

宏观点评

7月社融缘何大降，后续怎么看？

事件：7月新增信贷1.06万亿元，预期1.27万亿，前值1.66万亿元；7月新增社融1.01万亿，预期1.625万亿，前值2.26万亿元；7月末社会融资规模存量为214.13万亿元，同比增长10.7%。7月M2同比8.1%，预期8.4%，前值8.5%；M1同比3.1%，前值4.4%。

核心结论：

1、7月信贷社融均远不及预期，结构上中长期仍未企稳、短端“火上浇油”，其中：企业短贷和表外票据是主拖累，但社融存量增速继续高位走稳。

- **7月新增信贷弱于季节性，企业贷款是主拖累。**剔除季初月信贷减少和中报季企业粉饰报表优化资产负债率等季节性因素，7月信贷仍较低。其中，居民短贷走弱大概率主因汽车销售降温和地产调控加码严防消费贷进入房地产市场；企业短贷减少反映内需走弱下企业贷款需求下降、叠加中小金融机构风险事件影响下银行风险偏好的下降。**往后看，预计后续贷款增量将较上半年减少，但结构有所优化。房地产调控收紧，也将降低居民中长贷规模并限制消费贷；结合央行Q2货币政策执行报告，企业短贷和企业中长贷预计更多投入小微企业和制造业。**
- **7月社融增量环比腰斩，表内贷款和表外票据是主拖累，低基数下社融存量增速高位走稳，分结构看“两忧两喜”：**喜在企业债券和地方政府债券超季节性走高，预计8-9月新增地方债月发行规模在2600亿元；忧在表内贷款和表外票据对社融拖累较大，主因银行风险偏好下降和受风险事件影响，部分企业拒收中小银行承兑汇票。**往后看，综合表内信贷季节性特点、中小金融机构的流动性风险，房地产融资收紧和地方政府债剩余额度，预计下半年新增社融减少，但存量增速仍稳。**
- **M1、M2反映信用创造受到一定冲击，积极财政将继续发力。M1-M2剪刀差自2018年2月以来连续18个月为负。**其中企业存款大幅减少，可能与7月中旬集中缴税但短融并没有释放足够资金有关。

2、往后看，维持此前判断，下半年货币政策将延续宽松、适时适度逆周期调节并注重结构性调节，降准“降息”可期，利率并轨有望提速，重点在疏通货币传导和“定向滴灌”，具体操作可能如下：

- 一是调降公开市场操作利率，比如降低MLF15个BP或是随行就市调低7天逆回购利率等；
- 二是利率并轨提速（预计8至10月），通过调降MLF顺之调降LPR，并加强LPR市场化，旨在降低实体经济贷款成本，即“变相降息”；
- 三是结合2018年以来降准操作的政策连续性和近期贸易摩擦再生扰动，三季度仍有望定向降准，最快8月份。若降，我们预计针对中小银行定向下调0.5个百分点概率较大。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2019-08-11
- 2、《测算：中小银行负债萎缩如何影响流动性？——兼评6月金融数据》2019-07-13
- 3、《关注两座“大山”，降准降息升温5月金融数据点评》2019-06-13
- 4、《1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据》2019-05-10
- 5、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？——3月金融数据点评》2019-04-14



内容目录

信贷社融均远不及预期，结构上中长端仍弱、短端“火上浇油”	3
新增信贷下滑，居民和企业短贷是主拖累	3
社融增量环比腰斩，结构上“两忧两喜”。表内贷款和表外票据是主拖累	4
M1-M2 剪刀差连续 18 月为负，信用创造仍受限，积极财政将继续发力	6
货币宽松亟需加码，降准“降息”可期，利率并轨有望提速	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 7 月信贷增量全面下行，结构仍差	3
图表 2: 加入居民短贷后的居民总贷款与房地产相关性走强	4
图表 3: 截至 6 月的贷款需求指数明显走低	4
图表 4: 社融存量增速仍高位企稳	4
图表 5: 下半年地方债发行量预计减少	5
图表 6: 7 月表外票据减少成为社融降低的主拖累	6
图表 7: 1996 年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已 18 个月连负	6
图表 8: 我国制造业 PMI 连续 3 个月处于荣枯线以下	7
图表 9: 贸易摩擦预计对就业造成较大拖累	7
图表 10: 各类贷款利率稳中缓降	8
图表 11: 当前 LPR 仍未完全市场化	8

