

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

预计居民房贷下行趋势不会因降准而改变

2021年07月12日

- **预计居民房贷下行趋势不会因降准而改变。**5月信贷数据显示居民房贷的下行拐点再次出现,6月居民房贷同比少增1193亿元,进入新一轮下行周期。7月9日央行宣布全面降准,或打破过去几个月贷款疲弱的局面,但我们判断居民房贷的下行趋势不会因此改变,原因在于政策面依然以线下消费、服务业、中小企业为主要目标,且今年是新一轮房地产调控的开端,房地产贷款恰是这次政策的重点调控对象。
- **下半年紧信用局面有望松动。**6月社融存量同比为11%,较上月持平。新增社融规模同比多增2019亿元,结束了连续三个月的缩量。结构上看,主要是信贷形成支撑,下半年信贷表现将成为社融走势的决定因素。央行将于7月15日正式下调存款准备金,下半年紧信用局面有望松动。此外,6月表外融资规模的压降速度有所放缓,企业债发行明显改善,政府债在下半年有较大发挥空间。
- **企业存款同比多增,财政资金投放仍较收敛。**M1和M2增速剪刀差边际走阔,货币在实体经济中的活跃度有所下降。6月新增人民币存款上涨主要体现在企业端,直接原因是票据融资大幅增多。我们推测背后逻辑在于年初以来票据贴现成本持续下降,存在转为结构性存款的套利空间。6月财政存款新减4002亿元,即便与正常年份相比,财政放量仍然较为收敛。
- **实体融资需求仍未释放,关注未来通胀变化。**6月社融较M2增速剪刀差持续收窄,反映出实体融资需求仍未释放,但收窄幅度有所下降,传递改善信号。降准之后融资需求和经济动能有望进一步改善,未来通胀走势是研判政策导向的核心线索之一。我们认为下半年PPI或再现“双顶”形态,由于靠近年末翘尾因素会被抹平,届时PPI与货币政策的关系将由背离走向回归。若年内PPI第二个高点如期出现,将对政策制订和资产配置带来深远影响。此外,CPI目前仍较温和,密切关注后续猪价变化与消费复苏情况。
- **风险因素:**海外疫情持续恶化,货币政策超预期收紧等。



目录

一、居民房贷进入新一轮下行周期	3
二、下半年紧信用局面有望松动	4
三、企业存款同比多增，财政资金投放仍较收敛	5
四、下半年核心逻辑在于实现中国经济增长潜力	6
风险因素	7

图目录

图 1：6 月居民房贷连续出现同比少增，下行速度加快	3
图 2：居民房贷进入新一轮下行周期	3
图 3：企业短期融资需求上升，票据融资为主要来源	4
图 4：6 月居民短贷的环比增长高于往年	4
图 5：6 月新增人民币贷款是新增社融规模的最大拉动项	5
图 6：6 月表外融资规模压降速度有所放缓	5
图 7：M2 较 M1 增速剪刀差边际走阔	6
图 8：6 月新增人民币存款主要受企业存款拉动	6
图 9：票据贴现成本自年初以来持续下行	6

事件：

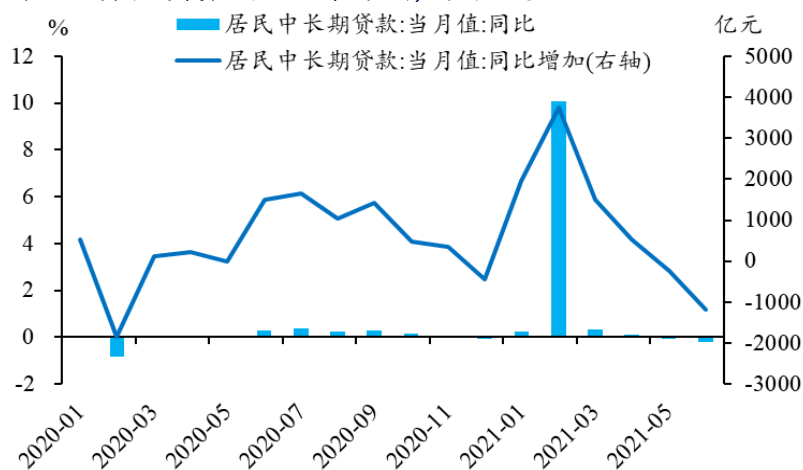
7月9日，央行公布6月金融数据：新增人民币贷款2.12万亿元，预期1.74万亿元，前值1.50万亿元。社会融资规模为3.67万亿元，前值1.92万亿元。M2同比增长8.60%，预期8.29%，前值8.30%。

