

社融下滑超预期，亟待政策发力 ——7月金融数据点评

作者

潘宇昕

分析师

SAC 执业证书：S0380521010004

联系电话：0755-82830333

邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告

社融收敛放缓，表内融资高增：6月金融数据点评-潘宇昕-0714

◆ **事件：**央行公布7月金融数据，新增社会融资规模1.06万亿元，前值3.67万亿元；新增人民币贷款0.84万亿元，前值2.12万亿元；M2同比8.3%，前值8.6%。

◆ **核心观点：**

社融略显疲软。7月新增社会融资规模1.06万亿元，略低于市场预期。存量社融增速为10.7%，较6月下行0.3个百分点。贷款、政府债券及表外融资均收缩。但是我们对于后续的社融增速并不是很悲观，当前宏观杠杆率对信用扩张的制约明显减弱，7月的数据可能受疫情反弹、洪涝灾害等短期因素扰动，实体经济融资需求的真实情况还需要观察未来几个月的数据。

实体长贷首度负增、居民户贷款收缩加速、票据融资延续改善、表外融资稳步压降。金融机构新增人民币贷款1.08万亿元，同比多增873亿元，表现尚可，但是结构不佳，其中企业中长期贷款新增同比多减1000亿，为去年2月以来首度负增，居民中长期贷款新增同比少增2093亿元，连续三个月负增，且跌幅不断扩大，指向本轮房地产调控效果明显。票据融资同比多增2792亿，主要由于银行增加票据以冲抵信贷额度以及利率较低导致。

企业债券融资改善，政府债券融资偏低。在债券市场表现较强的情况下，企业债券净融资2,959亿元，同比多增601亿元。政府债券净融资1820亿元，较6月减少5700亿元，同比多减3600亿元，主要是由于国债到期偿还规模较大，而专项债发行尚且没有进一步提速。730政治局会议督促下半年财政进度加速，未来几个月政府债券融资应该会加速。

M1-M2剪刀差走阔。M2增速8.3%，下降0.3个百分点，M1增速4.9%，下降0.6个百分点。从M2的存款构成来看，居民存款和非银存款偏弱。财政存款同比多增1100亿元，对M2形成了一定拖累。M1下降较多，或与地产调控收紧、房贷额度收紧以及地产销售走弱有关。

◆ **流动性判断：**

货币财政均可期，下半年社融不必过度悲观。7月社融数据整体略显悲观，特别是企业中长期贷款收缩明显，但由于短期扰动因素的存在，融资需求的真实情况还有待未来几个月的数据验证。但比较明确的是政策对信用扩张的态度转暖，一方面，730政治局会议督促下半年财政进度加速，另一方面，二季度货币政策执行报告明确7月的全面降准是货币政策力度回归常态后的常规操作，目的是优化金融机构的资金结构，保持流动性合理充裕，通过金融机构传导降低社会综合融资成本，在下半年资金缺口较大，工业品价格处于高位的背景下，类似的“常规操作”仍有可能发生，社融增速或在四季度企稳。

风险提示：通胀超预期、经济增长不及预期、海外货币政策收紧过快



正文目录

一、社融收敛放缓.....	3
二、表内融资是主要支撑.....	4
三、表外融资稳定收缩.....	4
三、债券融资改善.....	5
四、M1 下降、M2 企稳回升.....	5
五、流动性判断	6
六、风险提示	6

图表目录

图 1 社会融资规模存量:同比 (%)	3
图 2 新增社会融资规模:当月值 (千亿元)	3
图 3 实体经济部门杠杆率 (%)	3
图 4 新增社会融资规模:当月值: 同比多增 (亿元)	3
图 5 新增人民币贷款:当月值 (亿元)	4
图 6 新增人民币贷款:当月值: 同比多增 (亿元)	4
图 7 表外融资规模: 同比多增 (亿元)	5
图 8 政府债券净融资额 (亿元)	5
图 9 货币增速 (%)	6
图 10 金融机构新增人民币存款 (亿元)	6

