

# 宏观点评

## “此紧非彼紧”——客观看待7月信贷社融

**事件:** 7月新增人民币贷款 9927 亿元, 预期 1.2 万亿, 前值 1.81 万亿; 新增社融 1.69 万亿, 预期 1.85 万亿, 前值 3.43 万亿; M2 同比 10.7%, 预期 11.2%, 前值 11.1%。

**1. 信贷: 结构性收紧, 7月整体基本符合季节规律, 同比少增与打击资金套利和可能的结构化调整有关, 结构继续改善, 反映地产销售回暖、投资需求提升。** 7月新增贷款 9927 亿元, 同比少增 673 亿元; 前 7 个月累计新增贷款超 13 万亿, 同比多增 2.35 万亿, 信贷余额增速为 13%。具体看: 1) 信贷总量基本持平季节性, 未现明显收紧。新增信贷年内首次呈现同比少增, 但我们认为尚不足为虑, 7月少增部分集中在非银机构贷款、表内票据融资和企业短贷层面 (这三项共计少增 5129 亿元, 而信贷共计少增仅 673 亿元), 应与监管机构打击票据套利、压缩短贷给中长贷腾挪空间有关。7月 10 日央行表示率先退出临时性货币政策工具, 这些工具主要是在疫情期间给企业提供现金流和必要信贷支持, 偏短期。预计随着经济的持续修复, 贷款结构也逐渐从短期向中长期转变。2) 居民贷款持续修复, 中长贷延续高增。居民短贷连续 5 个月同比多增, 反映居民消费持续改善。7月居民中长贷新增 6067 亿元, 同比多增 1650 亿元, 与近期房地产市场强势反弹有关, 7月 30 城商品房成交面积同比提升 2.1 个百分点至 11.5%。3) 企业中长期贷款延续多增。7月企业中长贷新增 5968 亿元, 同比多增 2290 亿元, 连续 5 个月同比多增, 反映基建、地产、制造业等中长期融资需求增加。根据央行 Q2 货币政策执行报告, 截至 6 月末制造业中长期贷款同比增长 24.7%, 增速比上年末高 3.4 个百分点, 创十年来新高。

**2. 社融: 新增量连续 5 个月好于去年同期, 但 7 月同比多增量边际收敛, 新口径存量增速连续 9 个月持平或上升, 结构继续优化。** 7月社融规模新增 1.69 万亿, 同比多增 4028 亿元; 1-7 月累计新增社融 22.5 万亿, 同比多增 6.6 万亿; 存量增速较 6 月上升 0.1 个百分点至 12.9%, 测算可比口径社融存量同比增速较 6 月提升 0.2 个百分点至 12%。同比多增项集中在表内贷款、股票融资和表外融资: 1) 人民币贷款新增 1 万亿, 同比多增 2114 亿元, 反映疫后生产生活持续改善。需要指出的是, 社融中表内贷款同比多增, 而新增信贷同比少增, 两者差异主要体现在 7 月非银贷款明显少增, 而社融信贷不包括非银贷款。由此, 可看出 7 月信贷对实体经济支持力度不减反增。2) 7 月非金融企业境内股票融资新增 1215 亿元, 同比多增 622 亿元, 创 2017 年 11 月以来新高, 与 6 月以来 A 股表现较好、新基金发行、北上资金净流入等因素有关。3) 表外融资同比减少 3576 亿元。7 月委托和信托贷款合计同比小幅多增 144 亿元, 表外融资同比多增量主要集中在未贴现银行承兑汇票, 同比多增 3432 亿元。6-7 月表外票据明显高于去年, 且与表内票据存在明显的此消彼长, 应与套利监管趋严、票据贴现减少有关。4) 企业和政府债券虽同比少增, 但新增量仍维持高位, 分别新增 2383 亿元和 5459 亿元, 占新增社融的 46%。

