

结构仍有亮点

——2020年7月金融数据点评

宏观简报

要点

7月中国新增人民币贷款 9927 亿（对应贷款余额增速 13.0%，前值 13.2%），新增社融 1.69 万亿，M2 同比 10.7%（前值 11.1%）。虽然数据在总量上低于预期，但结构分析显示金融数据进一步向正常状态回归，而且结构上仍有亮点。

短期贷款下降拖累贷款总量。主要原因我们认为有三点：1) 短期利率上行，抑制了企业短期融资需求。2) 经济从疫情中逐渐恢复，企业内部现金流恢复，短期外部融资需求和预防性借贷需求下降。3) 利率上升和监管加强抑制了资金空转套利。新增企业和居民部门的中长期贷款虽然季节性回落，但仍然保持较高水平，尤其是居民部门中长期贷款同比多增 1650 亿元，高于 6 月的 1491 亿元，显示房地产销售仍保持较高增速。企业债券和政府债券拖累社融。但背后的原因不同：企业债券主要受到债券市场收益率上行的影响，而政府债券主要受为特别国债发行让路，地方政府债券发行延后的影响。股市活跃吸引资金入市，促进企业股权融资。非银行金融机构存款大增 1.8 万亿，非金融企业境内股票融资新增 1215 亿元。

展望未来，货币政策回归常态化已成共识，且通胀下行，短期内并不存在货币政策收紧的风险，信用温和扩张的趋势预计将延续，内循环为主下经济内生的恢复动力也将进一步显现。

分析师

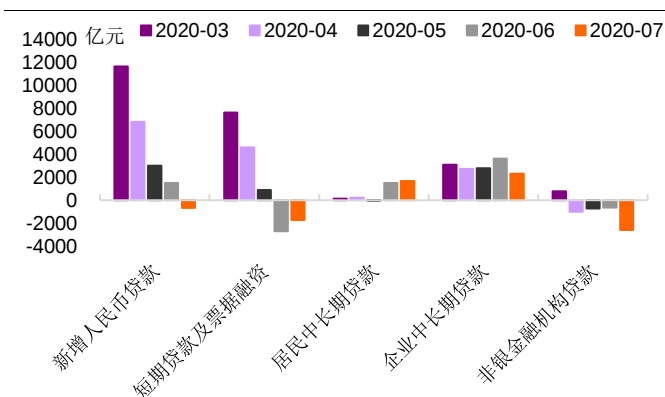
郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）
010-56513153
guoyb@ebcn.com

郑宇驰（执业证书编号：S0930520080006）
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

2020年7月中国新增人民币贷款9927亿（对应贷款余额增速13.0%，前值13.2%），新增社融1.69万亿，M2同比10.7%（前值11.1%）。虽然数据在总量上低于预期，但结构分析显示金融数据进一步向正常状态回归，而且结构上仍有亮点。

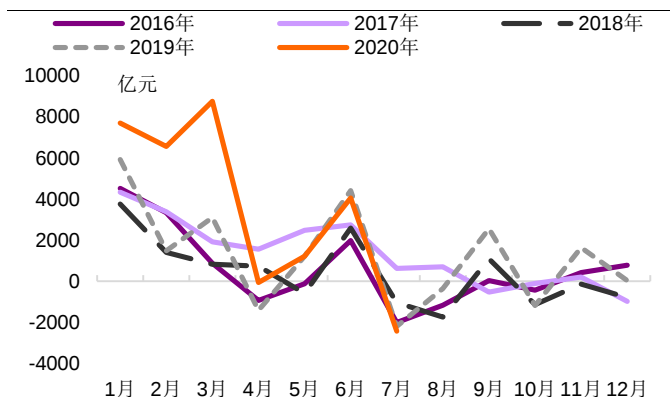
短期贷款下降拖累贷款总量。7月新增人民币贷款同比少增631亿元（前值同比多增1474亿元），从贷款结构上来看，拖累主要来源于短期贷款及票据融资（图1），而其中又以企业短期融资需求下降为主。短期贷款及票据融资同比多减1716亿元（前值同比多减2689亿元），主要原因我们认为有三点：**1）短期利率上行，抑制了企业短期融资需求。**从5月中旬开始，短期利率快速上升，DR007均值从5月的1.62%上升到了6月的2.09%、7月的2.23%，这部分抑制了企业的短期融资需求，尤其是票据贴现融资的需求，票据融资减少1021亿元，为连续第二个月下降，同比多减2305亿元。**2）经济从疫情中逐渐恢复，企业内部现金流恢复，短期外部融资需求和预防性借贷需求下降，**一方面新增短期融资需求也有所下降，另一方面不再续贷前期因疫情借入的短期贷款（图2）。**3）利率上升和监管加强抑制了资金空转套利。**7月企业非活期存款下降1941亿元，同比多减2803亿元，或与结构性存款的进一步压降有关。此外，非银金融机构贷款因去年基数较高，同比多减2598亿元，也对贷款总量下降有所拖累。