一、社融略显疲软

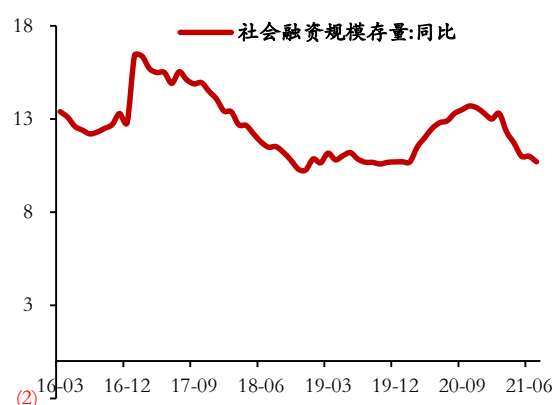
7月新增社会融资规模1.06万亿元，同比多减0.6万亿，较2019年同期多减0.2万亿，整体略低于市场预期。在增量减少的影响下，存量社融增速为10.7%，较6月下行0.3个百分点。分结构来看，新增人民币贷款在基数并不高的情况下同比少增1830亿，政府债券同比环比均显著收缩，对社融的拖累依旧明显；表外融资延续稳定收缩态势。

但是我们对于后续的社融增速并不是很悲观。

首先，当前宏观杠杆率对信用扩张的制约明显减弱。6月末宏观杠杆率较去年年末下降4.7个百分点，保持宏观杠杆率基本稳定取得显著成效。今年名义GDP预计在12%-13%（wind一致预期GDP增速8.6%，假设平减指数与上半年3.85%持平），可以支持一定的债务增速，也就是社融增速。目前社融增速10.7%，货币政策的中介目标是“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，目前看来，政策驱动社融进一步收敛的必要性不强。

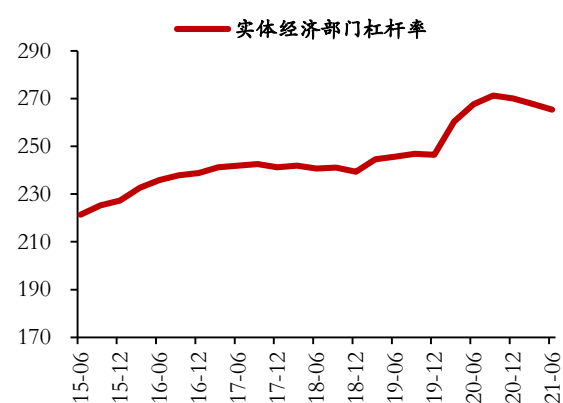
其次，7月的社融数据，特别是企业中长期贷款，可能受疫情反弹、洪涝灾害等短期扰动因素表现不佳，实体经济融资需求的真实情况还需要观察未来几个月的情況。

图1 社会融资规模存量:同比 (%)



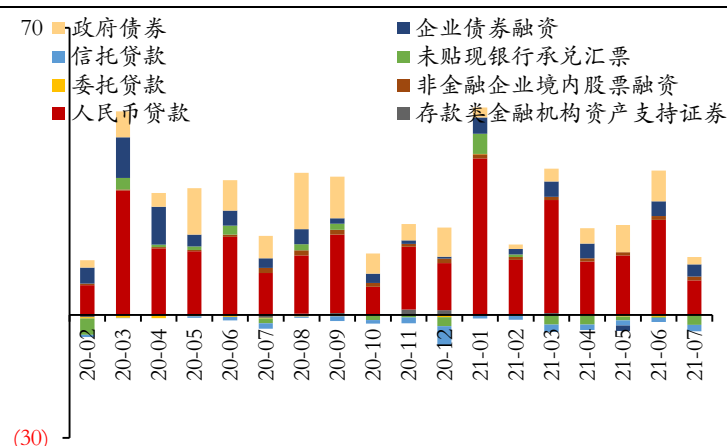
资料来源：Wind、万和证券研究所

图3 实体经济部门杠杆率 (%)