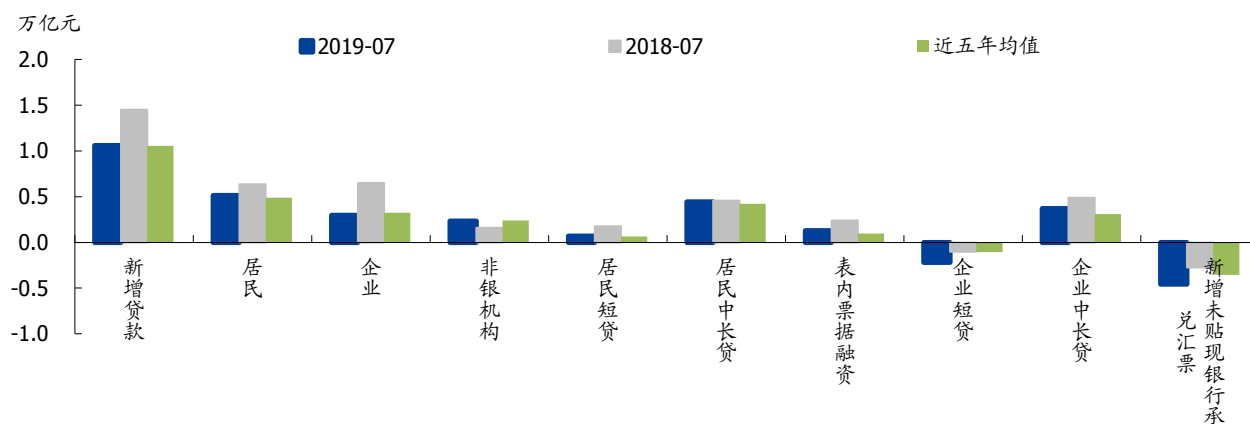
信贷社融均远不及预期,结构上中长端仍弱、短端“火上浇油”

新增信贷下滑,居民和企业短贷是主拖累

7月新增人民币贷款10600亿元,环比少增6000亿元,同比少增3900亿元。信贷增量全面下行,总体来看短端贷款是主拖累,中长端持平前期特点。关注以下重点:

1) 新增信贷减少,季节性因素和非季节性因素各自参半。表内贷款通常存在季末冲量特点,因而一般季度初信贷增量都相对较低。加上7月较多企业发布中报业绩,企业可能为控制资产负债率而调整借贷规模。此外,需要注意的是今年7月新增信贷较2018年同期大幅少增3900亿元,基本持平近五年均值,说明7月信贷下降的确存在一些非季节性因素,与内需走弱下企业贷款需求下降、中小金融机构风险事件有一定关系。

图表1: 7月信贷增量全面下行,结构仍差



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 新增居民贷款弱于季节性,特别是居民短贷明显走弱,大概率主因汽车销售热度回落和地产收紧。7月居民短贷新增695亿元,同比少增1073亿元,环比少增1972亿元。居民短贷的减少一方面与7月乘用车销量增速下降有关。根据乘联会数据,受6月后两周零售暴增透支7月零售,且市场需求相对偏弱影响,7月1-4周乘用车零售同比-16%,大幅低于6月同期5%的水平。另一方面,房地产调控加码也会加强防止消费贷流入房地产市场的监管。居民中长贷连续5个月在4000亿元以上,7月新增居民中长贷4417亿元,同比少增159亿元,反映房地产调控的加码还未对居民中长贷产生明显拖累。

