

2020 年 08 月 11 日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jinyi01@ghzq.com.cn
证券分析师: 张赢 S0350519070001
021-60338169 zhangy18@ghzq.com.cn

放缓的社融增速，要见顶了吗？

—— 7 月金融数据点评

投资要点：

相关报告

《7 月 CPI、PPI 数据点评：谁是“扰动”？谁是“趋势”？》——2020-08-10
《热点事件跟踪点评：如何看专项债补充中小银行资本金？》——2020-07-20
《龙大转债投资分析：条款相对优厚，正股增长可期》——2020-07-20
《2020 年 6 月经济数据点评：复苏路上的“喜与忧”》——2020-07-16
《6 月金融数据点评：高增长的变与不变》——2020-07-10

■ **事件 央行公布 2020 年 7 月金融数据：**（1）新增人民币贷款 9927 亿元，市场预期 11800 亿元，前值 18100 亿元。（2）社会融资规模 16900 亿元，市场预期 18600 亿元，前值 34342 亿元。（3）M2 同比 10.7%，市场预期 11.2%，前值 11.1%；M1 同比 6.9%，前值 6.5%。

■ **非银机构与企业贷款减少，拖累信贷投放** 7 月份新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 631 亿元，低于市场预期，主要受企业贷款和非银金融机构贷款减少所拖累。具体来看，非银金融机构贷款减少 270 亿元，同比多减 2,598 亿元，主要是因为去年 7 月份，在包商银行事件好转下，银行加大了对非银体系融资所带来的高基数造成的。

而企业贷款增加 2,645 亿元，同比少增 329 亿元。其中，企业短期贷款减少 2,421 亿元，同比多减 226 亿元，这一情况与央行近期强调的“信贷投放与经济复苏的节奏相匹配”一致，随着国内经济的边际好转，原先的超常规信贷正在逐渐转向常态。

企业中长期贷款增加 5,968 亿元，同比多增 2,290 亿元，这也侧面反映出当前企业生产的中长期信贷需求和基建配套融资需求仍然比较旺盛。除此之外，企业票据融资减少 1,021 亿元，同比多减 2,305 亿元，与上月变动趋势保持一致，这主要还是与监管层严查票据套利与结构性存款有关。

对比企业信贷，居民贷款则同比继续保持正增长，具体来看，居民贷款增加 7,578 亿元，同比多增 2,466 亿元；其中，居民短期贷款增加 1,510 亿元，同比多增 815 亿元；居民中长期贷款增加 6,067 亿元，同比多增 1,650 亿元，而居民中长期贷款同比高增长与近期房地产市场的回暖相一致。

■ **社融同比增量收窄，表外非标成主要贡献项** 7 月份社融增量为 1.69 万亿元，同比多增 4068 亿元，其中表外非标融资贡献了主要的同比增量。具体来看，社融口径下新增信贷融资为 9,676 亿元，同比多增 1832 亿元，与上述信贷投放相比，剔除了非银金融机构贷款同比

变化的影响。

而 7 月表外非标融资减少 2,649 亿元，因去年同期基数较低，同比少减 3,576 亿元。其中，委托贷款减少 152 亿元，同比少减 835 亿元；信托贷款减少 1367 亿元，同比多减 691 亿元，**信托贷款的持续压降主要还是受信托监管新规的影响，而委托贷款同比少减或许与信托贷款转向委托贷款有关**。除此之外，7 月未贴现的银行承兑汇票减少 1130 亿元，这与季末过后企业结算活动减弱有关，而同比少减 3432 亿元，则与近期贴现利率回升后，票据贴现减少有关。

直接融资方面，企业债券净融资 2383 亿元，同比少增 561 亿元，与近期市场利率上行下信用债融资减少有关；而受益于股市回暖，股票融资 1215 亿元，同比多增 622 亿元。另外，**政府债券净融资 5459 亿元，同比少增 968 亿元，主要是因为本月其他债券发行给特别国债发行让路**。

- **居民与企业存款减少，非银机构存款增加** 7 月份人民币存款增加 803 亿元，同比少增 5617 亿元。其中，居民存款减少 7195 亿元，同比多减 6,163 亿元；非金融企业存款减少 1.55 万亿元，同比多减 1,600 亿元；而非银行业金融机构存款增加 1.8 万亿元，同比多增 4,600 亿元，这或许与近期股市大涨，居民与企业资金转向非银金融机构有关。而财政性存款增加 4872 亿元，同比少增 3,219 亿元，则表明财政政策仍在继续发力。