一、预计居民房贷下行趋势不会因降准而改变

5月信贷数据显示居民房贷的下行拐点再次出现，6月数据印证了我们的观点，居民房贷进入新一轮下行周期。6月居民中长期贷款（主要是房贷）增加5156亿元，同比少增1193亿元，继5月后连续出现同比少增，下行速度加快。上一次居民房贷增速连续下行需追溯至2017年5月，彼时处于新一轮房地产调控周期，政策面首提“房住不炒”，力度明显升级，随后居民房贷增速进入长达14个月的连续下行周期。

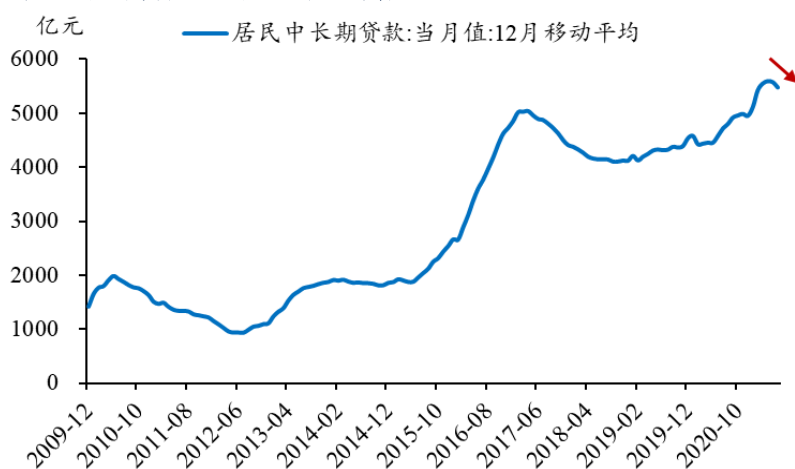
预计居民房贷下行趋势不会因降准而改变。7月9日央行宣布全面降准，火速落实国常会要求。过去几个月信贷增速明显下降，本次降准或打破当前贷款疲弱的局面。我们判断居民房贷的下行趋势不会因此而改变，原因在于结构性问题仍然是当务之急，线下消费、服务业、中小企业等环节恢复缓慢，大宗商品涨价加剧了下游企业的经营困难。政策面加大信贷对实体经济的支持力度时，将以上述领域为主要目标。此外，今年是新一轮房地产调控的开端，房地产贷款恰是这次政策的重点调控对象。

图 1：6月居民房贷连续出现同比少增，下行速度加快



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：居民房贷进入新一轮下行周期



资料来源：万得，信达证券研发中心

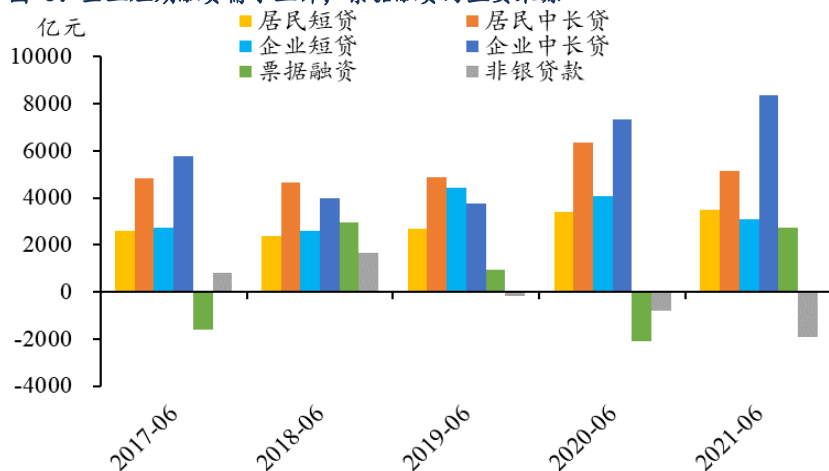
企业短期融资需求上升，票据融资为主要来源。总量上看，6月新增人民币贷款2.12万亿元，同比多增3100亿



元，大超预期，贷款需求显示出反弹迹象。结构上看，企业短期融资需求明显上升，其中票据融资同比多增 4851 亿元，是 6 月多增信贷的最大支撑项。企业中长期贷款同比多增 1019 亿元，企业投资信心持续修复。此外，非银贷款新减 1906 亿元，同比、环比均出现较大幅度下降。