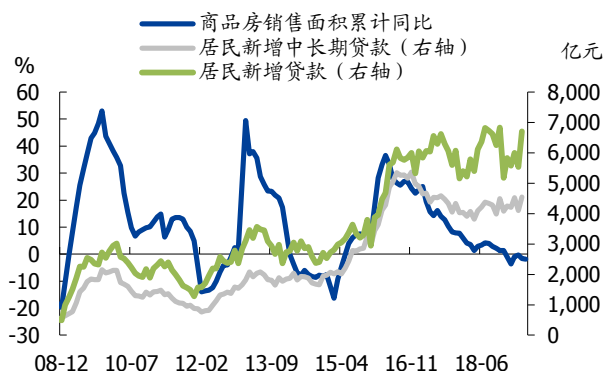
3) 企业短贷降幅明显,成为拉低7月企业贷款的主要因素,中长贷则延续此前趋势,继续低于季节性。7月企业短贷减少2195亿元,较去年同期多减1160亿元,较近五年均值少增1120亿元;新增企业中长贷3678亿元,较去年同期少增1197亿元,较近五年均值多增593亿元;新增表内票据低于去年同期,但尚无大碍。

在此前报告中我们曾提出企业信用的恢复往往遵循从“票据高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导,当前应处于短贷企稳阶段。**7月票据和企业中长贷表现符合我们预期,但企业短贷的超预期下降反映当前企业资本开支需求仍弱,同时贷款意愿仍未切实提升,叠加中小金融机构风险事件影响下银行风险偏好的下降,短贷冲量甚至也大打折扣。**

4) 非银机构贷款存款双双回升,表明包商事件的影响已经减弱。7月非银机构贷款增加

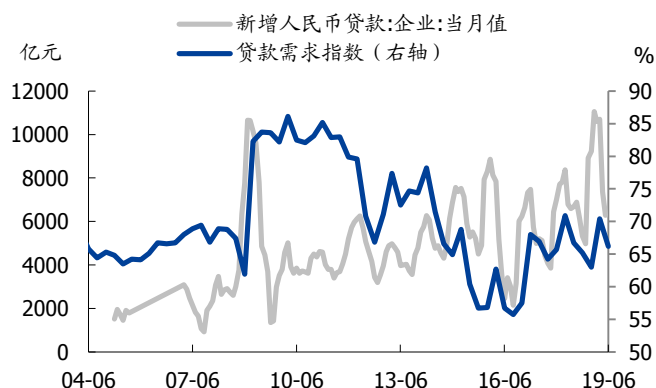
2328 亿元，同比多增 746 亿元；同时负债端显示 7 月非银机构存款大幅增加 13400 亿元，同比增加 4791 亿元，表明此前我们提到的包商事件影响下，银行对非银融资减少和部分银行赎回货基的负面影响已有所消退。

图表 2: 加入居民短贷后的居民总贷款与房地产相关性走强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 截至 6 月的贷款需求指数明显走低



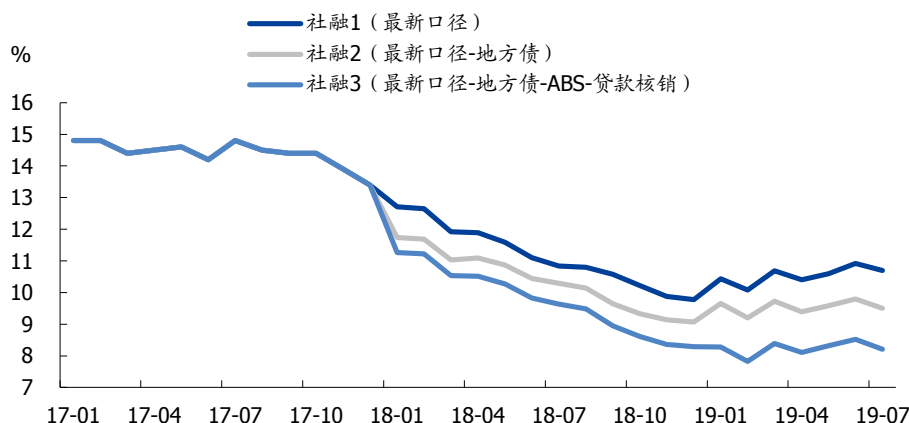
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述，我们认为，7 月信贷总量的下降存在一定的季节性因素，非季节性部分与车市行情放缓、房地产收紧和银行风险偏好下降有关。往后看，结合季节性规律和 730 政治局会议定调，预计后续贷款增量将较上半年减少，但结构可能有所优化。特别地，房地产市场的进一步收紧，也将降低居民中长贷规模并限制消费贷流入房地产市场；结合央行 Q2 货币政策执行报告来看，企业短贷和企业中长贷将更多投入小微企业和制造业。

