

2020年08月11日

货币金融数据，值得关注的3条信息

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

● **年内信贷总量变数可能不大，我们更应该关注结构变化，以及对应的逻辑指引** 7月信贷略低于2019年同期和市场平均预期，年内总量变数可能不大。7月，新增信贷9927亿元、同比少增631亿元，市场预期大致在1-1.2万亿元附近变化；信贷增速年内首次回落，从6月的13.2%回落至7月的13%。按照易纲行长预计的20万亿元推算年底信贷增速接近13.1%，上半年信贷投放占全年额度比重为60%、基本符合经验规律。如果额度没有大调整，信贷总量可能很难有大变化。信贷结构不错，企业和居民中长期贷款继续改善、未来能否延续值得关注，也是观察投资三大分项重要领先指标。信贷分项来看，企业中长期贷款连续5个月高于2019年同期，基建和制造业贷款需求回暖是可能解释逻辑，7月政治局会议强调了宏观政策落地和对制造业的贷款支持。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，销售回款重要性更加凸显，而严查资金违规流向房地产加大了不确定性。

● **社融增速上升趋势可能还要延续2-3个月，见顶回落也并不意味信用修复结束** 社融增量略高于2019年同期、存量增速小幅抬升，债券和非标融资可能是影响后续社融的重要变量。7月，新增社融1.69万亿元，低于市场平均预期的约1.86万亿元，同比多增4068亿元。主要分项来看，非银贷款大幅净减少使得社融口径贷款同比依然多增，企业债券和政府债券净融资规模同比少增，而信托收缩有所加速。资管新规过渡期延长，对非标压缩节奏的影响，未来可能还要持续跟踪。未来2-3个月，社融存量增速可能继续抬升。积极财政措施仍将进一步落实，项目新开工和施工进度加快、基建投资发力等，或继续带动企业信贷等增长；同时，地方债、国债等剩余发行规模较大，尤其是专项债集中在8月、9月发行，将对社融形成一定支持。此外，非标转标进程等，也可能部分对冲非标收缩等影响。

● **M2回落可能与“存款搬家”有关，广义财政支出加快将带动信用进一步修复** M2增速回落、明显低于市场预期，可能与居民“存款搬家”有关，财政存款显示财政支出或加快、有利于M2。7月，M2增速10.7%、低于市场预期的11.2%，较上月回落0.4个百分点。拆结构来看，居民和企业存款均低于2019年同期，其中居民存款同比净减少6163亿元，是M2回落主要拖累项，可能与股市表现强劲下“存款搬家”有关；财政存款同比少增3219亿元，或反映财政支出加快。**重申观点：信用修复，远未结束。**年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内M2增速将重回上升通道。

● **风险提示：**经济表现和政策调控超过预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-平淡无奇的物价》- 2020.8.10

《宏观经济点评-出口的“韧性”与远景》-2020.8.10

《宏观经济专题-客观认知“杠杆”抬升》-2020.8.9

目 录

1、 年内信贷总量变数可能不大，关注结构变化	3
2、 未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升	4
3、 M2 回落，可能与居民“存款搬家”有关	5
4、 风险提示	6

