

社融低于预期的同与不同
——7月金融数据点评 2019-08-12

分析师：齐晟

执业证书编号：S0740517040002

Email: qisheng@r.qlzq.com.cn

分析师：龙硕

执业证书编号：S07405180200

电话：021-20315731

Email: longshuo@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

■ 社融低于预期的同与不同——7月金融数据点评

■ 1、负债端：存款结构性挪位值得关注。7月末，M2余额191.94万亿，同比增长8.1%，增速比上月末和上年同期均低0.4个百分点，M1余额55.3万亿，同比增长3.1%，增速分别比上月末和上年同期低1.3个和2个百分点，信用派生速度整体放缓。从存款端看，7月存款增加6420亿，同比少增3867亿，其中，非金融企业存款下降1.39万亿，降幅是去年同期两倍有余，成为拉低新增存款的主要因素；居民存款下降1032亿，降幅不足去年同期的一半；财政存款增长8091亿，整体符合规律；此外，值得注意的是，非银存款达到1.34万亿，明显高于历史同期。

■ 2、资产端：非标缩量拉低社融，债券融资为唯一支撑项。7月末社会融资规模存量为214.13万亿，同比增长10.7%，增速不及预期。7月份新增信贷1.06亿，同比少增3975亿，新增社融1.01万亿，同比少增2103亿，其中，非标融资大幅回落6226亿是拉低社融的主要因素。具体而言，从企业角度看，信贷数据全面走弱，新增企业贷款2974亿，其中，短期贷款减少2195亿，中长期贷款增加3678亿，虽然新增中长期贷款相对平稳，但是整体企业信贷占新增贷款的比重降为28.06%，企业融资进一步收缩，此外，票据融资增加1284亿，降为去年同期的一半。从居民的角度看，居民贷款增加5112亿，占新增贷款比重为48.23%，其中，短期贷款增加695亿，中长期贷款增加4417亿，长期贷款占居民贷款的比重达到86.4%，为近一年来的最高值，在地产政策不放松和金融资产整体走弱的背景下，居民加杠杆的意图提升。从非银的角度看，7月非银新增贷款2328亿，占新增贷款的比重为21.96%，为近三年来的最大值，结合非银存款同步高企，我们认为这表明银行难以扭转信贷扩张意愿和能力双弱的趋势，而通过非银融资的方式完成信贷投放要求。从非标的角度看，三类非标一共萎缩6226亿，降幅为一年来的最大值，其中委托贷款减少987亿，同比多减37亿；信托贷款减少676亿，同比少减529亿；未贴现的银行承兑汇票减少4563亿，同比多减1819亿，实体经济依旧处于信用收缩通道。从债券的角度看，企业债券融资和政府专项债7月共增长6625亿，成为托底社融的中坚力量。此外，股票融资新增593亿。

■ 3. 同样的社融下降，与18年不同的逻辑。分析结构，会发现本月金融数据的下滑来自于两方面，首先，房地产融资加码收紧，实体端信贷需求下降，除债券外流向实体的出水渠道全面萎缩；其次，也来自于进水量的调整，央行从6月包商银行事件后的危机模式恢复至正常，超储率从6月末2.0%的水平回落至7月末1.5%左右。因此，本月社融数据的下降与18年的持续下降略有不同，18年虽然资管新规使得非标部分对应的融资需求萎缩，但受益于央行政策引导，银行创造信用的意愿并不差，社融萎缩速度明显快于银行资产负债表收缩速度。即使央行在下半年加码放松，银行信用创造意愿触底反弹，也不改社融下降趋势；而从19年开始，资管新规渐渐消化，实体信贷需求和银行创造信用意愿慢慢趋于同步。一季度央行加码宽松，金融数据同步好转；二季度货币政策微调，金融数据应声而落。而6-7月份因为包商银行的扰动，央行投放端、银行信用扩张端和金融数据端出现了相同幅度的振幅，我们也因此看到6月社融超预期增长，但托管量数据中产品户资金反而大幅增加；而7月社融超预期下滑，产品户资金反而不及历史均值水平。