社融增量环比腰斩，结构上“两忧两喜”。表内贷款和表外票据是主拖累

7 月新增社会融资规模 10100 亿元，环比大幅多减 12529 亿元，同比多减 2154 亿元。我们重点提示以下关注点：

图表 4: 社融存量增速仍高位企稳



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1) 新增社融量环比腰斩，社融存量增速高位企稳。表内贷款和表外票据拖累下新增社融大幅减少，7 月新增 10100 亿元，较去年同期少增 2154 亿元，基本持平近五年同期

均值。基数效应影响下社融存量增速高位企稳，最新口径7月存量增速为10.7%，较6月小幅减少0.22个百分点，仍为2019年全年次高点；此外其余口径社融存量增速也较为稳定。

2) 结构上“两忧两喜”，债券支撑不及人民币贷款和表外票据的拖累。

喜在于：企业债券融资和地方专项债均超季节性走高。其中7月企业债券新增2240亿元，同比多增45亿元；社融口径地方专项债新增4385亿元，同比多增2534亿元。

截至7月底，财政部口径的7月新增专项债2997亿元，新增一般债768亿元；1-7月累计发行新增专项债16864亿元，新增一般债8669亿元，合计发行新增地方政府债25533亿元。与限额相比，新增一般债剩余发行额为631亿元，新增专项债剩余发行额为4636亿元，合计5267亿元。再结合财政部《财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见》中的要求，我们预计8-9月新增地方债月发行规模约为2600亿元，其中专项债月均发行2300亿元。在不考虑专项债继续扩容以及去年剩余额度的情况下，后续专项债对社融的支撑力度预计减弱。

图表5：下半年地方债发行量预计减少

累计值	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	2019限额	剩余发行额
单位：亿元									
总发行额	4180	7822	14067	16334	19377	28372	33932		
其中：									
新增地方政府债	3688	6962	11848	12941	14598	21768	25533	30800	5267
新增一般债	2276	3883	5187	5643	5998	7901	8669	9300	631
新增专项债	1412	3079	6661	7298	8600	13867	16864	21500	4636
置换债券和再融资债券	492	860	2219	3393	4779	6604	8399		
再融资一般债	359	677	1708	2574	3683	4958	5810		
再融资专项债	133	183	511	819	1096	1646	2589		
单位：%									
新增债占比	88	89	84	79	75	77	75		
置换债券和再融资债券占比	12	11	16	21	25	23	25		