图1：新增人民币贷款各分项同比多增金额



资料来源：Wind

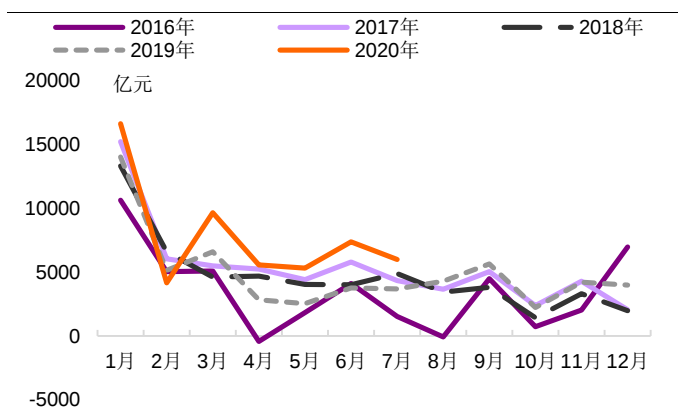
图2：非金融企业短期贷款新增金额



资料来源：Wind

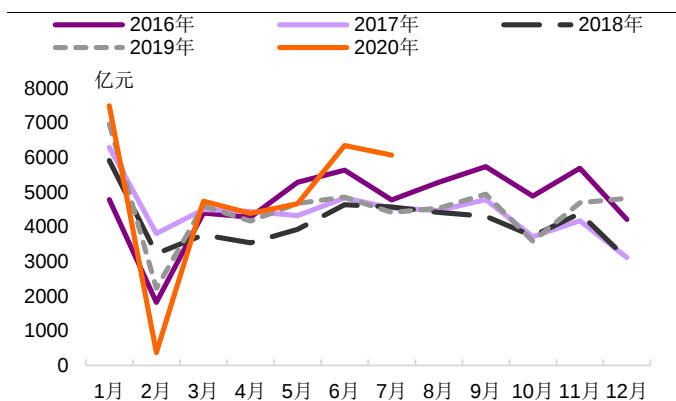
新增中长期贷款仍然保持较高水平。新增企业和居民部门的中长期贷款虽然季节性回落，但仍然保持较高水平（图3、4），尤其是居民部门中长期贷款同比多增1650亿元，高于6月的1491亿元，显示房地产销售仍保持较高增速。预计在中长期贷款的带动下，未来温和的信用扩张仍有望持续，推动经济进一步向潜在增速水平恢复。

图 3：非金融企业中长期贷款新增金额



资料来源：Wind

图 4：居民中长期贷款新增金额



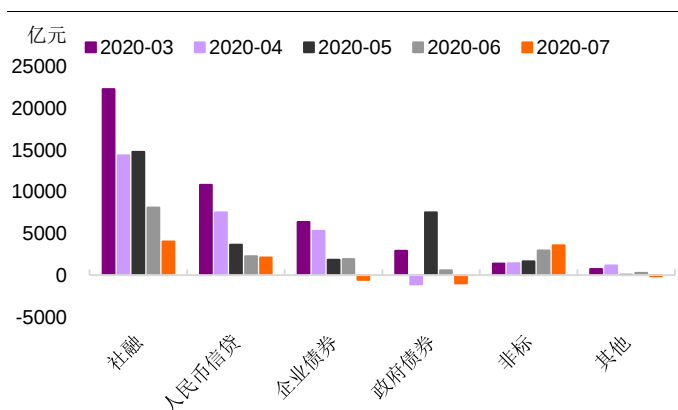
资料来源：Wind

企业债券和政府债券拖累社融。从社融分项上来看，同比多增的下降主要受企业债券和政府债券同比少增拖累，两者分别同比少增 561 亿元和 968 亿元（图 5）。但背后的原因不同：企业债券主要受到债券市场收益率上行的影响，而政府债券主要受为特别国债发行让路，地方政府债券发行延后的影响。

股市活跃吸引资金入市，促进企业股权融资。7 月股市活跃，万得全 A 指数单月上涨 13%，成交金额 29.7 万亿（前值 14.4 万亿），上交所单月新增开户 405 万（前值 253 万）。居民存款入市使得非银行金融机构存款大增 1.8 万亿，同比多增 4600 亿。企业也转向权益市场融资，非金融企业境内股票融资新增 1215 亿元，创 2017 年 11 月以来新高。

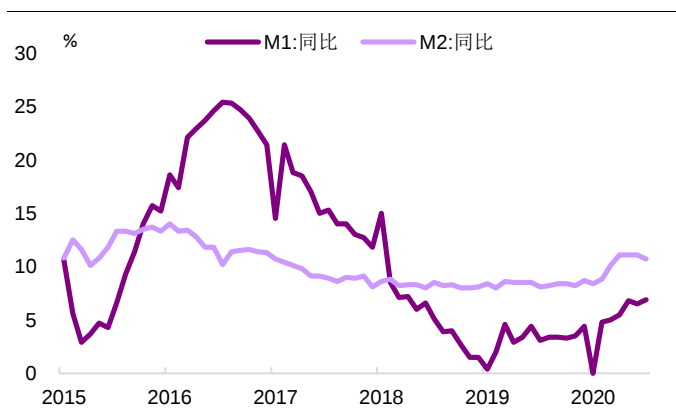
M1 增速回升，M2 增速下降。M1 同比 6.9%（前值 6.5%），M2 同比 10.7%（前值 11.1%）（图 6）。M1 回升显示企业微观活力或进一步增强，贷款增速下降导致 M2 下降，或与我们前文所提示的三个原因有关。

图 5：社融口径各分项当月同比多增金额



资料来源：Wind

图 6：M1 和 M2 同比



注：数据截至 2020 年 7 月

资料来源：Wind

展望未来，货币政策回归常态化已成共识，且通胀下行，短期内并不存在货币政策收紧的风险，信用温和扩张的趋势预计将延续，内循环为主下经济内生的恢复动力也将进一步显现。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_3245