- **社融增速见顶了吗？** 7 月末，M2 同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点；M1 同比增长 6.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 3.8 个百分点。**M1-M2 剪刀差有所收窄，这一方面是因为银行信贷投放趋缓后 M2 增速回落，另一方面也可能与近期房地产市场回暖下，居民储蓄存款（M2）转向企业部门存款（M1）有关。**

由于去年社融基数较低，所以即使在社融增量收窄的情况下，7 月末社融同比仍增长 12.9%，较上个月还进一步提升了 1 个百分点。对于未来社融增速，虽然说后续央行信贷投放节奏趋缓，企业短期信贷与票据融资同比增长也会恢复常态，对社融增速造成拖累。但是，考虑到接下来 8、9 月份地方债会迎来发行高峰，这在一定程度上会对社融增速形成支撑。不过，进入四季度，企业信贷趋缓，叠加地方债发行高峰褪去，社融增速也将大概率见顶回落。

- **风险提示** 1) 经济恢复不及预期；2) 货币政策发生重大改变。

1、事件

央行公布 2020 年 7 月金融数据:(1)新增人民币贷款 9927 亿元,市场预期 11800 亿元,前值 18100 亿元。(2)社会融资规模 16900 亿元,市场预期 18600 亿元,前值 34342 亿元。(3) M2 同比 10.7%,市场预期 11.2%,前值 11.1%; M1 同比 6.9%,前值 6.5%。

2、点评

2.1、非银机构与企业贷款减少,拖累信贷投放

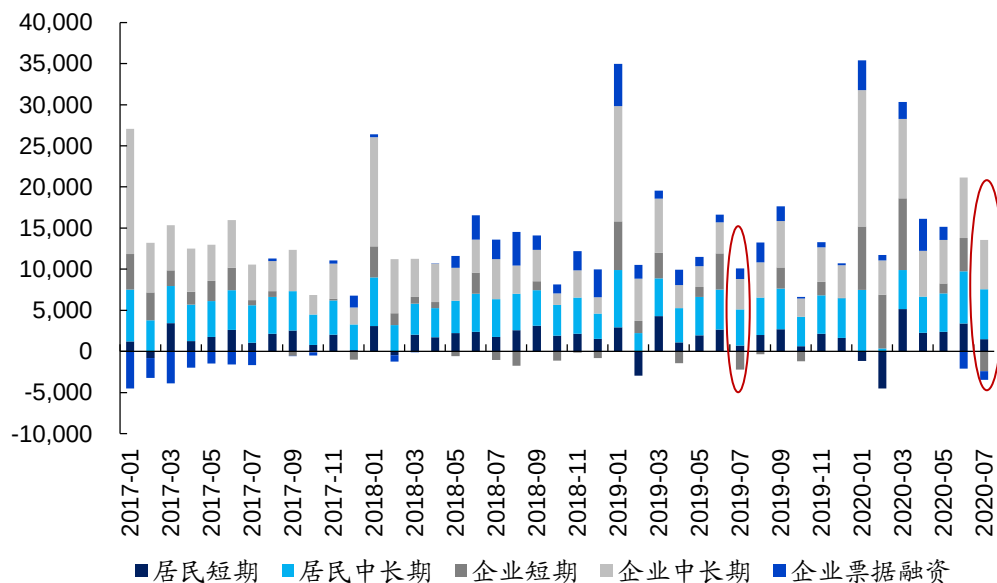
7 月份新增人民币贷款 9927 亿元,同比少增 631 亿元,低于市场预期,主要受企业贷款和非银金融机构贷款减少所拖累。具体来看,非银金融机构贷款减少 270 亿元,同比多减 2,598 亿元,主要是因为去年 7 月份,在包商银行事件好转下,银行加大了对非银体系融资所带来的高基数造成的。

而企业贷款增加 2,645 亿元,同比少增 329 亿元。其中,企业短期贷款减少 2,421 亿元,同比多减 226 亿元,这一情况与央行近期强调的“信贷投放与经济复苏的节奏相匹配”一致,随着国内经济的边际好转,原先的超常规信贷正在逐渐转向常态。

企业中长期贷款增加 5,968 亿元,同比多增 2,290 亿元,这也侧面反映出当前企业生产的中长期信贷需求和基建配套融资需求仍然比较旺盛。除此之外,企业票据融资减少 1,021 亿元,同比多减 2,305 亿元,与上月变动趋势保持一致,这主要还是与监管层严查票据套利与结构性存款有关。

