

可圈可点，慎谈拐点

——7月金融数据点评

报告摘要

- **社融回落幅度可控。**7月新增社融1.01万亿，较上月腰斩。但社融减少并未偏离季节性规律太多：1) 新口径社融存量同比回落0.2个百分点至10.7%，仍处于年内较高水平，并未打破社融企稳的状态；2) 以近5年平均值作为季节性规律，本月社融总量与季节性相仿，而5、6月份小幅高于季节性，社融只是出现了有限的放缓。3) 7月社融减少的首要拖累项是表外票据。**对表外票据下挫我们有一个猜想：**可能与中央政治局会议所提“建立长效机制解决拖欠账款问题”也有一定关联，而未必完全对应于实体融资需求的疲软。
- **贷款有疲态，但并未明显恶化。**7月新增人民币贷款1.06万亿，较上月减少6000亿，与季节性规律对照，仍然延续了二季度的势头。结构上，短期贷款及表内票据只有-21亿，中长期贷款达8100亿；企业中长期贷款明显高于季节性水平，较二季度的状况明显好转。**二季度货币政策执行报告明确提出，下一阶段要“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，加之各地对地方政府隐性债务的展期平滑已在推进，后续贷款结构或将得到持续优化。**
- **M1和M2增速有所回落。**7月M2同比回落0.4个百分点至8.1%，M1同比回落1.4个百分点至3.1%，均仍处于今年以来的波动区间内。**7月存款与贷款增速差异仍大，体现商业银行资金来源的压力依然显著，这对于广谱利率的下行是个重要约束。**从存款结构来看，7月企业存款同比大幅下降，非银金融机构存款显著多增，与上月的变化刚好相反。或表明包商银行事件的冲击已有明显平息。
- **综上，我们认为7月金融数据可圈可点，大部分数据并未脱离正常季节性规律（7月是信贷小月）的范畴，结构上还展现出一定优化，就此得出社融拐点的结论需慎重。**随着货币政策在“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，更好地发挥贷款市场报价利率（LPR）在实际利率形成中的引导作用，降低小微企业融资实际利率”上进一步发力，以及地方政府隐性债务展期平滑的推进，年内社融增速有望保持平稳。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

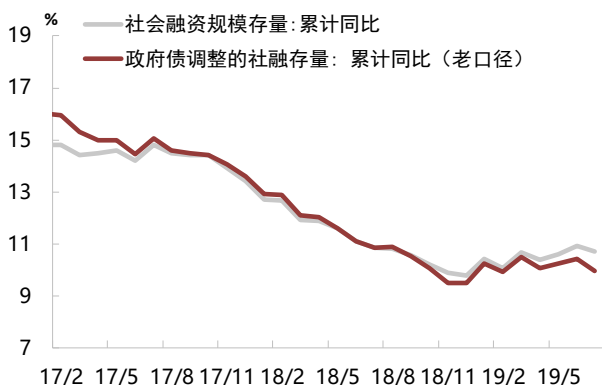


一、社融回落幅度可控

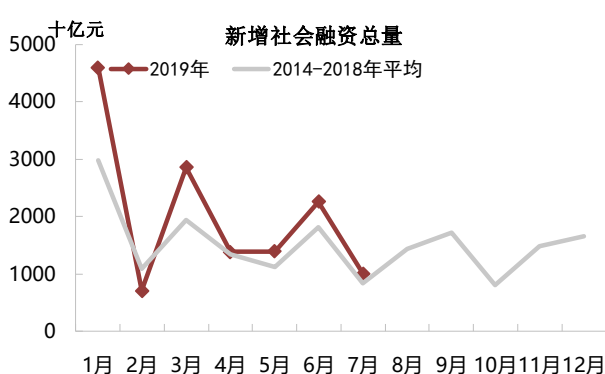
7月新增社融1.01万亿，较上月腰斩；新口径社融存量同比回落0.2个百分点至10.7%，仍处于年内较高水平，并未打破社融企稳的状态；加回中央和地方政府债券的老口径社融增速（不含ABS和贷款核销）降幅相对明显一些，表明地方专项债发行对社融的贡献较为显著（图表1）。7月社融减少并未偏离季节性规律太多，以近5年平均值作为季节性规律，本月社融总量与季节性相仿，而5、6月份小幅高于季节性，社融只是出现了有限的放缓（图表2）。结构上，7月社融减少的首要拖累项是表外融资（图表3），而表外融资的主要拖累因素来自表外票据（银行未贴现承兑汇票），此外，信托贷款受房地产信托监管收紧影响也出现较明显回落（图表4）。