**3. M1 增、M2 减, 减少的居民存款去哪了? 7 月 M1 同比回升 0.4 个百分点至 6.9%; M2 同比下降 0.4 个百分点至 10.7%; M1-M2 剪刀差回升 0.8 个百分点至 -3.8%, 企业现金流情况改善; M2-社融同比连续 3 个月下行, 反映社会资金总需求增速正赶超总供给。此外, 提示两大关注点: 1) M1 走势与房地产市场相关度较高, 7 月房地产销售大幅回暖, 叠加基数下行 1.3 个百分点, M1 扭跌为升。M2 同比与贷款余额同比保持较高一致性, 7 月贷款余额同比回落 0.2 个百分点, 存款同比跟随下降。2) 与 6 月相比, 排除季节性因素, 7 月最大不同在于居民存款从同比多增 1 万亿变成少增 6000 亿, 减少的居民存款去哪了? 一是随着经济回升股市好转, 居民可能增配股市和房地产, 部分流入企业和非银机构存款, 同期, 非银存款同比多增 4600 亿。二是压缩结构性存款规模可能使居民被动减少部分存款。三是 7 月黄金等贵金属价格大幅攀升, 居民可能增加现货黄金持有。四是随着疫情得到控制, 居民可能增加了消费支出。**

**4. 综上, 7 月金融数据显信贷、社融宽松幅度边际收敛, 但总体仍维持季节性高位、结构改善, 目前无需过度悲观解读; 下半年货币政策并未转向, 但将边际收紧, 仍有望降准降息, 不过可能性小了很多; 此外, 提示关注超储率过低和可能的信贷管控。**

1) Q2 金融机构超储率走低至 1.6%, 明显低于季节性, 意味着 5-6 月货币的边际收紧消耗了较多超储。往后看, 鉴于三季度政府债券发行可能推高财政存款规模, 信贷投放派生存款导致法定准备金增加等因素, 超储率可能进一步下降。

2) 货币政策并未转向。维持此前判断, 基于经济向好趋势确立和央行二季度货币政策报告的最新表态, 后续货币政策将更注重精准导向和结构性发力; 我们也继续提示, 降准降息的窗口仍未关上, 但可能性下降 (尤其是降 MLF 利率)。此外, 建议密切关注监管当局可能的调控举措, 包括打压资金套利、限制资金违规流入房地产、信贷规模管控等等。

**风险提示:** 政策执行力度不及预期, 经济回暖不及预期, 疫情演化超预期。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号: S0680520070002

邮箱: hening@gszq.com

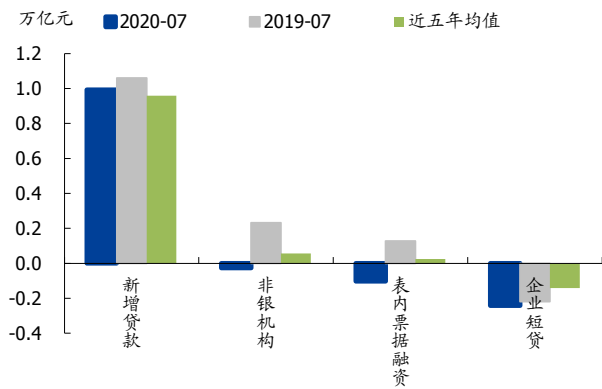
### 相关研究

- 1、《上半年货币政策和财政政策执行报告的 8 大信号》  
2020-08-07
- 2、《论“持久战”——逐句解读 7.30 政治局会议》  
2020-7-30
- 3、《年中政治局会议前瞻》2020-07-27
- 4、《“成功向内求”——宏观经济 2020 中期展望》  
2020-07-13
- 5、《社融持续超预期, 经济会超预期吗? ——兼评 6 月金融数据》2020-07-10
- 6、《货币政策会转向吗? ——兼评 5 月金融数据》  
2020-06-10
- 7、《4 月信贷社融超预期的背后》2020-05-11

<sup>1</sup> 鉴于数据可得性因素, 这里可比口径用人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债、股票融资之和。