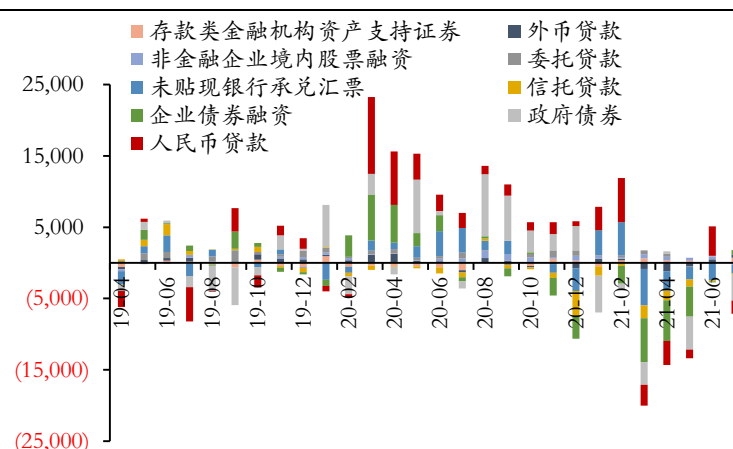
资料来源：Wind、万和证券研究所

图2 新增社会融资规模:当月值 (千亿元)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图4 新增社会融资规模:当月值: 同比多增 (亿元)



资料来源：Wind、万和证券研究所

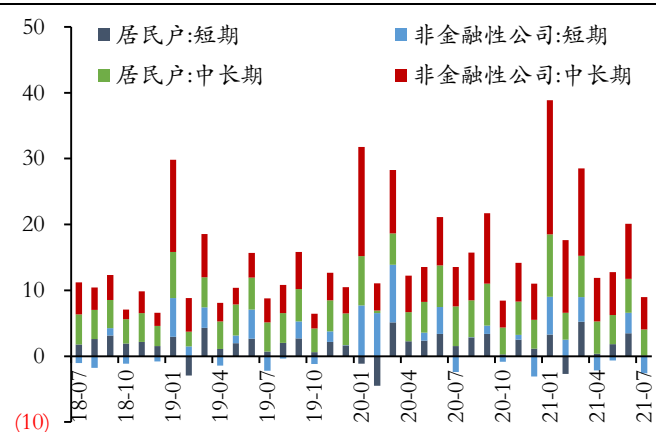
二、票据融资是主要支撑

实体长贷首度负增。7月金融机构新增人民币贷款1.08万亿元，同比多增873亿元，表现尚可，但是结构不佳。企业中长期贷款新增5000亿，同比多减1000亿，为去年2月疫情爆发以来首度负增，一方面或由于上半年实体长贷需求释放较多，下半年随着经济逐渐回归正常，实体融资需求有所下降，另一方面也是由于江苏等经济大省疫情出现反弹，疫情防控措施短期有所升级，中部地区洪涝灾害对制造业的资本开支计划也有所影响。

居民户贷款收缩加速。7月居民中长期贷款新增3974亿元，同比少增2093亿元，已连续三个月呈收缩趋势，且跌幅不断扩大，显示出本轮房地产调控效果比较明显。居民短期贷款新增85亿元，环比多减3400亿元，主要是由于6月电商消费活动带动贷款前置所致，不过即便和6月短贷作平均后，居民短期贷款同比下降仍然比较明显，主要是由于严查经营贷入房市的影响。

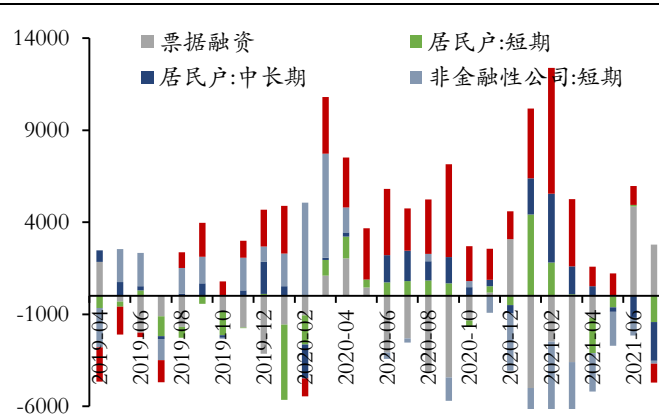
票据融资延续改善。7月新增1800亿，同比多增2792亿，是表内融资主要的支撑力，或由于当前涉房贷款投放限制较多，银行增加票据资产配置以冲抵信贷额度，侧面显示出银行表内信贷额度还是比较宽松的，另外也是由于近两月个利率较低，所以贴现票据较多，表外票据连续负增有所印证。