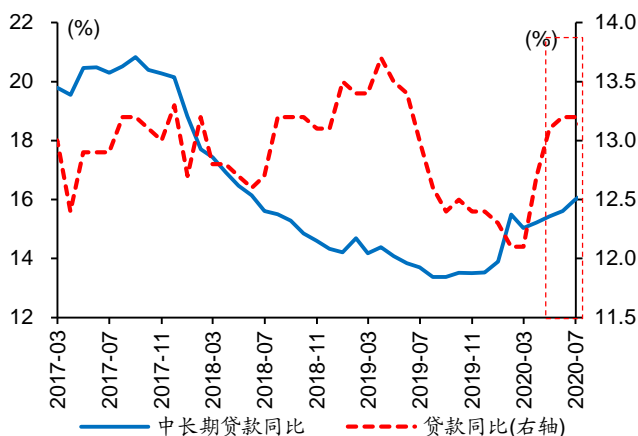
图表目录

图 1: 信贷增速有所放缓，中长期贷款保持高增	3
图 2: 7 月，新增贷款略低于 2019 年同期	3
图 3: 企业中长期贷款增速连续 5 个月抬高	3
图 4: 3 月以来，居民贷款持续保持高增	3
图 5: 7 月新增社融高于 2019 年同期	4
图 6: 国债和专项债剩余规模较大	4
图 7: 非标收缩节奏较慢	4
图 8: 信托贷款以到期收缩为主	4
图 9: 7 月，M1 增速回升、M2 增速回落	5
图 10: M1 增速与商品房销售变化趋势较为类似	5
图 11: 7 月，居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期	5
图 12: 股市表现较好时，居民“存款搬家”现象突出	5
图 13: 7 月新增财政存款 4872 亿元，显著低于往年同期	6
图 14: 下半年财政支出或将明显加快	6

1、年内信贷总量变数可能不大，关注结构变化

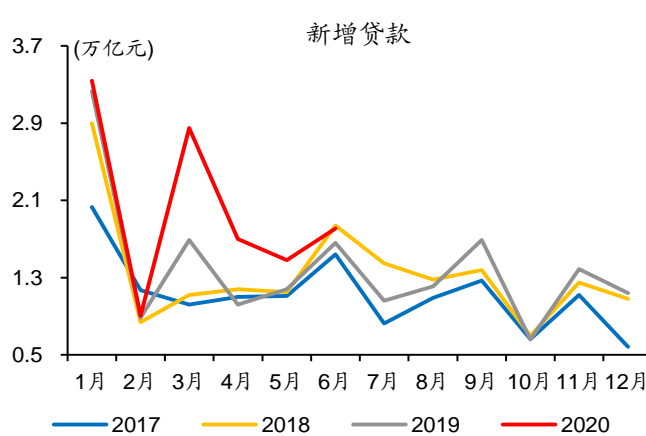
7月信贷略低于2019年同期和市场平均预期，年内总量变数可能不大。7月，新增信贷9927亿元、同比少增631亿元，市场预期大致在1-1.2万亿元附近变化；信贷增速年内首次回落，从6月的13.2%回落至7月的13%。按照易纲行长预计的20万亿元推算年底信贷增速接近13.1%，上半年信贷投放占全年额度比重为60%，基本符合经验规律。如果额度没有大调整，信贷总量可能很难有大变化。

图1：信贷增速有所放缓，中长期贷款保持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7月，新增贷款略低于2019年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

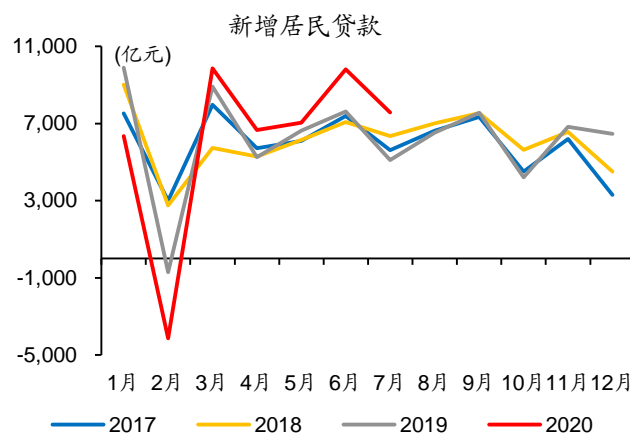
信贷结构很好，企业和居民中长期贷款继续改善、未来能否延续值得关注，也是观察投资三大分项重要领先指标。信贷分项来看，企业中长期贷款连续5个月高于2019年同期，基建和制造业贷款需求回暖是可能解释逻辑，7月政治局会议强调了宏观政策落地和对制造业的贷款支持。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，销售回款重要性更加凸显，而严查资金违规流向房地产加大了不确定性。