对表外票据下挫的一个猜想：表外票据的收缩，可以解释7月底票据融资利率的快速下挫，其原因，我们猜测可能与中央政治局会议所提“建立长效机制解决拖欠账款问题”也有一定关联。据我们草根调研，票据是近年来企业应收账款的重要形式之一，中央从去年底即开始加强清理拖欠民营企业、中小企业账款力度，7月底又将此写进了中央政治局会议通稿，倘若这项工作7月取得更大成效，有可能带来表外票据融资的超季节性下降，而未必完全对应于实体融资需求的疲软。

图表 1：7 月社融有所减速但未打破企稳势头

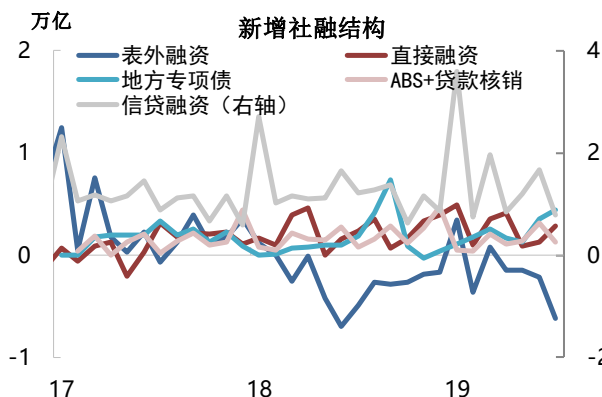


图表 2：7 月新增社融并未偏离季节性规律太多

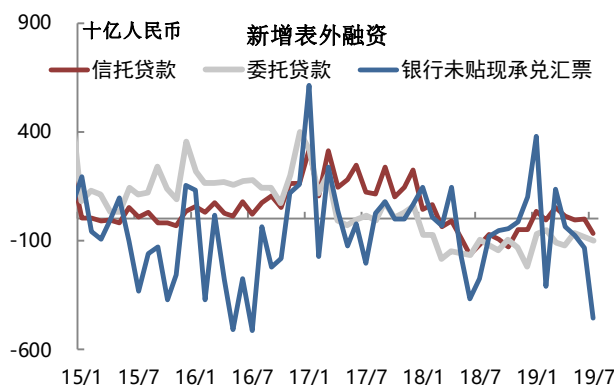


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：7 月社融的主要拖累是表外融资



图表 4：7 月表外融资的主要拖累在于表外票据

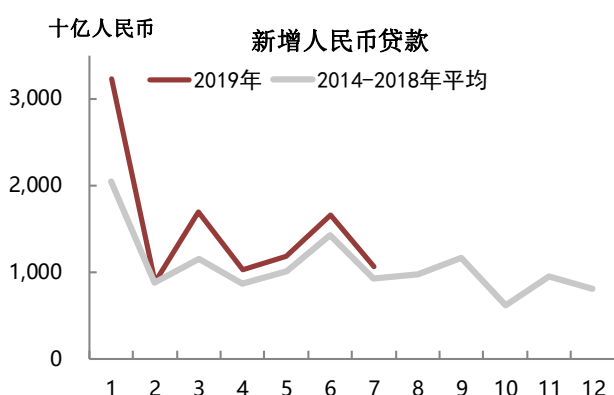


来源：Wind，莫尼塔研究

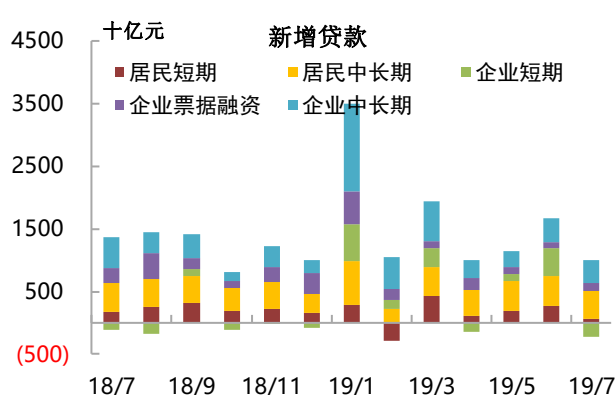
二、信贷疲软但结构优化

7月新增人民币贷款1.06万亿，较上月减少6000亿，与季节性规律对照，仍然延续了二季度的势头（图表5）；至于贷款余额同比再度显著下滑0.4个百分点至12.6%，则与去年7月的高基数相关。**贷款有疲态，但并未明显恶化。**结构上，居民部门贷款5112亿，企业部门贷款2974亿；短期贷款及表内票据只有-21亿，中长期贷款达8100亿（图表6）。**贷款结构还有所优化。**企业中长期贷款明显高于季节性规律，较二季度的状况明显好转（图表7）。而表外与表内票据融资总量显著弱于季节性，原因如前所述（图表8）。二季度货币政策执行报告明确提出，下一阶段要“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”，加之各地对地方政府隐性债务的展期平滑已在推进，**后续贷款结构或将得到持续优化**（表现为中长期贷款占比上升）。

