

金融数据疲软，显示有效需求不足

——2019年7月份金融数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6月份金融数据点评》 2019-07-13
- 2 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
- 3 《债券：非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
- 4 《债券：定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

□ 投资要点：

◆ **事件**：8月12日，央行公布7月份金融数据：新增社融规模1.01万亿元，前值为2.26万亿元，同比少增2154亿元。社融存量同比增长10.7%，较6月份回落0.2个百分点。新增人民币贷款1.06万亿元，前值1.66万亿元，同比少增3900亿元。M2同比8.1%，增速较上月回落0.4个百分点；M1同比3.1%，增速较上月回落1.3个百分点。

◆ **社融受信贷和票据拖累，低于市场预期**。7月新增社会融资规模10100亿元，同比少增2153亿元，低于市场预期，主要受人民币贷款和未贴现票据的拖累，地方专项债仍是重要支撑力量。社融存量同比增长10.9%，较6月份回升0.2个百分点，结束了自今年4月份以来连续2个月回升的状态。

◆ **信贷数据整体疲软**。7月新增人民币贷款10600亿元，同比少增3900亿，弱于市场预期。企业部门和居民信贷整体都较弱。7月份企业部门新增信贷同比少增3527亿元，新增居民部门贷款5112亿元，同比少增1232亿元。

◆ **货币增速重新回落**。M2同比8.1%，增速较上月回落0.4个百分点；M1同比3.1%，较上月回落1.3个百分点，M1增速结束了自今年4月份起连续2个月回升的态势，M1增速的回落也反映了企业目前投资意愿也相对较弱。

◆ **总结：7月份金融数据较弱，显示经济的有效需求不足**。受房地产融资监管收严的影响，人民币信贷和非标融资走弱；企业中长期贷款依然未见回升，M1重新回落，显示企业扩大资本支出的意愿不足；居民短期贷款的回落，存款增速好于季节性，显示居民的消费信心不足。金融数据的支撑主要靠地方专项债及尚未收到放贷收严明显影响的居民中长期贷款。

◆ **往后看**，随着地产调控的收紧和同业信用分层的发酵，预期社融增速将会继续走低，可能会出现“被动式紧信用”的格局。货币政策方面，央行将会继续保持相对宽松的货币环境，保持流动性的充裕。总体上看，下半年大概率会出现“宽货币+被动紧信用”的格局。

◆ **对于债市而言，有效需求不足，“宽货币+被动紧信用”的格局下，收益率仍有下行空间**。此外，从全球资产配置的角度，国内的债券比较有吸引力。风险来看，债市的短期风险主要来自绝对收益率处于历史相对比较低的位置，票息保护不足，拉长久期需要面临较大的波动风险；此外，中期的风险主要来自于后续基建的发力超预期。

◆ **对于股市而言，短期难有盈利支撑，趋势走弱，但受情绪驱动也比较明显**。弱经济情况下，虽然股票趋势走弱，但是部分利空出尽情况下，跌出来一些绝对安全边际，如果逢低吸纳安全核心资产，精选科技成长标的，左侧布局较为充分低估值的A股，都可以寻找到可观的投资机会。

◆ **风险提示**：信用收缩超预期、房地产下行速度超预期、外部风险冲击超预期

事件：

8月12日，央行公布7月份金融数据：

新增社融规模 1.01 万亿元，前值为 2.26 万亿元，同比少增 2154 亿元。社融存量同比增长 10.7%，较 6 月份回落 0.2 个百分点。

新增人民币贷款 1.06 万亿元，前值 1.66 万亿元，同比少增 3900 亿元。

M2 同比 8.1%，增速较上月回落 0.4 个百分点；M1 同比 3.1%，增速较上月回落 1.3 个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 社融受信贷和票据拖累，低于市场预期

7月新增社会融资规模 10100 亿元，同比少增 2153 亿元，低于市场预期，主要受人民币贷款和未贴现票据的拖累，地方专项债仍是重要支撑力量。社融存量同比增长 10.9%，较 6 月份回升 0.2 个百分点，结束了自今年 4 月份以来连续 2 个月回升的状态。具体来看：