图5 新增人民币贷款:当月值(亿元)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图6 新增人民币贷款:当月值: 同比多增(亿元)

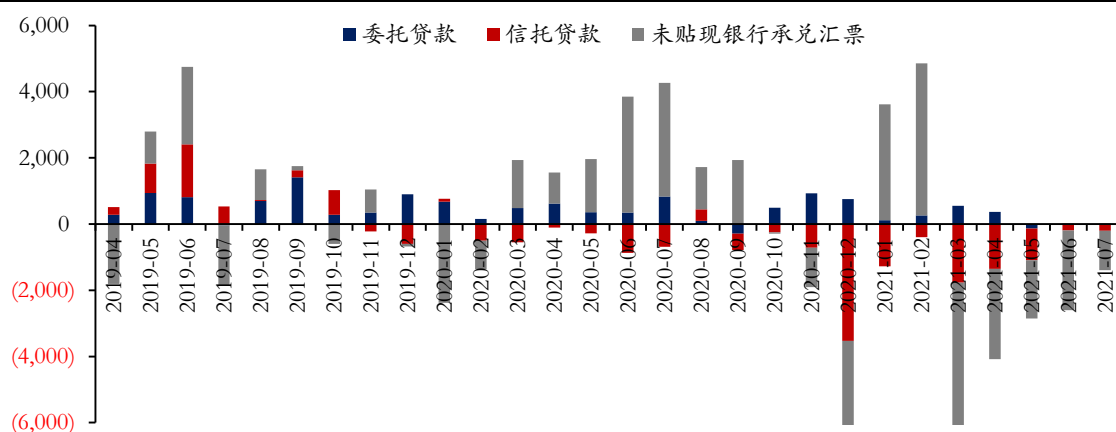


资料来源: Wind、万和证券研究所

三、表外融资稳定收缩

表外融资在政策的持续监管下继续压降，7月信托贷款减少1570亿元，环比较6月份大幅多减，在到期规模较6月下降的基础上信托贷款减少主要是由于发行规模的下降。委托贷款减少151亿元，同比环比变化不大。未贴现银行承兑汇票减少2300亿，同比少减1200亿，主要由于票据利率较低，贴现规模较大导致。

图7 表外融资规模：同比多增（亿元）

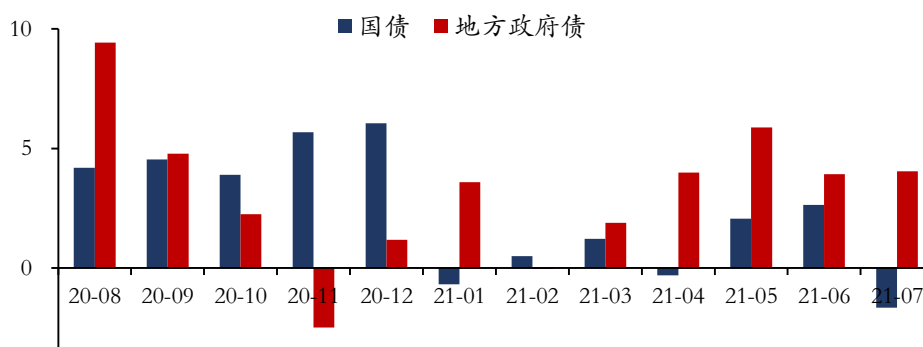


资料来源：Wind、万和证券研究所

三、债券融资改善

企业债券融资改善，政府债券融资偏低。在债券市场表现较强的情况下，企业债券净融资2,959亿元，同比多增601亿元。政府债券净融资1820亿元，较6月减少5700亿元，同比多减3600亿元，主要是由于国债到期偿还规模较大，导致净融资为负，而专项债发行尚且没有进一步提速。不过730政治局会议督促下半年财政进度加速，会议指出“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。二季度货币政策执行报告也指出要“加强对财政收支、政府债券发行的监测分析”，表明货币当局也在注意着政府债券的动向。未来几个月政府债券融资应该会加速。

图8 政府债券净融资额（亿元）



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_25029

