

信贷需求全面回落，债市调整渐行渐近

—7月金融数据点评

核心摘要

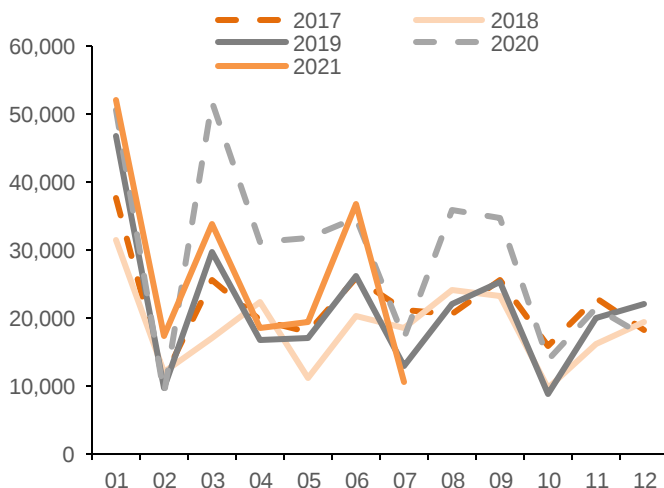
- **新增社融超季节性回落，信贷需求全面回落。**7月社融同比少增6328亿元，明显超季节性回落，存量社融增速10.7%，较上月进一步回落0.3个百分点。分项中，仅有外币贷款和债券融资同比少量多增，委托贷款较去年基本持平，其余分项均同比少增，其中，政府融资和新增信贷主要拖累项。具体而言，债券融资多增是去年同期低基数原因，并非融资成本回落所致，与企业中长期贷款同比少增，所反映出的企业融资需求回落一致。受房贷利率上调、限购政策升级的影响，居民贷款同比少增3519亿元，幅度进一步走扩。整体来看，7月实体经济信贷需求全面回落，新增短贷+票据的同比新增量，减去中长期贷款的同比新增量，自年初以来进一步走扩，指向信贷结构进一步走弱。
- **企业存款连续两月同比回升，居民存款超季节回落，侧面说明经济动能放缓。**7月企业存款同比多增2400亿元，已经连续两月多增，或说明企业缺少可投资项目，存在资金闲置。新增居民存款超季节性回落，并非完全受按揭贷款额度收紧影响，6月居民人均可支配收入增速走弱，限额以下消费增速回落，均指向居民存款减少或与收入增速放缓更相关，“保民生”政策底线面临挑战的情况下，“730”政治局会议提出，财政政策要在今年底，明年初形成实物工作量，我们认为大概率节奏可能是：三季度地方债供给放量，四季度基建投资增速温和上行，明年年初继续发力。
- **债市短期调整渐行渐近，但长期向好的方向不变。**短期来看，基本面走弱后的第一阶段行情已近尾声，未来操作难度、调整概率将逐渐增加。以往三轮下行后的首次调整经验看，短端率先于长端调整，本轮调整或分三个阶段展开：1) 信贷增速回落对冲供给压力，资金面整体平稳偏松；2) “结构性紧信用”政策放缓，叠加供给压力，短端调整；3) 9-10月基建在入冬前形成“年底实物工作量”，带动经济数据向好和长端利率调整。长期来看，库存指标进入下行通道，货币政策也将沿着宽松的方向演绎，因此短期的调整不必过于惊慌，反而是在“倒车接人”。
- **风险提示：1) 政策发生重大转向；2) 7月经济数据不及预期；3) 资金面持续宽松。**

事件：央行 8 月 11 日公布 7 月金融数据：新增社会融资规模 10600 亿元，市场预期 15200 亿元，前值 36689 亿元；新增人民币贷款（金融机构口径）10800 亿元，市场预期 10920 亿元，前值 21200 亿元。货币供给方面，M2 同比 8.3%，市场预期 8.7%，前值 8.6%；M1 同比 4.9%，前值 5.5%。