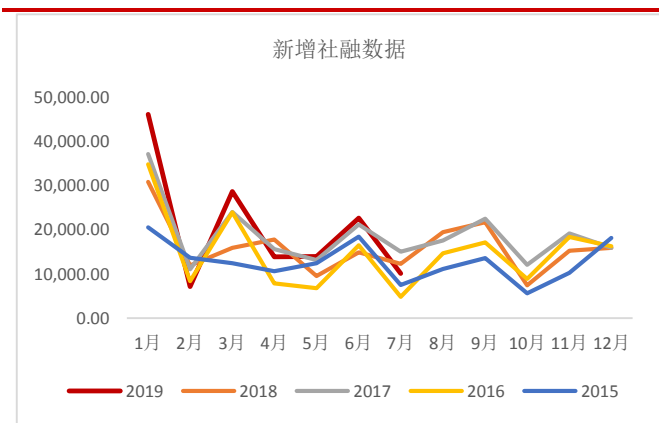
社融口径的新增人民币贷款 8086 亿元，同比少增 4775 亿元，是拖累社融的主要力量。信贷表现疲软的原因有三点：一是房地产融资的政策收紧，部分银行被要求控制房地产贷款额度；二是今年以来，国内企业生产投资趋于稳定，资本支出的意愿较低，扩张负债的亿元也较低；三是包商银行事件之后，同业业务不规范发展的纠偏过程中，一定程度上导致了部分中小银行融资条件收紧，限制了信用扩张的能力。

非标融资中，未贴现银行票据大幅收缩，信托融资也转负，非标三项当月数据和当月同比数据均明显收缩。7 月份新增未贴现银行汇票 -4563 亿元，同比 -1819 亿元，是拖累本月金融数据的另一重要因素，票据融资的减少主要受季节性因素的影响，过去三年 7 月份新增未贴现票据融资均值为 -3300 亿元。新增委托贷款和新增信托贷款的数量分别为 -987 亿元和 -676 亿元，同比分别为 -36.5 亿元、516 亿元，其中新增信托贷款是在 6 月份为正的基础上转负，主要和监管对于地产信托的收严有关。总体上看，7 月份非标三项新增 -6226 亿元，同比 -1340 亿元，与金融供给侧的方向一致。

地方政府专项债是仍是拉动 7 月份社融的主要力量，7 月份地方政府专项债新增 4385 亿元，是今年以来的单月的最高水平，同比多增 2534 亿元。

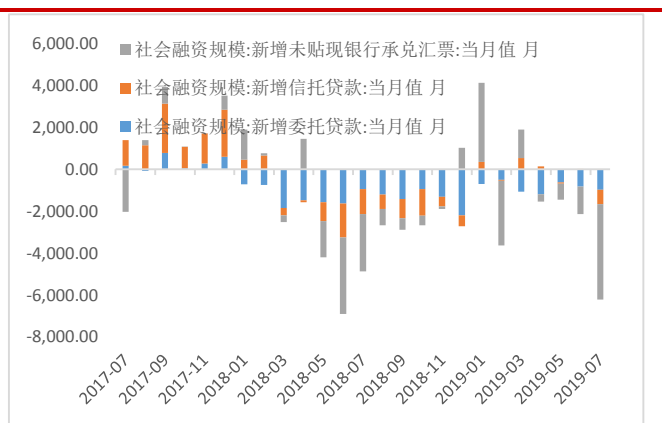
直接融资相对上月明显向好。7 月份，企业债券融资新增 2240 亿元，主要和 7 月份债券市场收益率明显下行有关。股票融资新增 593 亿元，主要与科创板的推出有关。

图 1：7 月份社融数据偏弱



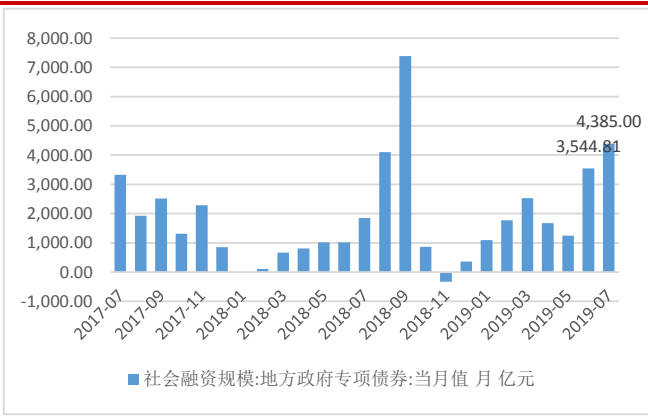
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：非标三项的数据自 4 月份以来持续恶化