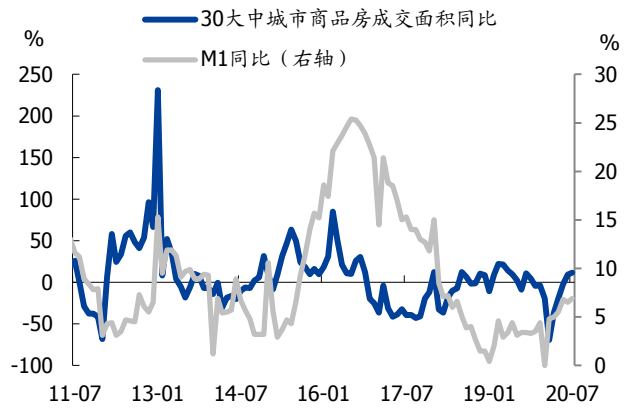


图表 1: 7月非银贷款、企业短贷和票据低于去年同期



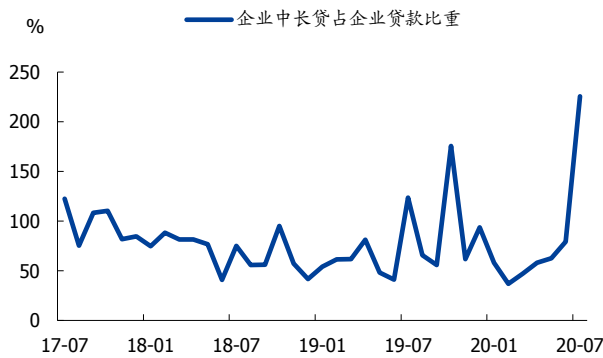
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 房地产市场回暖带动居民中长贷走高



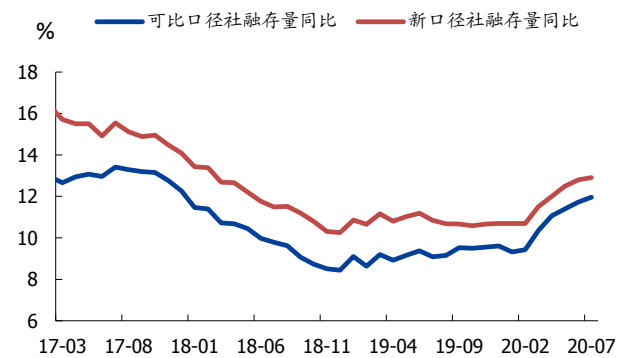
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 企业中长贷占比持续提升



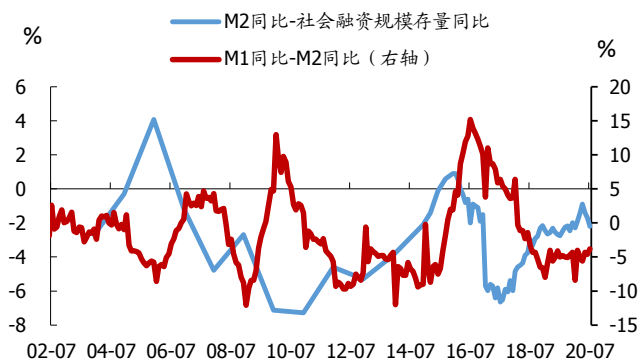
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 社融存量增速持续提高



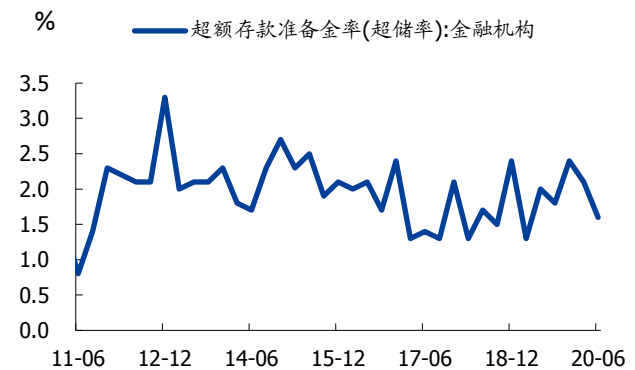
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 全社会资金需求正赶超资金供给, M1-M2 回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 金融机构超额率下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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\\_3240](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3240)

