

疫情反弹及地产回落拖累信用扩张

——7月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

信用扩张之路受阻。7月社融数据未能延续6月的良好势头，新增7561亿元，同比少增3191亿元。回落在预期之内，但回落的幅度超出预期。需求收缩是信用收缩的核心原因。政府部门仍然是加杠杆的主力。虽然7月政府债融资规模增量从1.6万亿下降至3998亿元，但同比仍然多增2178亿元，是社融增量的主要来源。728政治局会议中提到，“支持地方政府用足用好专项债务限额。”下半年理论上可以调用的存量额度为1.5万亿元，这些额度主要集中在北京、上海等较为发达的省市。政治局会议指出“经济大省要勇挑大梁”，意在督促经济发达地区的政府积极作为。不过经济发达地区的地方政府融资渠道丰富，是否有积极性调用存量债额度仍需观察。我们认为下半年政府债对整体社会信用扩张的推动作用将减弱。企业部门和居民部门的信用扩张双双走弱。信贷口径下7月新增人民币贷款为6790亿元，同比少增4010亿元。其中票据融资达到3136亿元，冲量现象仍然严重，反映出实体经济融资需求较弱。居民贷款新增1217亿元，其中短期贷款净减少269亿元，中长期贷款增加1486亿元，但也同比少增2488亿元。居民短期贷款的“净偿还”反映出当前居民消费需求很弱，背后重要的原因是7月疫情反弹阻碍了消费的复苏。居民中长期贷款增量较6月明显下滑，对应的是商品房销售在7月再度出现回落。房地产市场不景气是今年拖累居民部门信用扩张的主要原因。企业短期贷款净减少3546亿元；中长期贷款增加3459亿元，同比少增1478亿元。我们认为企业中长期贷款走弱有两个原因，一是7月政府债融资回落，相应的对基建类企业融资的促进作用也大幅下降；二是疫情反复爆发严重影响了企业为未来的预期，也因此降低了长期投资的意愿，削弱了贷款需求。综合来看，疫情反弹和地产回落是7月信用扩张放缓的主要原因。非银贷款再度走高，达到1476亿元。这反映出在流动性极度充裕而实体经济贷款需求不足背景下，资金“脱实向虚”的迹象较为明显。

货币供给十分充足。7月M2同比增长12%，这是2016年4月以来的最高值。在2016年中国开始实施“去杠杆”的战略之后，M2增速就出现了系统性下移，中间虽有放松但从未达到如此高度。可以看出当前国内的流动性实际上是非常充裕的，甚至有些“过度”充裕。所以当前中国信用扩张的阻力并不在于货币政策。M1与M2增速差继续提

升，可能是政府主导的支出带动了资金的流通。

“水”已经足够，核心在于加“面”。当前央行的货币供给已经十分充足，M2增速达到6年来最高，票据利率7月末再度逼近“零利率”。各种数据表明资金市场上并不缺乏流动性，央行已经“尽力”了。但实体经济需求仍低，这是由于疫情阻碍了经济复苏，以及房地产市场持续低迷。这两个问题都不是央行继续放水能有效解决的。减轻疫情的影响需要更科学的防控手段以及疫苗和药物的研制，提振房地产市场可以放松一线城市的调控政策并有效解决房企的困境。“水”已经足够，“面”严重不足。央行二季度货币政策报告中表示重视通胀问题，强调“不超发货币”，这是央行主观态度上的边际变化。我们认为下个阶段政策的重心不再是“放水”，而是综合运用各种手段提振实体经济的需求，来促进信用有效扩张。

风险提示：国内疫情反弹。

目录

1. 数据	5
2. 信用扩张之路受阻	5
3. 货币供给十分充足	7
4. “水”已经足够，核心在于加“面”	7

图表目录

图表 1: 新增社融大幅回落.....	5
图表 2: 政府加杠杆是当前信用扩张的主要来源.....	6
图表 3: 企业部门和居民部门信用扩张减弱.....	7
图表 4: 非银贷款再度走高.....	7
图表 5: 货币供给十分充足.....	7
图表 6: M1 与 M2 之差继续回升.....	7

1. 数据

7月社会融资规模新增 7561 亿元，市场预期（Wind，下同）1.39 万亿元，前值 5.17 万亿元。

7月人民币贷款新增 6790 亿元，市场预期 1.15 万亿元，前值 2.81 万亿元。

7月 M2 同比增长 12%，市场预期 11.6%，前值 11.4%。

2. 信用扩张之路受阻

7月社融数据未能延续 6 月的良好势头，新增 7561 亿元，同比少增 3191 亿元。回落在预期之内，但回落的幅度超出预期。**需求收缩是信用收缩的核心原因。**

图表 1：新增社融大幅回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

政府部门仍然是加杠杆的主力。虽然 7 月政府债融资规模增量从 1.6 万亿下降至 3998 亿元，但同比仍然多增 2178 亿元，是社融增量的主要来源。由于 6 月份在财政部的要求之下，地方政府大量发行专项债，所以 7 月政府债发行量下滑是必然的。728 政治局会议中提到，“支持地方政府用足用好专项债务限额。”下半年理论上可以调用的存量额度为 1.5 万亿元，这些额度主要集中在北京、上海等较为发达的省市。政治局会议指出“经济大省要勇挑大梁”，意在督促经济发达地区的政府积极作为。不过经济发达地区的地方政府融资渠道丰富，是否有积极性调用存量债额度仍需观察。**我们认为下半年政府债对整体社会信用扩张的推动作用将减弱。**