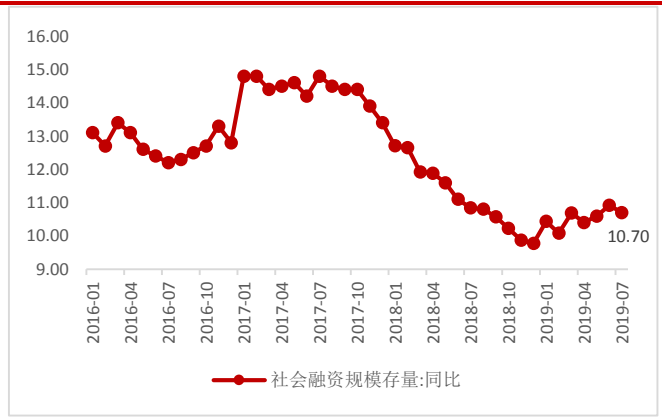
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：地方专项债的发行创单月年内新高



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：7 月份社融存量同比增速回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 信贷数据整体疲软

7 月新增人民币贷款 10600 亿元，同比少增 3900 亿，弱于市场预期。企业部门和居民信贷整体都较弱。

非金融性企业部门来看，企业信贷整体疲软。新增人民币中长期贷款 3678 亿元，较上月回落 75 亿元，同比少增 1197 亿元，企业部门信心仍比较弱，进行资本性投资的意愿较低，实体经济的内生动力较弱；新增人民币短期贷款-2195 亿元，同比少增 1160 亿元；新增票据融资 1284 亿元，同比少增 1104 亿元。整体上看，7 月份企业部门新增信贷同比少增 3527 亿元，企业部门信贷较弱。

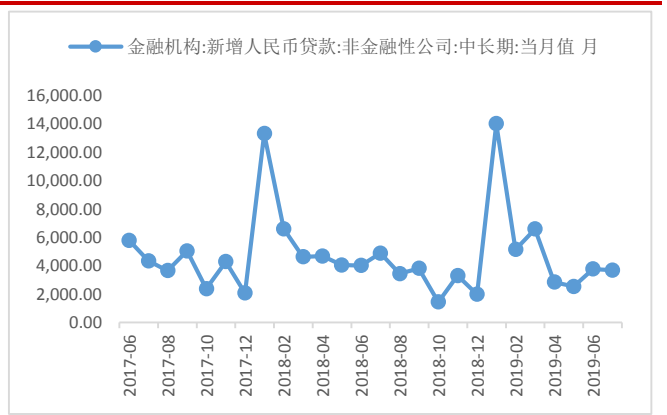
居民部门来看，新增居民部门贷款 5112 亿元，同比少增 1232 亿元。其中，新增短期贷款 695 亿元，较上月回落 1972 亿元，同比少 1073 亿元，居民短期信贷数据的大幅回落主要有二个原因：一是地产融资监管趋严，借助消费贷进入地产的信贷需求受限；二是 6 月份汽车促销和 618 大促一定程度上透支了 7 月份的消费贷需求。新增中长期贷款 4417 亿元，同比少增 159 亿元，相对比较平稳，但考虑放贷的收紧，数据的可持续性存疑。

图 5：7 月份信贷数据整体较弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：企业中长期贷款依然不强