■ 新增社融超季节性回落，信贷需求全面回落

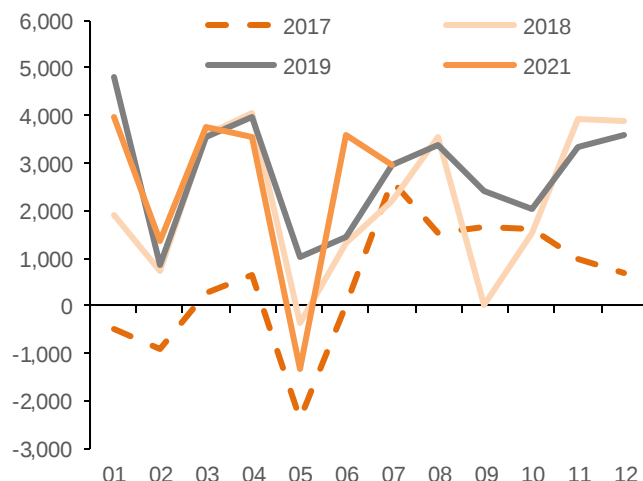
7 月社融同比大幅少增 6328 亿元，分项中仅有外币贷款和债券融资同比少量多增，委托贷款较去年基本持平，其余分项均同比少增，其中，政府融资和新增信贷主要拖累项。7 月新增社融 1.06 万亿，明显超季节性回落(图表 1)，存量社融增速 10.7%，较上月进一步回落 0.3 个百分点。此前，根据 7 月不断下行的同业存单发行利率，以及月末“一票难求”的票据市场，市场已经对 7 月社融走弱有所预期，但实际数据却更低于预期。具体而言，分项中仅有外币贷款和债券融资是同比多增的，债券融资同比多增 601 亿元，主要与去年同期的低基数（同比少增 586 亿元）有关，而 7 月降准行情带动的融资成本回落（7 月 AAA 评级 3 年、5 年中票分别回落 33BP 和 29BP），并未对企业债券融资起到提振效果，新增企业债券融资环比少增 611 亿元，同样也不符合季节性规律（图表 2），这一方面或与地方平台融资政策收紧有关，另一方面也与企业融资需求回落有关。7 月社融的主要拖累项是政府融资：同比少增 3639 亿元，以及新增信贷：同比少增 1830 亿元。

图表 1 7 月新增社融超季节性回落（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

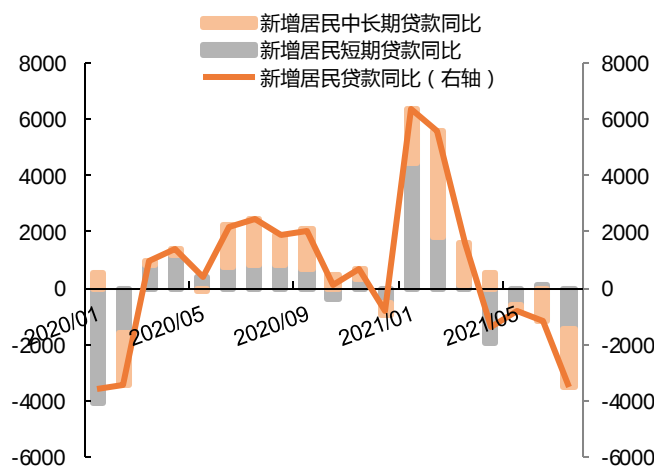
图表 2 7 月新增信用债融资走弱不符合季节性规律（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

