

多因素共振使得需求端活跃度下降

——7月金融数据点评

2021年8月12日

固定收益

点评报告

分析师

贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521070009

事件：

2021年8月11日，央行发布中国7月金融数据：

新增人民币贷款 1.08 万亿元，前值 2.12 万亿元，同比多增 905 亿元；社融规模存量为 302.49 万亿元，同比增 10.7%；社融规模增量 1.06 万亿元，前值 3.67 万亿元，同比少增 6362 亿元；7月 M2 同比增长 8.3%，前值 8.6%，M1 货币供应同比 4.9%，前值 5.5%，M0 货币供应同比 6.1%，前值 6.2%。

观点：

7月的数据印证了我们之前对于社融存量同比走平与向好是不可持续的判断。经济动能偏弱有迹可循且不确定性事件发生进一步加大了下行压力：政府债券发行进度持续滞后，前期财政发力远不及预期，政府降杠杆、严地产监管、控基建投资；极端天气频发，疫情反复均显著影响经济修复进度；海外复杂严峻的形势下出口也有所放缓，多因素共振使得需求端活跃度下降。此次社融的不及预期一定程度上解释了此前管理层对于经济悲观方面的提示与7月突然的全面降准，充分体现出今年在政策上最为强调的精准与前瞻性。但信贷结构仍在恶化说明此前全面降准对于实体经济融资需求的传导并不十分顺畅，后续市场信心的恢复可能还是要看到基本面的起色与政策的全面发力，政治局会议与二季度货币政策执行报告均传达出着重跨周期调节的讯息，但目前来看各方压力与三季度高基数效应下短期内恐难有明显好转，后续节制性货币宽松的开启与财政强发力下政府债券供给的回升或对社融磨底形成一定催化作用。

一、信贷略不及市场预期，居民部门新增下滑严重，企业部门信贷结构恶化，监管效果开始明显呈现

7月新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比多增 905 亿元，略不及市场预期。7月末人民币贷款余额 186.58 万亿元，同比增长 12.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.7%。短贷和票据融资多增（+1211 亿），中长期贷款同比少增（-3124 亿）。中长期贷款占比同比有所降低，票据融资高增和非银冲量意味着实体融资需求回落，信贷结构有所恶化。

居民部门信贷增加 4059 亿元，同比大幅少增 3519 亿元。其中短期贷款增加 85 亿元，同比少增 1425 亿元，反映居民消费意愿弱，疫情反复、居民收入增长有限明显抑制了消费释放；中长期贷款增加 3974 亿元，同比大幅少增 2093 亿元，为 2016 年以来的最低值。地产领域的严监管与房贷利率上行终于在地产销售方面形成了影响。房地产调控力度不减，居民中长期贷款后续或继续走弱。

企业部门贷款增加 4334 亿元，同比多增 1689 亿元。其中，短期贷款减少 2577 亿元，同比少增 156 亿元，票据融资增加 1771 亿元，同比多增 2792 亿元，中长期贷款增加 4937 亿元，同比少增 1031 亿元。企业部门中长期贷款占比下滑明显。企业融资需求的明显回落源于两个方面：一方面是地产与城投领域持续加强的监管直接抑制了需求，另一方面则是 PPI 与 CPI 剪刀差走阔，上游大宗商品持续处在高位而无法向 CPI 进行合理传导，企业利润承压，扩产与补库的需求相应回落。

二、社融不及市场预期，各分项均不强，政府债券与未贴现的承兑汇票是主要拖累项

7月社会融资规模增量为 1.06 万亿元，比上年同期少增 6362 万亿元，6月末社会融资规模存量为 302.49 万亿元，同比增长 10.7%，增速较上月下降 0.3%。各分项均不强，主因非标延续压降态势，政府债券净融资同比大幅减少。

直接融资 7月增加 3897 亿元，同比多增 324 亿元，其中企业债券净融资 2959 亿元，同比多增 601 亿元，

股权融资 938 亿元，同比少增 277 亿元。城投监管继续收紧，降杠杆化解隐性债务的趋势下后续信用债融资环境仍不容乐观。7 月政府债券净融资 1820 亿元，同比少增 3639 亿元，主要受本月大额国债到期影响。730 政治局会议传递了积极的财政政策信号，预计将对后续政府债券净融资形成支撑，债券供给方面或有所恢复。

7 月非标融资继续压降 4038 亿元，同比多减 1389 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票多减 2316 亿元，同比多减 1186 亿元，信托贷款减少 1571 亿元，同比多减 204 亿元，委托贷款减少 151 亿元，同比少减 1 亿元。“两压一降”力度不减，年内委托贷款及信托贷款都将面临持续的压力，未贴现的银行承兑汇票大幅多减，主要由于企业贴现意愿增强形成的消耗，票据融资表内强表外弱再次印证了需求端企业意愿的回落。