图3：企业中长期贷款增速连续5个月抬高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3月以来，居民贷款持续保持高增

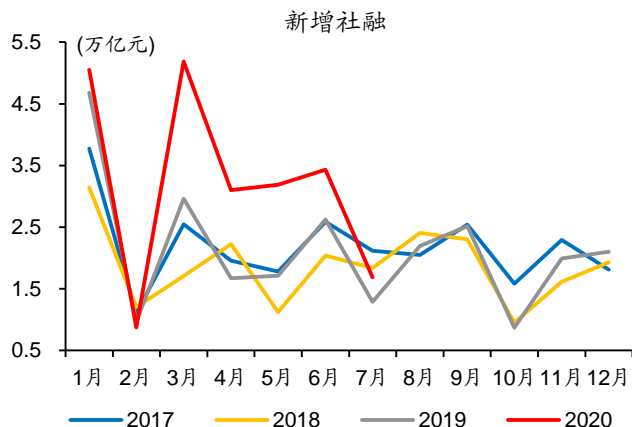


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升

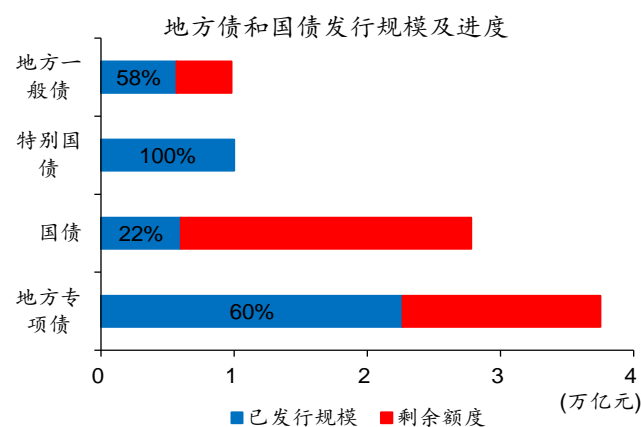
社融增量略高于 2019 年同期、存量增速小幅抬升，债券和非标融资可能是影响后续社融的重要变量。7 月，新增社融 1.69 万亿元，低于市场平均预期的约 1.86 万亿元，同比多增 4068 亿元。主要分项来看，非银贷款大幅净减少使得社融口径贷款同比依然多增，企业债券和政府债券净融资规模同比少增，而信托收缩有所加速。资管新规过渡期延长，对非标压缩节奏的影响，未来可能还要持续跟踪。

图5：7月新增社融高于2019年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

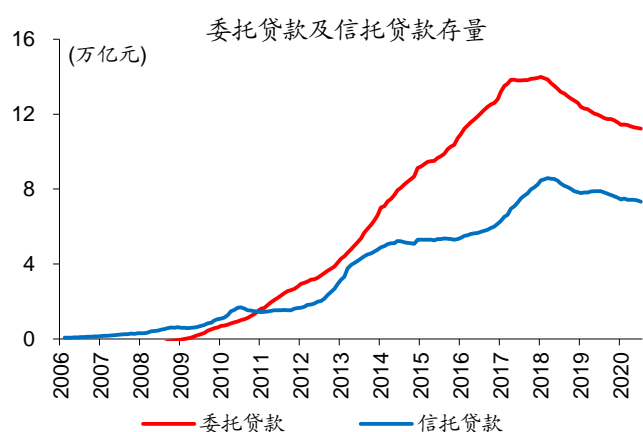
图6：国债和专项债剩余规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