■ 因此，目前债市投资的逻辑与18年也略有区别。18年社融坍塌式下降使得流动性成为驱动债市收益率下行的核心因素，短端带动长端牛陡式下行；而目前结合包商银行事件以及金融供给侧改革的大背景，在进水管源头上想办法，通过更加宽松的货币政策，提升银行信用创造意愿，以供给拉动需求恐怕并非政策的最优选择。在维持进水管量的同时，进一步挖掘疏通流动性渠道的新方法或是目前最有可能发生的情形。在此情形下，由于进水量和流向实体速度的相对速度平稳，银行间市场反而并不一定会感受到流动性的异常宽松。再考虑到目前海外市场避险情绪发酵，利差压缩将成为目前的主要策略。同时也需关注流动性的疏通情况，流向实体的相对速度在未来是否会更快，则是债市需要考虑的风险。

■ 风险提示事件：政策变动超预期

内容目录

社融低于预期的同与不同——7月金融数据点评	- 3 -
负债端：存款结构性挪位值得关注	- 3 -
资产端：非标缩量拉低社融，债券融资为唯一支撑项	- 3 -
同样的社融下降，与 18 年不同的逻辑	- 4 -

社融低于预期的同与不同——7月金融数据点评

负债端：存款结构性挪位值得关注

- 7月末，M2余额191.94万亿，同比增长8.1%，增速比上月末和上年同期均低0.4个百分点，M1余额55.3万亿，同比增长3.1%，增速分别比上月末和上年同期低1.3个和2个百分点，信用派生速度整体放缓。
- 从存款端看，7月存款增加6420亿，同比少增3867亿，其中，非金融企业存款下降1.39万亿，降幅是去年同期两倍有余，成为拉低新增存款的主要因素；居民存款下降1032亿，降幅不足去年同期的一半；财政存款增长8091亿，整体符合规律；此外，值得注意的是，非银存款达到1.34万亿，明显高于历史同期。

资产端：非标缩量拉低社融，债券融资为唯一支撑项

- 7月末社会融资规模存量为214.13万亿，同比增长10.7%，增速不及预期。7月份新增信贷1.06亿，同比少增3975亿，新增社融1.01万亿，同比少增2103亿，其中，非标融资大幅回落6226亿是拉低社融的主要因素。

图表1：各口径社融增速均有所回落

	9月后口径	7月后口径	纳入一般债后	再纳入国债后
2018年1月	12.71%	11.74%	13.41%	13.34%
2018年2月	12.65%	11.69%	13.36%	13.31%
2018年3月	11.92%	11.03%	12.59%	12.61%
2018年4月	11.89%	11.10%	12.55%	12.59%
2018年5月	11.59%	10.87%	12.13%	12.14%
2018年6月	11.10%	10.44%	11.69%	11.71%
2018年7月	10.84%	10.29%	11.40%	11.43%
2018年8月	10.80%	10.14%	11.42%	11.48%
2018年9月	10.60%	9.67%	11.13%	11.19%
2018年10月	10.23%	9.33%	10.70%	10.77%
2018年11月	9.88%	9.14%	10.23%	10.26%
2018年12月	9.78%	9.07%	10.11%	10.21%
2019年1月	10.39%	9.66%	10.76%	10.84%
2019年2月	10.03%	9.20%	10.55%	10.63%
2019年3月	10.64%	9.73%	11.10%	11.15%
2019年4月	10.35%	9.40%	10.73%	10.74%
2019年5月	10.54%	9.59%	10.85%	10.94%
2019年6月	10.86%	9.80%	11.06%	11.10%
2019年7月	10.68%	9.50%	10.71%	10.73%
环比变化	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
同比变化	-0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.7%