图表 5：7 月新增贷款节奏与二季度势头相当

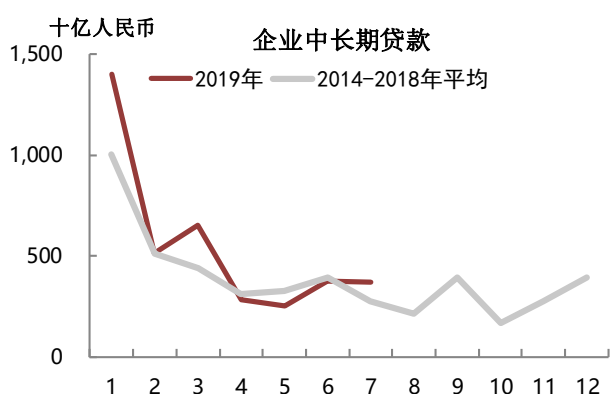


图表 6：7 月新增贷款集中于中长期

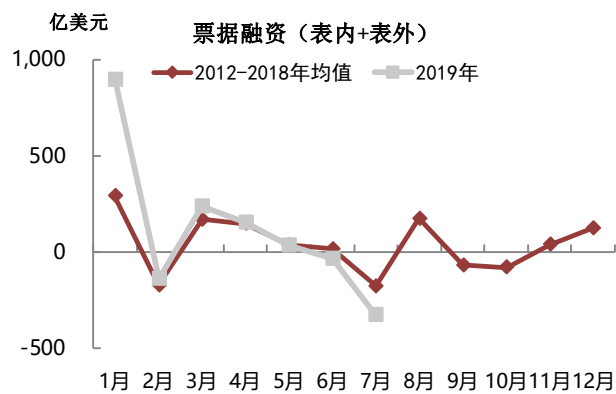


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：7 月企业中长期贷款显著超过季节性规律



图表 8：7 月票据融资大幅弱于季节性



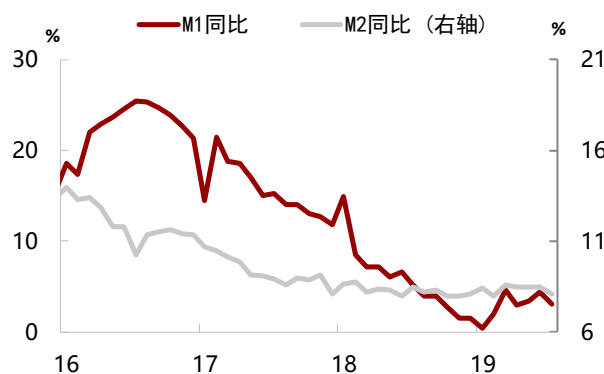
来源：Wind，莫尼塔研究

三、M1 和 M2 增速有所回落

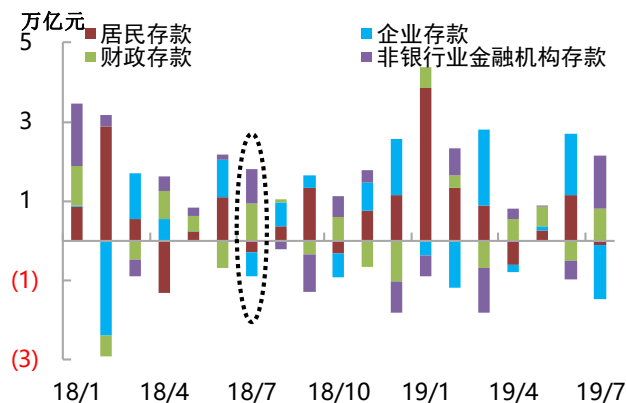
7月M2同比回落0.4个百分点至8.1%，货币派生力度有所减弱，这与社融、信贷的同比回落相对应。7月M1同比回落1.4个百分点至3.1%，未能延续上月的亮眼表现，但仍然处于今年以来的波动区间内，经济的现金流状况并未显著恶化（图表9）。7月存款余额同比回落0.3个百分点至8.1%，与贷款增速差异仍大，体现商业银行资金来源的压力依然显著，这对于广谱利率的下行是个重要约束。从存款结构来看，7月企业存款同比大幅下降，非银金融机构存款显著多增，与上月的变化刚好相

反。如果说6月非银存款多降、企业存款多增是由于包商银行事件影响下企业可能赎回理财、货基，那么7月的变化表明包商银行事件的冲击已有明显平息（图表10）。二季度货币政策执行报告指出“把握好处置风险的力度和节奏，稳妥化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散……”，预计后续问题银行处置将以类似锦州、恒丰银行的方式进行，力求稳定市场预期。

图表 9：7 月 M1 和 M2 同比均有所回落



图表 10：7 月非银存款多增、企业存款多降



来源：Wind，莫尼塔研究

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_10636