三、M2 与 M1 剪刀差继续扩大意味着企业活动需求回落明显，非银与居民存款是主要拖累项

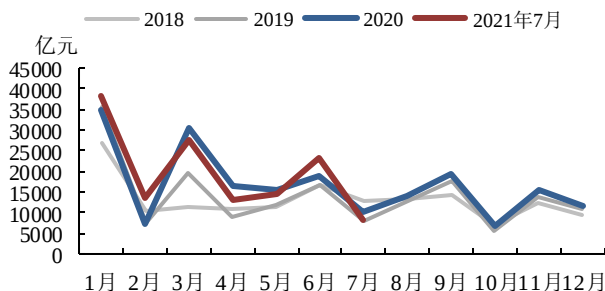
7 月末 M1 同比增长 4.9%，较前值回落 0.6%，M2 余额为 230.22 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末回落 0.3%，比上年同期回落 2.4%，M2 与 M1 剪刀差有所扩大。M0 增速同比为 6.1%。7 月居民存款减少 1.36 万亿元，同比多减 6405 亿元，非金融企业存款减少 1.31 万亿元，同比少减 2400 亿元，企业和居民存款均不强，或因季度初期居民和企业存款流入理财和基金叠加税期影响，同时当月非银存款增加 9576 亿元，也同比少增 8424 亿元。财政存款增加 6008 亿元，同比多增 1136 亿元，主因财政政策克制的明显，支出慢。

图 1：中长期信贷占比回落



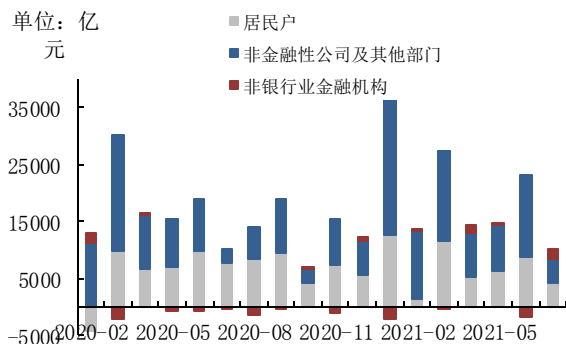
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 2：新增人民币贷款 7 月同比不及市场预期



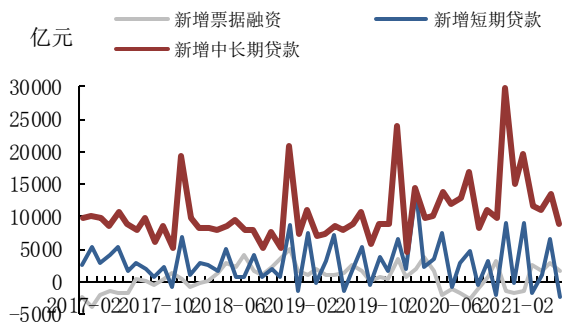
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 3：居民及企业部门新增贷款均弱



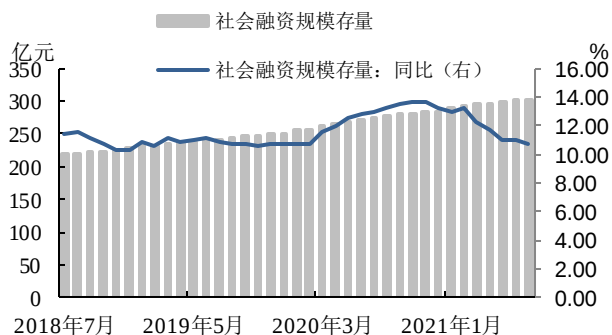
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 4：7 月票据融资冲量，短贷与中长贷均明显下行



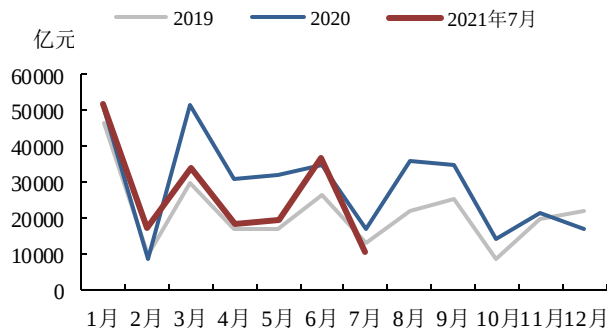
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 5：社融存量同比继续下行，不及市场预期



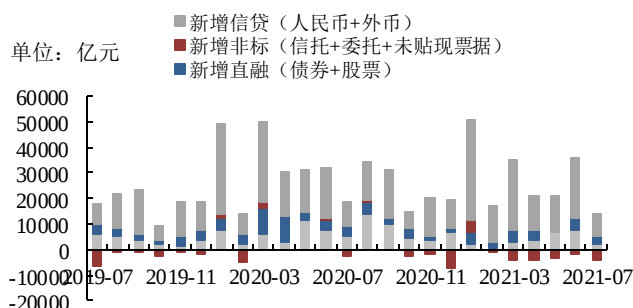
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 6：新增社融不及预期，比上年同期少 6362 亿元