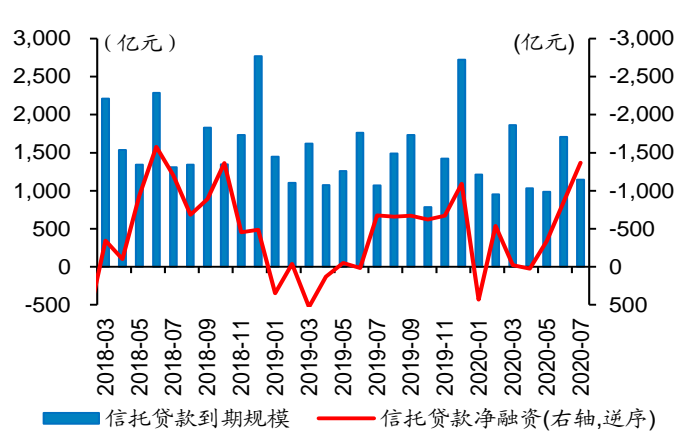
未来 2-3 个月，社融存量增速可能继续抬升。积极财政措施仍将进一步落实，项目新开工和施工进度加快、基建投资发力等等仍将带动企业信贷等增长；同时，地方债、国债等剩余发行规模较大，尤其是专项债集中在 8 月、9 月发行，将对社融形成一定支持。此外，非标转标进程等，也可能部分对冲非标收缩等影响。

图7：非标收缩节奏较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信托贷款以到期收缩为主

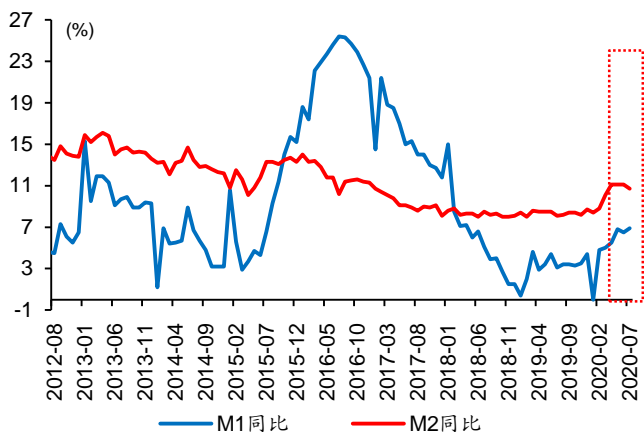


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M2 回落，可能与居民“存款搬家”有关

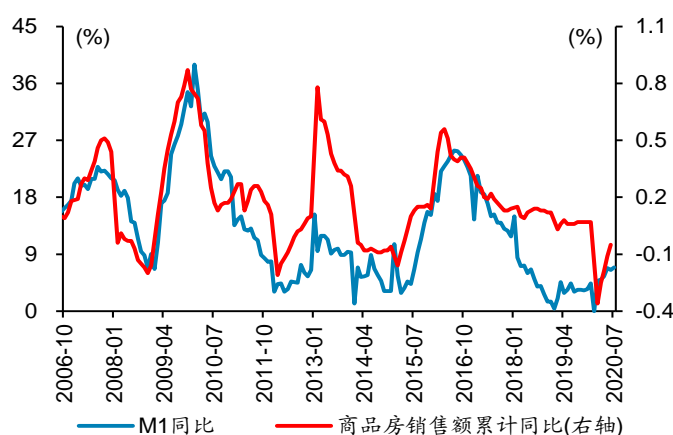
M2 增速回落、明显低于市场预期，可能与居民“存款搬家”有关，财政存款显示财政支出或加快、有利于 M2。7 月，M2 增速 10.7%、低于市场预期的 11.2%，较上月回落 0.4 个百分点。其中，居民和企业存款均低于 2019 年同期，但居民存款同比大幅净减少 6163 亿元，是 M2 回落的主要拖累项，可能与 7 月股市表现强劲下“存款搬家”有关；财政存款同比少增 3219 亿元，或反映财政支出加快。