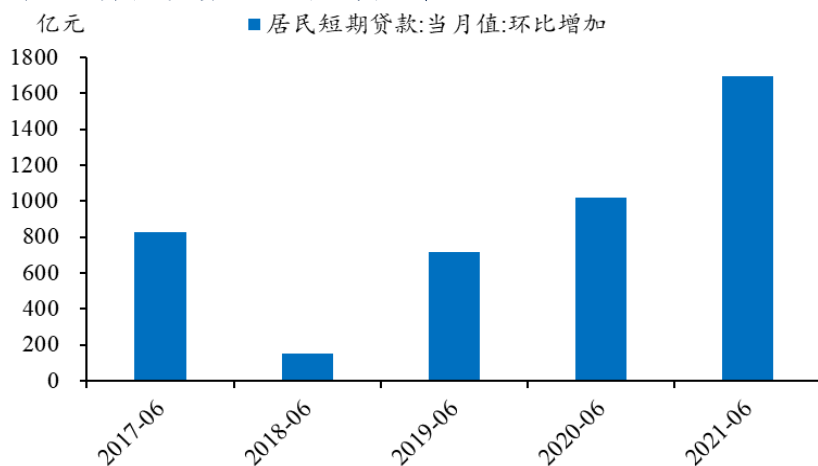
居民短贷延续多增局面，消费进一步回暖。居民短期贷款有较强的季节性，体现在每逢季末、年末新增居民短贷都会出现高峰。6 月居民短贷同比多增 100 亿元、延续多增局面，环比大幅多增 1694 亿元。尽管环比增长存在较大的季节性因素，但 6 月的环比增加幅度明显大于历史同期水平，显示出居民消费在加速恢复。

图 3：企业短期融资需求上升，票据融资为主要来源



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：6 月居民短贷的环比增长高于往年



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、下半年紧信用局面有望松动

下半年紧信用局面有望松动。6 月社融存量同比为 11%，较上月持平。6 月新增社融规模同比多增 2019 亿元，结束了连续三个月的缩量。结构上看，主要是社融口径下信贷数据同比大幅多增 4131 亿元，起到了较大的支撑作用。信贷表现是下半年社融走势的决定因素，我们 5 月 23 日报告最早提出快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口，如今央行超出市场预期宣布全面降准，下半年紧信用局面有望松动。

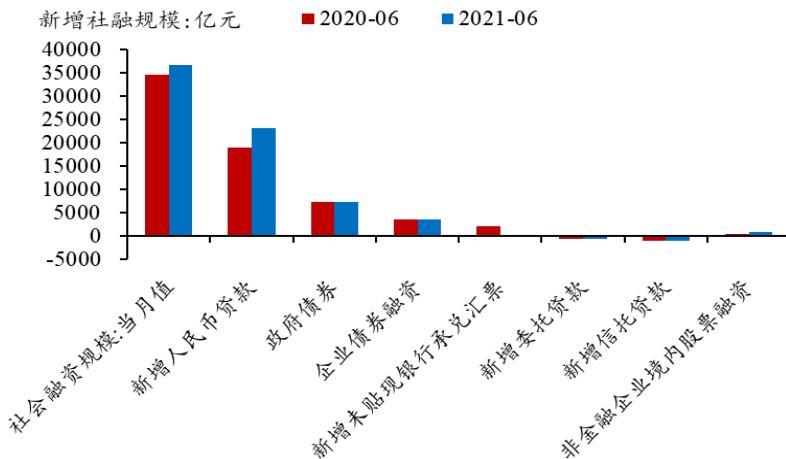
表外融资规模的压降速度有所放缓。6 月新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项之和同比多减 1740 亿元，表外融资规模仍旧呈现压降趋势，但幅度有所减小，环比收窄 889 亿元。

企业债发行明显改善，政府债在下半年有较大发挥空间。6 月企业债融资规模 3702 亿元，同比多增 16 亿元，较



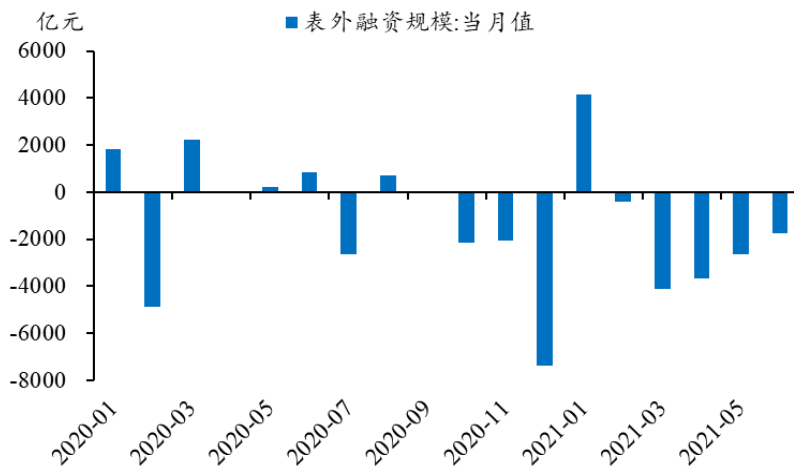
上月明显改善。6月政府债融资规模7475亿元，达到年内最高水平，同比多增25亿元。由于近期中国经济动能边际放缓，为应对下半年经济稳增长压力，财政政策有进一步发力的必要，预计政府债融资规模仍有增长空间。