图表 2: 政府加杠杆是当前信用扩张的主要来源

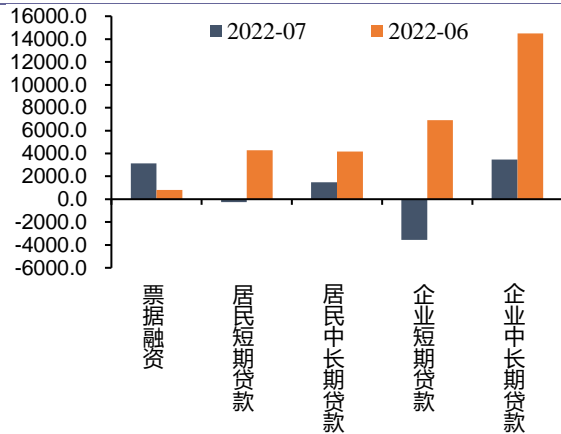


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

企业部门和居民部门的信用扩张双双走弱。信贷口径下7月新增人民币贷款为6790亿元,同比少增4010亿元。其中票据融资达到3136亿元,冲量现象仍然严重,反映出实体经济融资需求较弱。居民贷款新增1217亿元,其中短期贷款净减少269亿元,中长期贷款增加1486亿元,但也同比少增2488亿元。**居民短期贷款的“净偿还”反映出当前居民消费需求很弱,背后重要的原因是7月疫情反弹阻碍了消费的复苏。**居民中长期贷款增量较6月明显下滑,对应的是商品房销售在7月再度出现回落。**房地产市场不景气是今年拖累居民部门信用扩张的主要原因。**企业短期贷款净减少3546亿元;中长期贷款增加3459亿元,同比少增1478亿元。我们认为企业中长期贷款走弱有两个原因,一是7月政府债融资回落,相应的对基建类企业融资的促进作用也大幅下降;二是疫情反复爆发严重影响了企业为未来的预期,也因此降低了长期投资的意愿,削弱了贷款需求。综合来看,疫情反弹和地产回落是7月信用扩张放缓的主要原因。

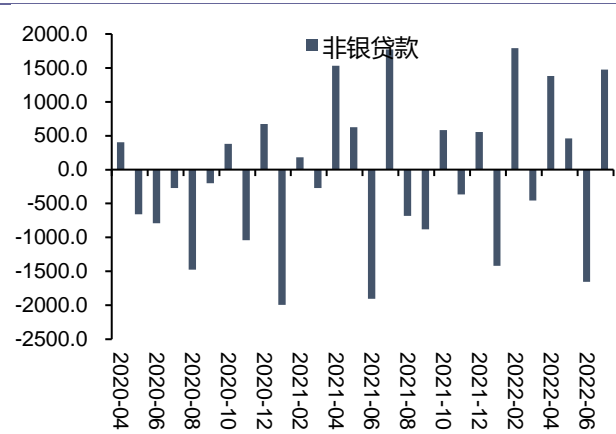
非银贷款再度走高,达到1476亿元。这反映出在流动性极度充裕而实体经济贷款需求不足的背景下,资金“脱实向虚”的迹象较为明显。

图表 3: 企业部门和居民部门信用扩张减弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 非银贷款再度走高



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 货币供给十分充足

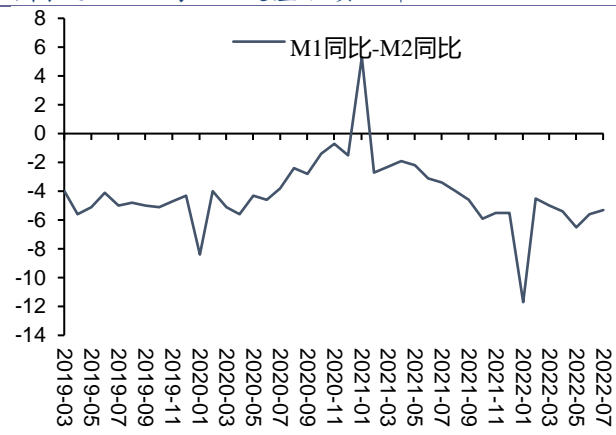
7月 M2 同比增长 12%，这是 2016 年 4 月以来的最高值。在 2016 年中国开始实施“去杠杆”的战略之后，M2 增速就出现了系统性下移，中间虽有放松但从未达到如此高度。可以看出当前国内的流动性实际上是非常充裕的，甚至有些“过度”充裕。所以当前中国信用扩张的阻力并不在于货币政策。M1 与 M2 增速差继续提升，可能是政府主导的支出带动了资金的流通。

图表 5: 货币供给十分充足



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 6: M1 与 M2 之差继续回升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. “水”已经足够，核心在于加“面”

当前央行的货币供给已经十分充足，M2 增速达到 6 年来最高，票据利率 7 月末再度逼近“零利率”。各种数据表明资金市场上并不缺乏流动性，央行已经“尽力”了。但实体经济需求仍低，这是由于疫情阻碍了经济复苏，以及房地产市场持续低迷。这两个问题都不是央行继续放水能有效解决的。减轻疫情的影响需要更科学的防控手段以及疫苗和药物的研制，提振房地产市场可以放松一线城市的调控政策并有效解决房企的困境。“水”已经足够，“面”严重不足。央行二季度货币政策报告中表示重视通胀问题，强调“不超发货币”，这是央行主观态

度上的边际变化。我们认为下个阶段政策的重心不再是“放水”，而是综合运用各种手段提振实体经济的需求，来促进信用有效扩张。

风险提示：国内疫情反弹。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。