资料来源：Wind，国盛证券研究所

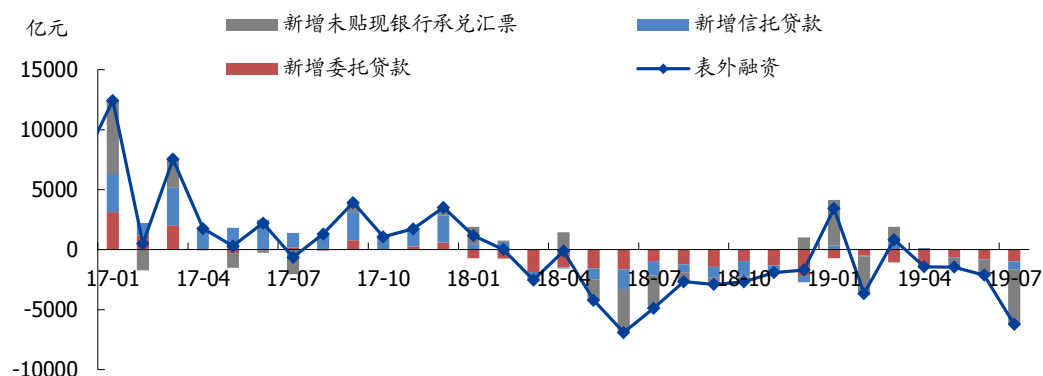
忧在于：债券的大幅增加未能抵挡住社融下滑，表内贷款和表外票据对社融拖累较大。剔除非银存款之后，7月社融中人民币贷款新增8086亿元，同比大幅减少4775亿元，原因不再赘述。表外融资中新增未贴现银行承兑汇票大幅减少4563亿元，同比多减1819亿元，一方面延续4月以来的表外转表内；另一方面受5月底以来中小银行流动性风险事件影响，部分财务公司和中小银行承兑汇票引致企业拒收，可能导致票据大幅下降，我们认为这大概率受短期因素影响而非长期趋势。另外，信托贷款减少676亿元，与近期房地产窗口指导升温，房地产项目余额管控下信托增量减少有关，预计该影响将持续拖累三季度非标融资表现。

综上所述，我们认为，7月社融总量下降的最大扰动因素在于表内信贷的回落和表外票据的减少，其中：表内部分主要受居民和企业短贷影响；表外部分也是短端的票据影响，整体以短融为主、中长端较稳，大概率受短期内银行风险偏好下降、企业贷款意愿降低等因素影响，持续性有待观察。

往后看，维持此前判断，下半年新增社融量将较上半年减少，但社融存量增速仍稳（有望稳在10.5%上方），具体来说：综合表内贷款的季节性特点和中小金融机构风险事件的影响，下半年表内信贷增量将较上半年减少；受制于房地产信托融资的收紧，下半年表外融资将维持弱势；前9个月地方债集中发行，在不考虑专项债继续扩容或者续发去

年额度的情况下四季度专项债发行量将显著减少。

图表 6: 7月表外票据减少成为社融降低的主拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

M1-M2 剪刀差连续 18 月为负，信用创造仍受限，积极财政将继续发力

7 月 M2 同比 8.1%，低于前值和去年同期 0.4 个百分点；M1 同比 3.1%，低于前值 1.3 个百分点。M1-M2 剪刀差自 2018 年 2 月以来连续 18 个月为负，负缺口连续两个月收窄后再度走阔。

存款结构基本符合季节性特点，即居民和企业存款减少，非银机构存款增加，财政存款适度增加；但其中企业存款减少额较去年大幅减少，属于季节性因素无法解释的部分。7 月新增居民存款-1032 亿元，同比少减 1900 亿元；新增企业存款-13900 亿元，同比大幅多减 7712 亿元，企业存款减少与 7 月中旬集中缴税但短融并没有释放足够资金有关，叠加中小银行承兑汇票引发拒收，企业现金流短期急剧恶化。7 月财政存款增加 8091 亿元，同比少增 1254 亿元，基本符合财政存款季初月增加季末月减少的特点。维持此前判断，预计随着积极财政政策的进一步落地，财政存款有望整体低于去年水平，同时为 M2 的增长释放活力。

图表 7: 1996 年以来，M1-M2 “剪刀差”为负的情形统计，当前已 18 个月连负

时间段	持续月份	M1-M2 剪刀差均值
1996 年 1 月-1997 年 5 月	17 个月	-9.0%
1997 年 10 月-1999 年 9 月	24 个月	-2.2%

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_10767