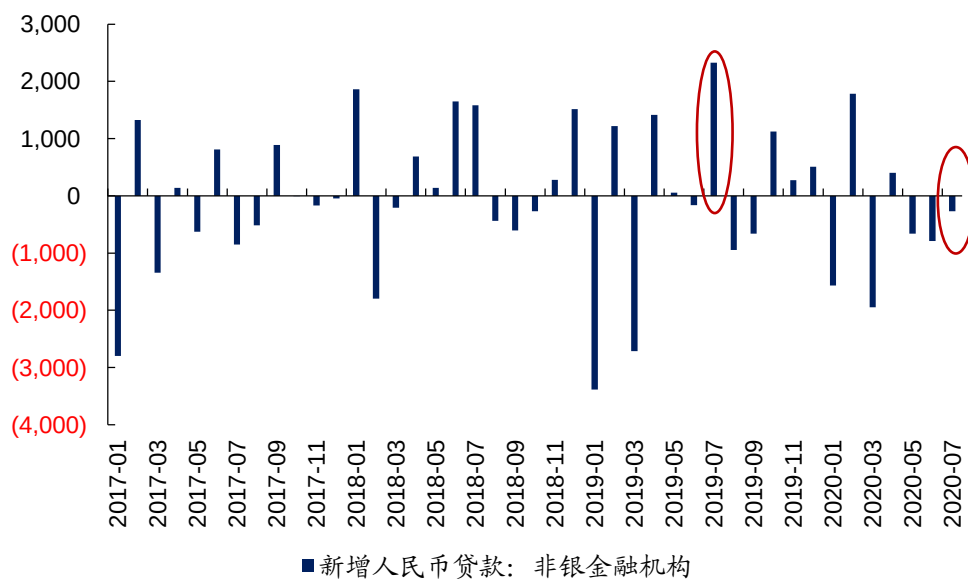
对比企业信贷,居民贷款则同比继续保持正增长,具体来看,居民贷款增加 7,578 亿元,同比多增 2,466 亿元;其中,居民短期贷款增加 1,510 亿元,同比多增 815 亿元;居民中长期贷款增加 6,067 亿元,同比多增 1,650 亿元,而居民中长期贷款同比高增长与近期房地产市场的回暖相一致。

图 1: 居民和非金融企业新增信贷各分项数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2: 非银金融机构新增信贷数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

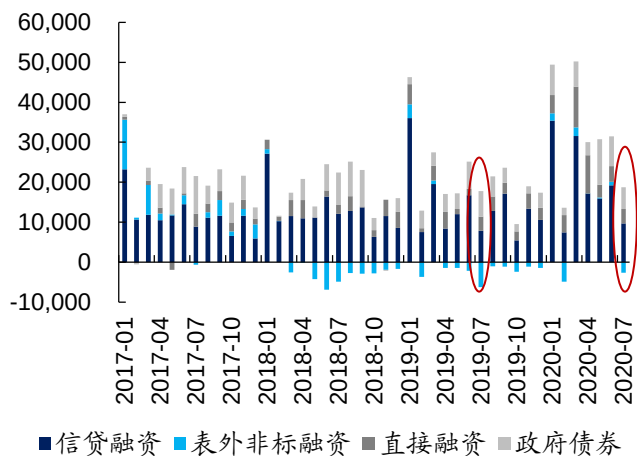
2.2、社融同比增量收窄，表外非标成主要贡献项

7 月份社融增量为 1.69 万亿元，同比多增 4068 亿元，其中表外非标融资贡献了主要的同比增量。具体来看，社融口径下新增信贷融资为 9,676 亿元，同比多增 1832 亿元，与上述信贷投放相比，剔除了非银金融机构贷款同比变化的影响。

而 7 月表外非标融资减少 2,649 亿元，因去年同期基数较低，同比少减 3,576 亿元。其中，委托贷款减少 152 亿元，同比少减 835 亿元；信托贷款减少 1367 亿元，同比多减 691 亿元，信托贷款的持续压降主要还是受信托监管新规的影响，而委托贷款同比少减或许与信托贷款转向委托贷款有关。除此之外，7 月末贴现的银行承兑汇票减少 1130 亿元，这与季末过后企业结算活动减弱有关，而同比少减 3432 亿元，则与近期贴现利率回升后，票据贴现减少有关。