图 5：6月新增人民币贷款是新增社融规模的最大拉动项



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：6月表外融资规模压降速度有所放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

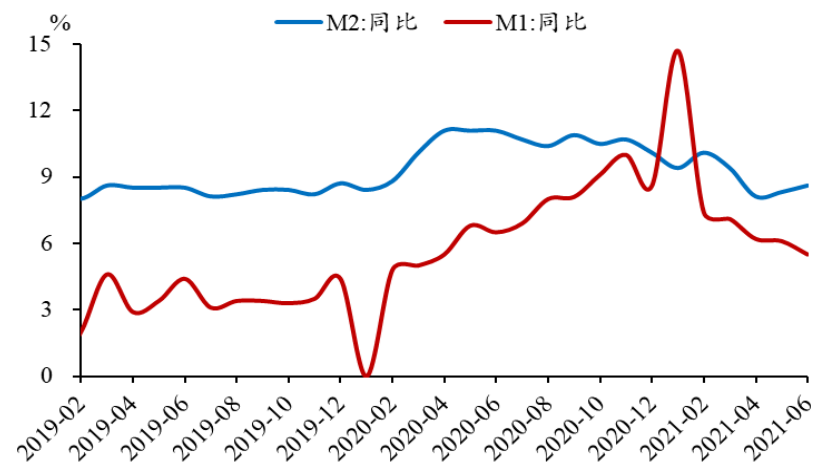
三、企业存款同比多增，财政资金投放仍较收敛

M2 同比涨幅扩大，较 M1 增速剪刀差边际走阔。6月 M2 同比增速 8.6%，较上月扩大 0.3 个百分点。M1 同比增速 5.5%，较上月收窄 0.6 个百分点，M2 较 M1 增速剪刀差边际走阔，货币在实体经济中的活跃度有所下降。

票据贴现成本持续下行，企业存款同比多增。6月新增企业存款 2.47 万亿元，同比多增 1.03 万亿元，是 6 月新增人民币存款上行的最主要因素。直接原因是 6 月企业短期融资得到了有力支持，票据融资大幅增多，而票据贴现成本自年初以来持续下行，国股银票 3 月期的转贴现利率中枢由 2 月份的 3.52% 下沉至 6 月份的 2.58%，存在转化为结构性存款的套利空间。6 月新增居民户存款 2.23 万亿元，同比多增 551 亿元，涨幅较小。6 月非银存款新减 2898 亿元，银行理财、券商投资产品等资金再度回流居民企业账户。6 月财政存款新减 4002 亿元，除开去年财政资金大幅放量基数较高，与正常年份相比，今年 6 月财政资金投放仍然较为收敛。

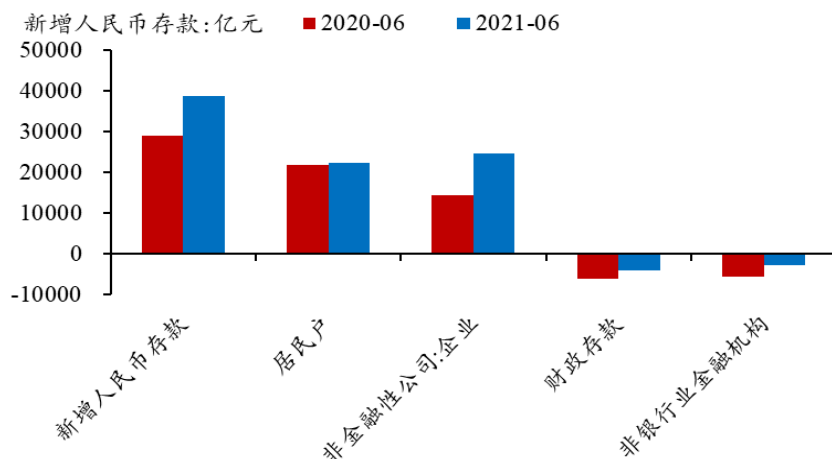


图 7: M2 较 M1 增速剪刀差边际走阔



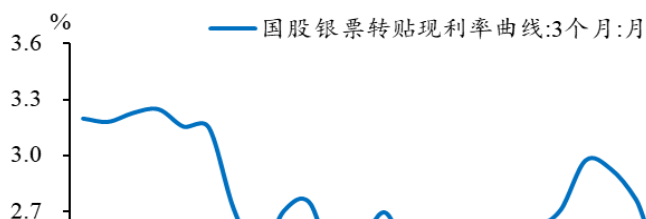
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 6 月新增人民币存款主要受企业存款拉动



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 票据贴现成本自年初以来持续下行



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_20655