来源：WIND，中泰证券研究所

- 具体而言，从企业角度看，信贷数据全面走弱，新增企业贷款 2974 亿，其中，短期贷款减少 2195 亿，中长期贷款增加 3678 亿，虽然新增中长期贷款相对平稳，但是整体企业信贷占新增贷款的比重降为 28.06%，企业融资进一步收缩，此外，票据融资增加 1284 亿，降为去年同期的一半。
- 从居民的角度看，居民贷款增加 5112 亿，占新增贷款比重为 48.23%，其中，短期贷款增加 695 亿，中长期贷款增加 4417 亿，长期贷款占居民贷款的比重达到 86.4%，为近一年来的最高值，在地产政策不放松和金融资产整体走弱的背景下，居民加杠杆的意图提升。
- 从非银的角度看，7 月非银新增贷款 2328 亿，占新增贷款的比重为 21.96%，为近三年来的最大值，结合非银存款同步高企，我们认为这表明银行难以扭转信贷扩张意愿和能力双弱的趋势，而通过非银融资的方式完成信贷投放要求。
- 从非标的角度看，三类非标一共萎缩 6226 亿，降幅为一年来的最大值，其中委托贷款减少 987 亿，同比多减 37 亿；信托贷款减少 676 亿，同比少减 529 亿；未贴现的银行承兑汇票减少 4563 亿，同比多减 1819 亿，实体经济依旧处于信用收缩通道。
- 从债券的角度看，企业债券融资和政府专项债 7 月共增长 6625 亿，成为托底社融的中坚力量。此外，股票融资新增 593 亿。

同样的社融下降，与 18 年不同的逻辑

- 分析结构，会发现本月金融数据的下滑来自于两方面，首先，房地产融资加码收紧，实体端信贷需求下降，除债券外流向实体的出水渠道全面萎缩，这与 18 年资管新规影响下银行风险偏好全面降低，社融快速下降的逻辑是一致的；其次，也来自于进水量的调整，央行从 6 月包商银行事件后的危机模式恢复至正常，超储率从 6 月末 2.0% 的水平回落至 7 月末 1.5% 左右。这与 18 年年中以来，宽信用政策引导短端资金利率持续下降是有所区别的。

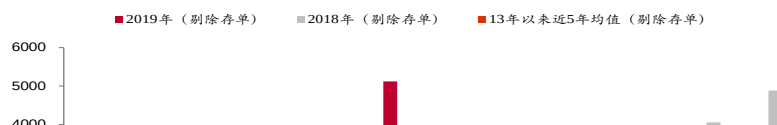
图表 2： 7 月末超储率或重回 1.5%



来源：WIND，中泰证券研究所

- 在出水管流量均下降的背景下，进水管流量的变化有所不同，是本月社融数据的下降与 18 年社融持续下降的不同之处。18 年虽然资管新规使得非标部分对应的融资需求萎缩，但受益于央行政策引导，银行创造信用的意愿并不差，社融萎缩速度明显快于银行资产负债表收缩速度。即使央行在下半年加码放松，银行信用创造意愿触底反弹，也不改社融下降趋势。流动性流向实体的速度，相对于银行信用创造意愿持续下降，使得短端利率维持低位，同时银行间流动性愈发宽松，配债需求高涨。
- 而从 19 年开始，资管新规渐渐消化，实体信贷需求和银行创造信用意愿慢慢趋于同步。一季度央行加码宽松，金融数据同步好转；二季度货币政策微调，金融数据应声而落。而 6-7 月份因为包商银行的扰动，央行投放端、银行信用扩张端和金融数据端出现了相同幅度的振幅，我们也因此看到 6 月社融超预期增长，但托管量数据中产品户资金反而大幅增加；而 7 月社融超预期下滑，产品户资金反而不及历史均值水平。

图表 3： 6-7 月产品户托管量与社融数据正向波动



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_10773