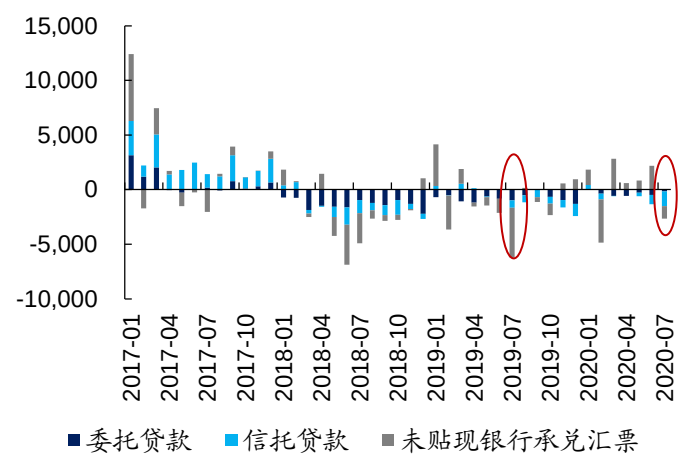
直接融资方面，企业债券净融资 2383 亿元，同比少增 561 亿元，与近期市场利率上行下信用债融资减少有关；而受益于股市回暖，股票融资 1215 亿元，同比多增 622 亿元。另外，政府债券净融资 5459 亿元，同比少增 968 亿元，主要是因为本月其他债券发行给特别国债发行让路。

图 3：新增社融规模各分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4：表外非标融资细分项数据（亿元）

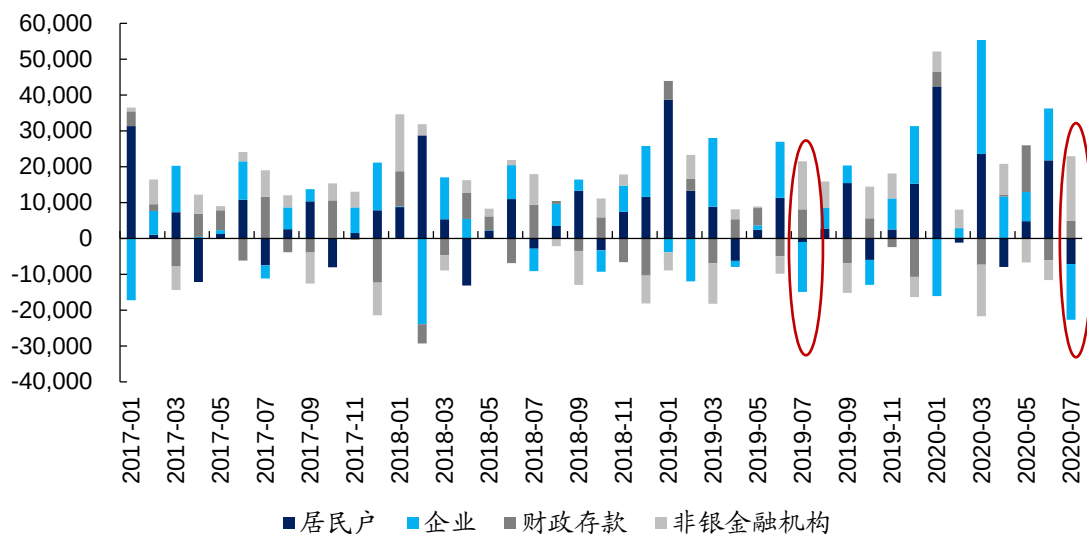


资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3、居民与企业存款减少，非银机构存款增加

7 月份人民币存款增加 803 亿元，同比少增 5617 亿元。其中，居民存款减少 7195 亿元，同比多减 6,163 亿元；非金融企业存款减少 1.55 万亿元，同比多减 1,600 亿元；而非银行业金融机构存款增加 1.8 万亿元，同比多增 4,600 亿元，这或许与近期股市大涨，居民与企业资金转向非银金融机构有关。而财政性存款增加 4872 亿元，同比少增 3,219 亿元，则表明财政政策仍在继续发力。

图 5: 新增存款各分项数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

2.4、社融增速见顶了吗？

7 月末，M2 同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点；M1 同比增长 6.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 3.8 个百分点。M1-M2 剪刀差有所收窄，这一方面是因为银行信贷投放趋缓后 M2 增速回落，另一方面也可能与近期房地产市场回暖下，居民储蓄存款（M2）转向企业部门存款（M1）有关。

由于去年社融基数较低，所以即使在社融增量收窄的情况下，7 月末社融同比仍增长 12.9%，较上个月还进一步提升了 1 个百分点。对于未来社融增速，虽然说后续央行信贷投放节奏趋缓，企业短期信贷与票据融资同比增长也会恢复常态，对社融增速造成拖累。但是，考虑到接下来 8、9 月份地方债会迎来发行高峰，这在一定程度上会对社融增速形成支撑。不过，进入四季度，企业信贷趋缓，叠加地方债发行高峰褪去，社融增速也将大概率见顶回落。

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_3247