图9：7 月，M1 增速回升、M2 增速回落



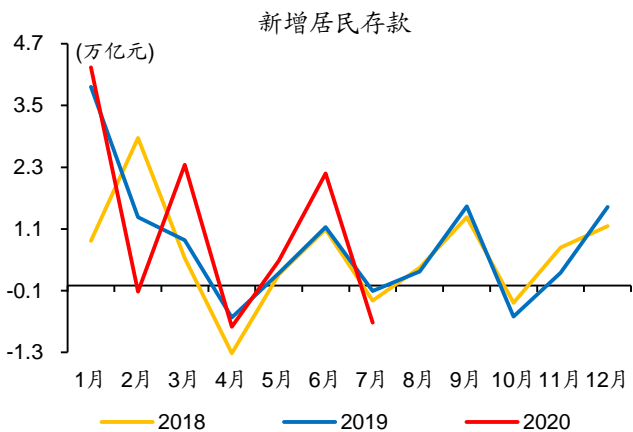
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：M1 增速与商品房销售变化趋势较为类似



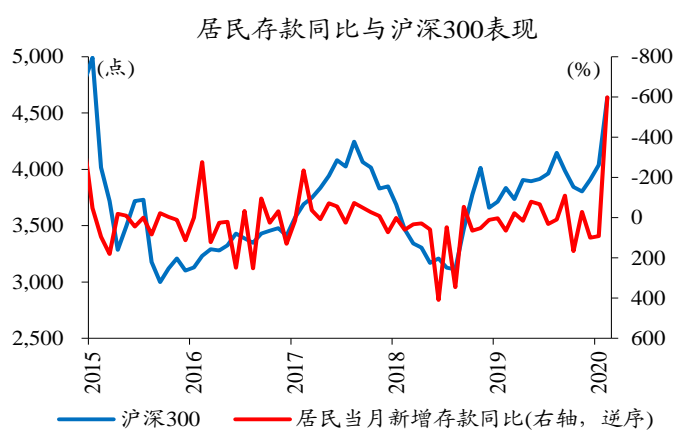
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：7 月，居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

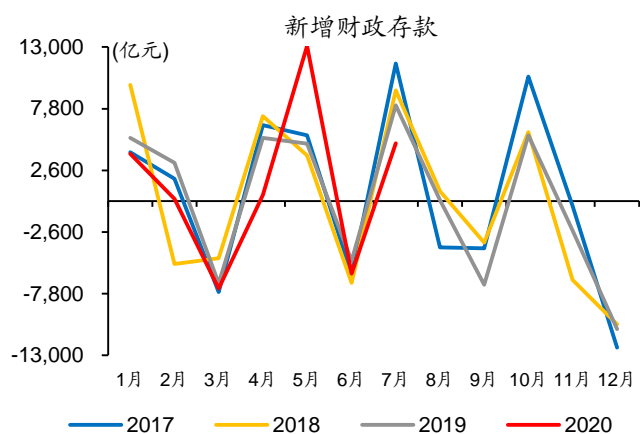
图12：股市表现较好时，居民“存款搬家”现象突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

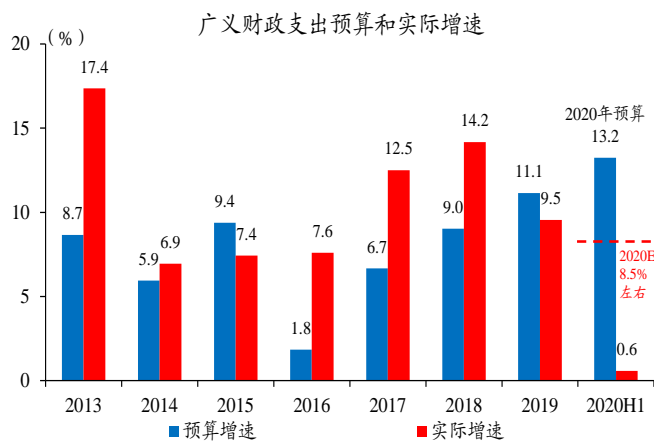
重申观点：信用修复，远未结束。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着年内广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，年内 M2 增速将重回上升通道。

图13: 7月新增财政存款 4872 亿元, 显著低于往年同期



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 下半年财政支出或将明显加快



数据来源: Wind、财政部、开源证券研究所

4、风险提示

经济表现和政策调控超过预期。

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_3213



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn