

社融缩减而信贷好转 股市分化商品震荡偏多

核心观点及内容摘要

寇宁

宏观经济分析师

投资咨询从业证书号:

Z0002132

邮箱: kouning@ydqh.com.cn

肖利娜

宏观经济分析师

投资咨询从业证书号:

Z0013350

邮箱: xiaolina132@163.com

宏观战略研究中心

一德期货研究院

电话: (022) 59182509

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区解放北路

188号信达广场16层

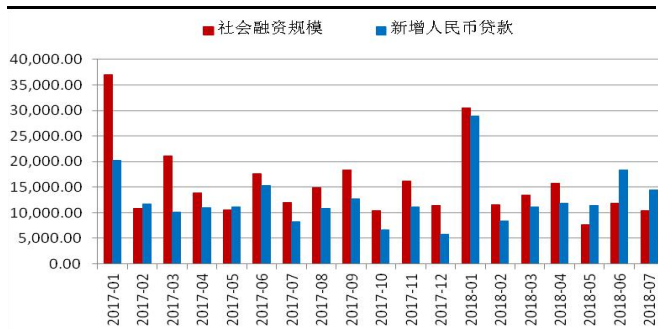
邮编: 300042

- 7月, 国内社会融资规模 10400 亿元, 延续缩减, 不及预期。国内新增信贷 14500 亿元, 好于预期。7月, M2 同比增长 8.5%, 显著回升, 好于市场预期。
- 7月社会融资环比仍呈现下滑, 主因是表内信贷出现季节性大幅缩减, 而新增委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票三大表外融资 7月进一步改善。7月, 表内、表外融资的持续分化表明, 表外融资已在逐步改善, 对社融影响有所减弱, 但实体经济融资依然存在较大压力。此外, 7月, 企业债券融资环比多增 917 亿元, 显示信用债利率的回落对 7月债券融资的积极推动作用。
- 7月, 当月新增人民币贷款同比多增 6245 亿元, 显示同期相比信贷投放力度加大。7月新增企业中长期贷款明显回升, 显示在政策宽松向下传导推动下, 信贷投放力度加大, 实体融资环境出现改善。同时, 新增居民中长期贷款整体保持稳定, 房地产调控持续不放松政策的效果显现。
- 货币端, 7月 M2 同比增长显著回升 0.5 个百分点, M2 的回升部分受基数效应影响, 结构上主因居民存款改善, 企业存款没有恢复。M1-M2 剪刀差持续为负且负缺口有所加大, 居民储蓄存款回升而企业活期存款下降, 显示居民的购房消费行为减少, 这与贷款数据结构变化相对应, 后期在房地产调控政策不松下房屋销售仍将保持较低增速。非银金融机构存款同比、环比分别多增 1218 亿元和 7171 亿元, 显示在流动性宽松背景下, 金融杠杆有所增加。
- 7月新增企业中长期贷款明显回升, 新增信托、委托贷出现改善, 新增财政存款同比大幅少增, 为年内次低点, 均显示财政政策力度加大, 部分验证基建投资增长预期。居民储蓄存款增加及中长期贷款平稳, 加上 M1-M2 剪刀差负缺口增大, 均显示房屋销售在政策严抓不松下的增长压力。金融机构贷款余额同比升至年内高点, 国债收益率近期出现回升, 均显示银行开始调整资产负债结构, 宽松政策呈现向下传导的迹象, 利好资产价格, 股市估值或全面回升, 但经济周期末端, 政策宽松下股市结构依然分化, 以沪深 300 为代表的主板估值回升幅度或不及中小板。
- 目前信贷投放力度加大, 实体融资环境出现改善, 但表内、表外融资的持续分化, 表内融资扩大仍未能抵消表外融资的下降, 实体经济融资依然存在较大压力。政策宽松及基建增长预期, 但房地产销售增长受压, 综合来看, 商品或将呈现震荡偏多走势。

1. 社融延续缩减 信贷好转货币回升

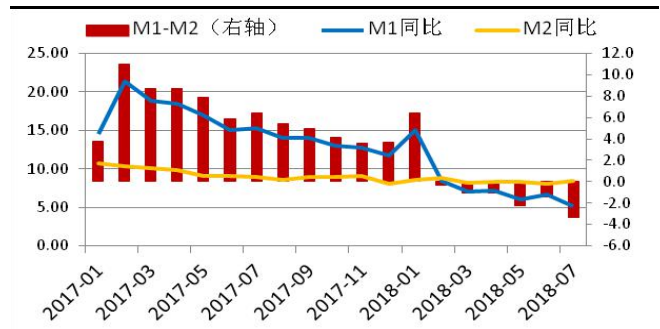
7月，国内社会融资规模10400亿元，较6月缩减1416亿元，不及11000亿元的市场预期。国内新增信贷14500亿元，较6月少增3900亿元，但好于市场预期的12750亿元（见图1）。7月，M2同比增长8.5%，较6月回升0.5%，也好于市场预期8.2%；M1同比增长降至5.1%，是近三年内的低点，远不及预期和前值的6.6%（见图2）。

图1：社会融资总额与新增人民币贷款（亿元）



资料来源：wind

图2：M1、M2及M1-M2（%）



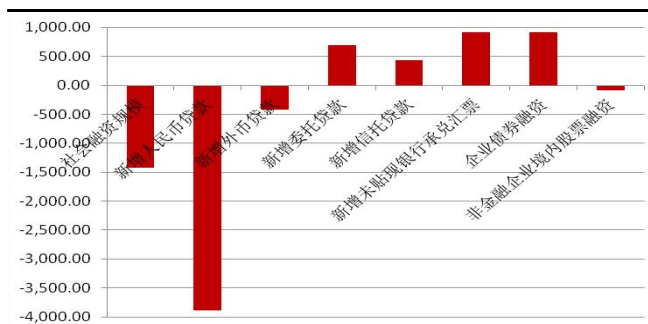
资料来源：wind

2. 信贷投放加大 社融延续回落

1. 社融整体依然下滑 表外融资有所改善

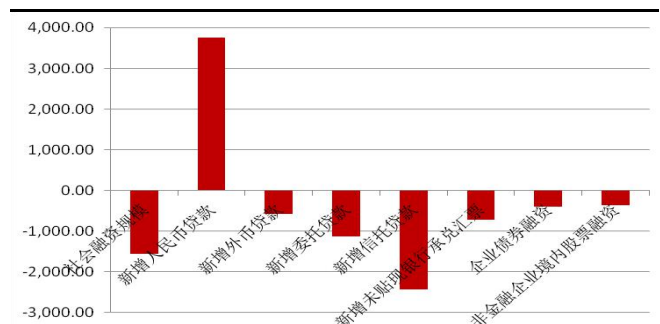
自2018年7月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映。而7月社会融资环比仍呈现下滑，主因是表内信贷出现季节性大幅缩减，而表外融资则改善明显。7月，国内社会融资环比少增1416亿元，其中，新增人民币贷款环比大幅少增3887亿元，为除2月春节因素影响大幅少增后的低点；新增委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票三大表外融资7月进一步改善，当月合计下降4886亿元，但环比多增2029亿元（见图3）。

图3：7月各融资渠道融资额环比变化（亿元）



资料来源：wind

图4：7月各融资渠道融资额同比变化（亿元）



资料来源：wind

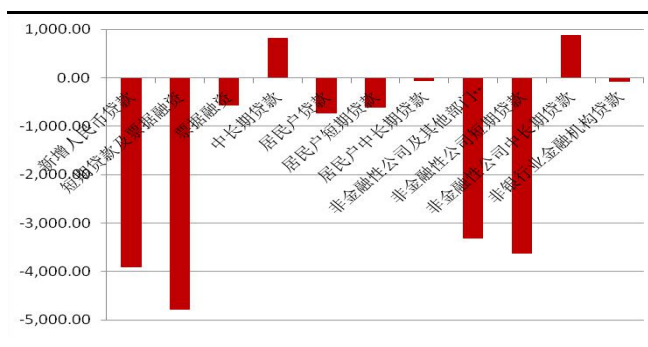
同时，7月社融同比少增1556亿元，其中，表内新增人民币贷款同比多增3748亿元，表外融资合计同比少增4243亿元（见图4），表内融资扩大仍未能抵消表外融资的下降，表外融资总体仍延续收缩是社融同比回落的主因，但表外融资同比降幅较6月的少增9134亿元大幅改善。7月，表内、表外融资的持续分化表明，表外融资已在逐步改善，对社融影响有所减弱，但实体经济融资依然存在较大压力。此外，7月，企

业债券融资环比多增 917 亿元至 2237 亿元（见图 3），显示信用债利率的回落对 7 月债券融资的积极推动作用。

2. 中长期贷款回升 信贷投放力度加大

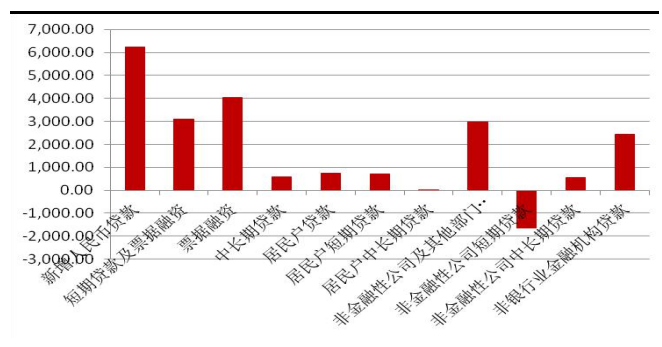
7 月，当月新增人民币贷款环比因季节因素少增 3900 亿元，但同比多增 6245 亿元，显示同期相比信贷投放力度加大。结构上，短期贷款及票据融资、企业短期贷款环比分别少增 4786 亿元、3627 亿元（见图 5），是 7 月信贷环比下滑的主要因素，显示实体企业短期资金需求减弱，目前市场资金流动性相对宽松。而 7 月新增企业中长期贷款明显回升，环比、同比分别多增 874 亿元、543 亿元（见图 5、图 6），显示在政策宽松向下传导推动下，信贷投放力度加大，实体融资环境出现改善。同时，新增居民中长期贷款环比少增 58 亿元、同比多增 32 亿元（见图 5、图 6），整体保持稳定，房地产调控持续不放松政策的效果显现。

图 5：金融机构新增人民币贷款环比变化（亿元）



资料来源：wind

图 6：金融机构新增人民币贷款同比变化（亿元）

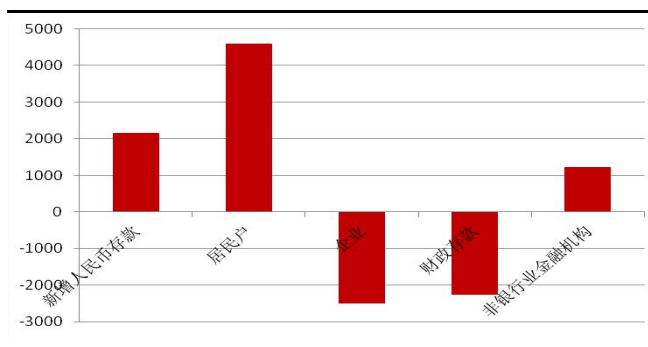


资料来源：wind

3. 企业、财政存款下降 银行负债端压力仍存

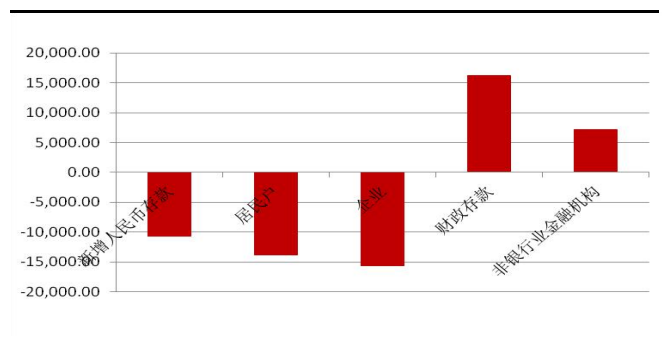
货币端，7 月 M2 同比增长显著回升 0.5 个百分点，而 M1 增速明显下滑至 5.1%，M1-M2 剪刀差持续为负且负缺口有所加大（见图 2）。M2 的回升部分受基数效应影响，结构上主因居民存款改善，企业存款没有恢复。7 月，金融机构新增人民币存款同比多增 2140 亿元，其中，居民户存款同比少降 4583 亿元，企业存款多降 2491 亿元（见图 7），居民储蓄存款回升而企业活期存款下降，显示居民的购房消费行为减少，这与贷款数据结构变化相对应，后期在房地产调控政策不松下房屋销售仍将保持较低增速。

图 7：金融机构新增人民币存款同比变化（亿元）



资料来源：wind

图 8：金融机构新增人民币存款环比变化（亿元）



资料来源：wind

另外，7 月，财政存款同比少增 2255 亿元，为年内次低点，显示财政政策力度加大，部分验证政策推动基建投资增长预期；而财政存款环比多增 16233 亿元，主要是受缴税因素影响。同时，非银金融机构存款同比、环比分别多增 1218 亿元和 7171 亿元（见图 7、图 8），显示在流动性宽松背景下，金融杠杆有所

增加。

3. 财政政策力度加大 股市分化商品震荡偏多

7月新增企业中长期贷款明显回升，新增信托、委托贷出现改善，新增财政存款同比大幅少增，为年内次低点，均显示财政政策力度加大，部分验证基建投资增长预期。居民储蓄存款增加及中长期贷款平稳，加上MI-M2剪刀差负缺口增大，均显示房屋销售在政策严抓不松下的增长压力。金融机构贷款余额同比升至年内高点，国债收益率近期出现回升，均显示银行开始调整资产负债结构，宽松政策呈现向下传导的迹象，利好资产价格，股市估值或全面回升，但经济周期末端，政策宽松下股市结构依然分化，以沪深300为代表的主板估值回升幅度或不及中小板。

目前信贷投放力度加大，实体融资环境出现改善，但表内、表外融资的持续分化，表内融资扩大仍未能抵消表外融资的下降，实体经济融资依然存在较大压力。政策宽松及基建增长预期，但房地产销售增长受压，综合来看，商品或将呈现震荡偏多走势。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678