银存款同比大幅多增，或与 7 月股市行情较好，且大幅增发混合型基金和摊余成本法债基有关，7 月按认购起始日统计的新成立基金规模约为 5221.66 亿份，去年同期仅 882.61 亿份。7 月作为缴税大月，财政

存款往往会季节性提升，今年政府债券净融资仅较去年减少不到千亿，但财政存款增幅却大幅弱于往年，或系 7 月财政支出力度加大所致。

7 月末，M2 余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速环比下滑 0.4 个百分点。这与信贷增速的回落有关，信贷增速在 7 月从 13.2%下降到了 13%，造成了存款派生的回落。但从绝对规模上看，信贷环比新增了近 1 万亿，但是 M2 环比仍然下降了 9400 亿，这之中的差额财政存款的上升只能解释 5000 亿，剩下的部分仍然可能与打击资金空转带来的银行股权与其他投资的下滑有关，这需要详细数据公布后进一步观察。M1 余额 59.12 万亿元,同比增长 6.9%，增速比上月高 0.4 个百分点，M2 与 M1 剪刀差大幅收窄至 3.8%，这可能与地产数据的好转，带来的居民存款在一定程度上回流企业有关，也反映出资金活化的速度正在加快。

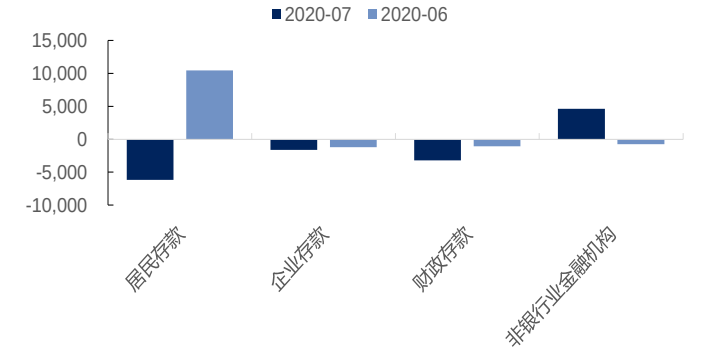
M2 下滑、社融上行，二者差值的扩大也引起了诸多关注。根据我们前文的分析，二者差值变大，一方面是信贷整体表现较弱，以及银行同业业务收缩可能带来的股权与其他投资下降；而社融中非标分项降幅弱于历史同期，对社融又有所支撑。再往后看，全年信贷增量上限界定，下半年剩余信贷规模约 7 万亿，投放节奏与经济复苏节奏相匹配，预计信贷增速或将自 7 月逐步回落，而下半年政府债券融资放量及资管新规过渡期延期一年减缓非标压降压力，社融增速拐点或出现于 10 月；但是在 M2 方面，在信贷增速的下行以及其他项目整体相对平稳的背景下，M2 与社融差额扩大的局面或将至少维持到社融拐点之后。

图 10：7 月 M2 增速回落，M2-M1 剪刀差大幅收窄（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：7 月非银存款同比大幅多增（单位：亿元）



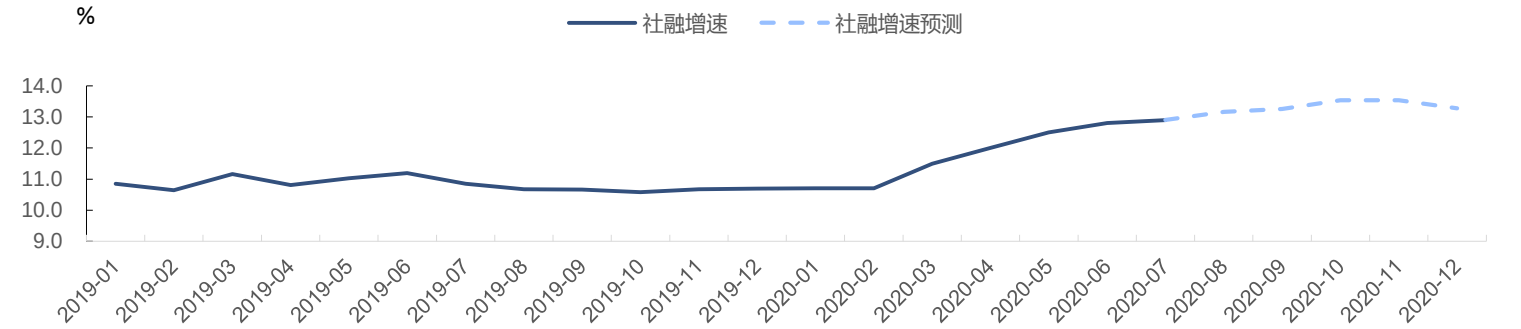
资料来源：万得，信达证券研发中心

总结：下半年整体仍将维持稳货币稳信用的格局

7 月金融数据整体略低于预期，但是结构还在改善的过程中。尽管信贷整体规模的扩张速度下降，但企业与居民中长期贷款同比均大幅增加，M1 增速也在提升，反应当前经济的活跃度仍在恢复的过程中。7 月社融增速从 12.8%上升到了 12.9%，但二

阶增速可能继续下降。尽管未来信贷增速可能会有所放缓，私人部门的社融拐点在 6-7 月或已出现，但下半年在政府债券的推动下，广义社融增速的拐点可能要到 10 月。

图 12：社融增速的拐点或出现于 10 月



资料来源：万得，信达证券研发中心

6 月以来货币政策出现了边际收紧，未来总量政策进一步宽松的空间已经十分有限，且前期央行对于社融与 M2 的态度发生了变化，显示央行更加关注信贷扩张可能带来的后遗症，宽信用的幅度可能也会边际减弱，这主要还是由于经济恢复的速度好于预期，使得央行更加着眼于跨周期调节，要求防范金融风险。但由于经济整体的恢复并不均衡，小型企业景气度仍然不足，国内消费恢复的动力仍然较弱，7-8 月失业数据可能仍然有所提升，政策收紧的概率不高，即便社融出现拐点后未来大幅下滑的可能性也不高，下半年整体上仍将维持稳货币稳信用的格局。

从对市场的影响上看，7 月社融增速不及预期，使市场对于信用扩张带来经济过热的担忧减弱，但是中长期贷款的上升与 M1 增速的提升都显示，实体经济的活跃度仍在提升，社融与 M2 增速差值进一步扩大，显示实体经济的融资需求整体仍然大于货币创造。但是考虑到社融增速继续向上的空间已经相对有限，且在房地产市场的回暖受到政策抑制的背景下，M1 大幅上行的空间也仍然有限，货币活化速度较慢，对于 PPI 上行的推动力不足。因此在当前稳货币稳信用的格局下，债券市场短期内仍将维持在 2.8%到 3%的区间震荡。而对于权益市场而言，下半年整体稳货币稳信用的格局维持，整体上对权益市场仍然相对友好，而社融与 M2 剪刀差的扩大，在风格上可能将逐步从估值驱动转向盈利驱动。

风险因素

经济复苏超预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。