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

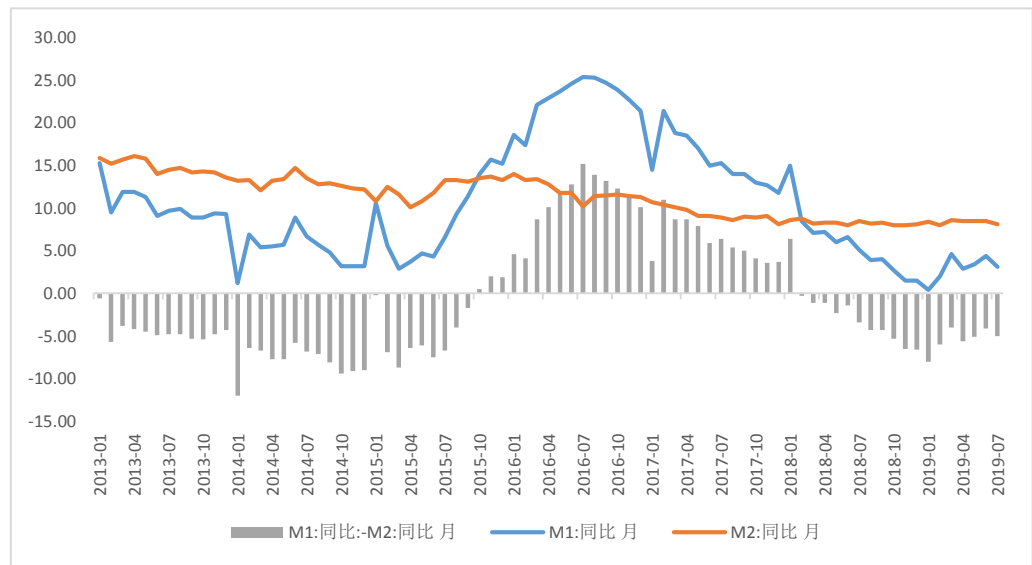
3. 货币增速重新回落

M2 同比 8.1%，增速较上月回落 0.4 个百分点；M1 同比 3.1%，较上月回落 1.3 个百分点，M1 增速结束了自今年 4 月份起连续 2 个月回升的态势，M1 增速的回落也反映了企业目前投资

意愿也相对较弱。M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”回落到-5%，显示企业的流动性短期有所恶化。7 月份企业和居民信贷疲软导致了信用派生能力下降，一定程度上拖累了 M2 增速。

新增人民币存款 6420 亿元，同比少增 3880 亿元。其中，新增居民户存款-1032 亿元，同比多增 1900 亿元，居民支出意愿偏弱；新增非金融性企业的存款-13900 亿元，同比多减 7712 亿元；新增财政存款 8091 亿元，同比少增 1254 亿元，财政支出强于去年同期；新增非银存款 13400 亿元，同比多增 4791 亿元，非银存款的回升可能与参与科创板打新资金有关。

图 7：M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 总结：7 月份金融数据较弱，显示经济的有效需求不足

总体上看，7 月份金融数据偏弱，主要和有效需求的不足有关。受房地产融资监管收紧的影响，人民币信贷和非标融资走弱；企业中长期贷款依然未见回升，M1 重新回落，显示企业扩大资本支出的意愿不足；居民短期贷款的回落，存款增速好于季节性，显示居民的消费信心不足。金融数据的支撑主要靠地方专项债及尚未收到放贷收严明显影响的居民中长期贷款。总体上看，7 月份疲软的金融数据显示，经济的有效需求不足，有待提升。

往后看，随着地产调控的收紧和同业信用分层的发酵，预期社融增速将会继续走低，可能会出现“被动式紧信用”的格局。第一，“包商事件”后，同业刚兑打破，中小行的同业融资成本居高不下，面临缩表的压力；第二，房地产调控趋严，尤其在各个融资渠道对地产融资进行限制，房地产作为重要信用派生主体的功能被弱化；第三，在企业盈利尚未企稳回升和内外部环境不稳的背景下，加杠杆的意愿不足。第四，由于今年地方专项债发行前置，而去年的地方专项债的发行相对集中于三季度，从同比角度来看，三季度地方专项债发行增速将会放缓。

货币政策方面，央行将会继续保持相对宽松的货币环境，保持流动性的充裕。7 月政治局会议没有“总闸门”的提法，政策基调上相对偏宽松。而监管层一直在强调货币政策“以我为主”。从面临的现实环境来看：国内地产调控收紧，外部贸易摩擦不确定性和全球经济下行压力加大，国内也存在一定的稳增长压力；降低实体企业的实际利率，解决中小企业/民营企业融资难问题仍是现实需求；海外主要经济体宽松周期开启，国内货币政策空间增大。因此，短期货币来看，货币政策依然会保持相对宽松，银行间市场的资金利率中枢会维持当前的位置。

总体上看，下半年大概率会出现“宽货币+被动紧信用”的格局。

对于债市而言，有效需求不足，“宽货币+被动紧信用”的格局下，收益率仍有下行空间。此外，当前主要经济体的无风险收益率均明显下行，很多收益率已经下行到接近 2016 年的低点，与中国国债的利差拉大，以中美利差为例，目前已经拉大到 130bp 左右。从全球资产配置的角度，国内的债券比较有吸引力。风险来看，债市的短期风险主要来自绝对收益率处于历史相对比较低的位置，票息保护不足，拉长久期需要面临较大的波动风险；此外，中期的风险主要来自于后续基建的发力超预期。

对于股市而言，短期难有盈利支撑，趋势走弱，但受情绪驱动也比较明显。弱经济情况下，虽然股票趋势走弱，但是部分利空出尽情况下，跌出来一些绝对安全边际，如果逢低吸纳安全核心资产，精选科技成长标的，左侧布局较为充分低估值的中资股机会，都可以寻找到可观的投资机会。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10768