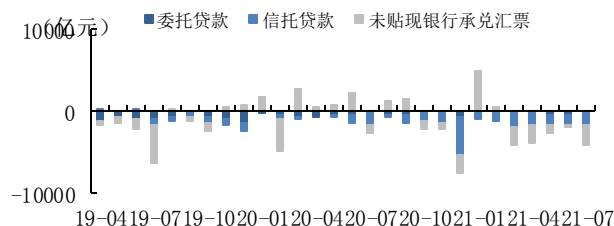
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 7：社融不及预期，各分项均不强



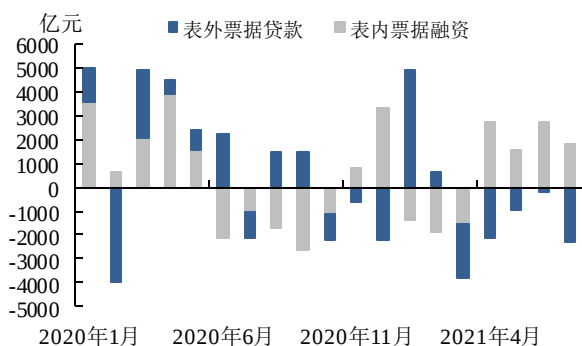
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 8：7 月未贴现银行承兑汇票缩减是非标缩减的主要方面



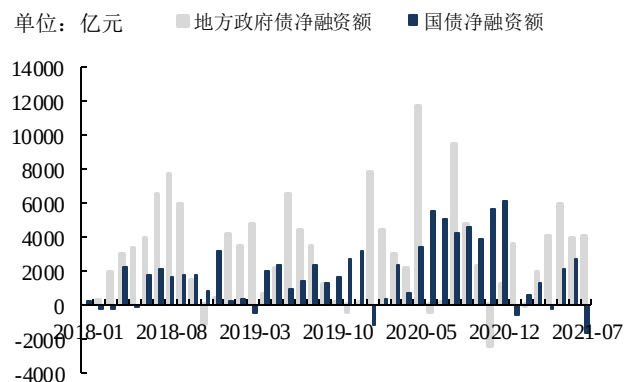
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 9：表内强、表外弱意味着企业融资需求偏弱



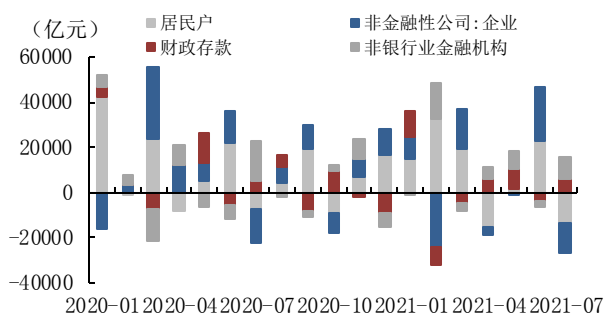
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 10：7 月国债到期量过大影响到了政府债券净融资



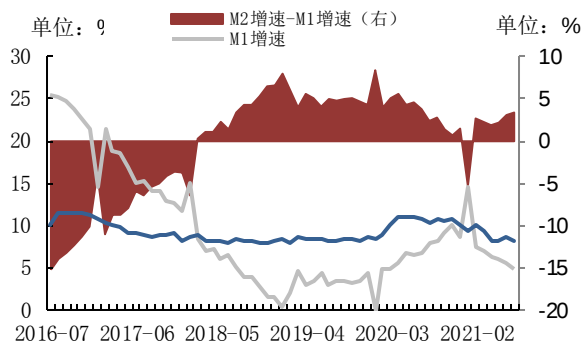
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 11：企业存款、居民存款、非银存款均减少



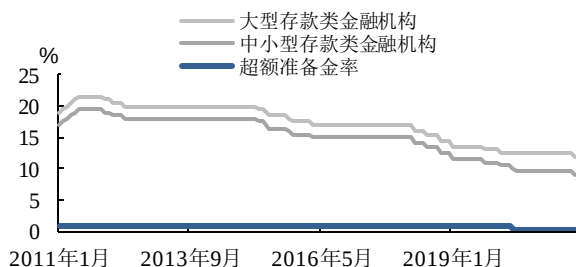
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 12：M1 与 M2 剪刀差有所扩大



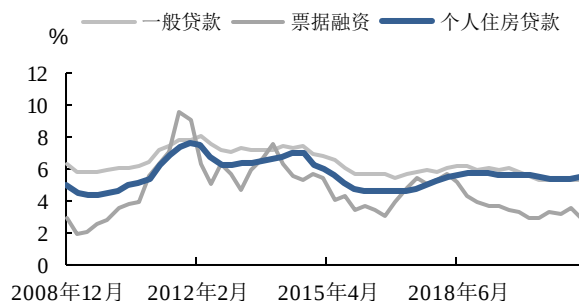
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 13：准备金率 7 月下调一次



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 14：上半年金融机构贷款加权平均利率



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

风险提示：经济修复不及预期；政策不及预期

分析师简介

分析师：贾清琳

金融本硕，2019年7月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重信用债策略及转债方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_25049