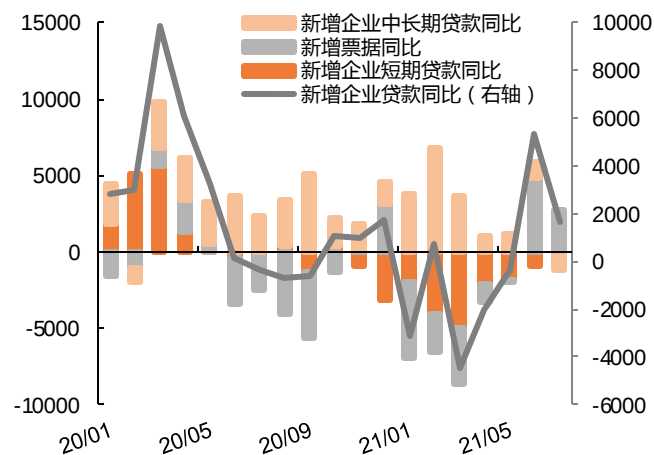
实体经济信贷需求全面回落：居民贷款同比少增幅度进一步走扩，企业中长期贷款出现自去年 3 月以来的首度少增。7 月新增居民贷款 4059 亿元，同比少增 3519 亿元，其中短期贷款少增 1425 亿元，中长期贷款少增 2093 亿元，同比回落幅度进一步走扩（图表 3）。居民贷款走弱主要还是与房地产销售走弱有关：一方面，6 月个人住房贷款利率 5.42%，较 3 月末进一步上行 5BP；另一方面，多个热点城市进一步加码限购政策，抑制购房需求。企业方面，新增贷款 4334 亿元，受去年低基数影响，同比多增 1689 亿元，同比多增的部分主要来源于短期贷款，尤其是票据同比多增 2792 亿元，而企业中长期贷款则出现了自去年 3 月以来的首次同比少增（图表 4），这与近期针对房地产、地方政府的“结构性紧信用”政策进一步升级有关，此外，经济动能进一步走弱，企业自发的也会降低对中长期信贷的需求，7 月 BCI 企业投资潜在指数环比大幅回落 3.69，自 4 月以来的回落趋势基本确立，同时也意味着企业中长期贷款增速回落的方向确立（图表 5）。整体来看，7 月实体经济信贷需求全面回落，新增短贷+票据的同比新增量，减去中长期贷款的同比新增量，自年初以来进一步走扩（图表 6），指向信贷结构进一步走弱。

图表3 新增居民贷款同比负增进一步加剧（亿元）



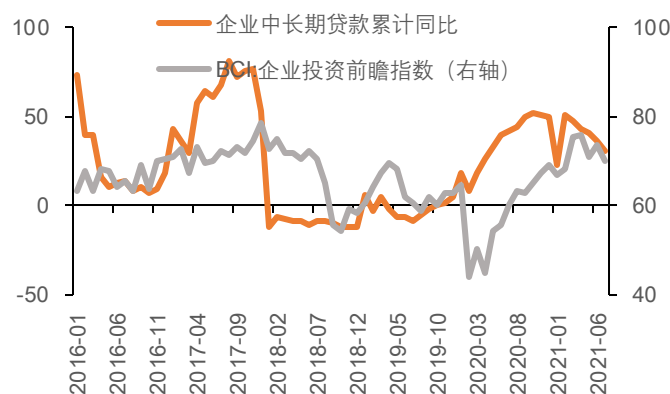
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 去年3月以来新增企业中长期贷款首度同比负增（亿元）



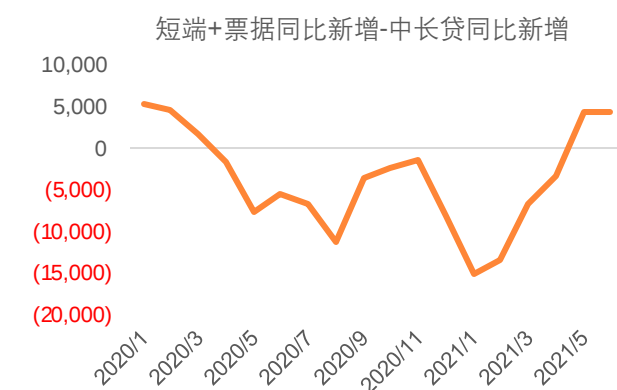
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 投资前瞻指数回落，企业中长期贷款回落（%）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 信贷结构自年初以来进一步走弱（亿元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 企业存款连续两月同比回升，居民存款超季节回落，侧面说明经济动能放缓

7月企业存款同比多增2400亿元，已经连续两月多增，或说明企业缺少可投资项目，资金存在闲置。新增居民存款超季节性回落，可能与收入增速放缓有关，这对“保民生”的政策底线提出了挑战，因此730政治局会议强调财政政策要在今年底，明年初形成实物工作量，我们认为一个合理的路径是：三季度地方债供给放量，四季度基建投资增速上行。7月是信贷小月，对应的同样是存款小月，由于7月信贷偏弱，对存款的派生效果有限，因此7月M2同比增速8.3%，较上月回落0.3个百分点。分项看，我们察觉到了一些经济走弱的证据：

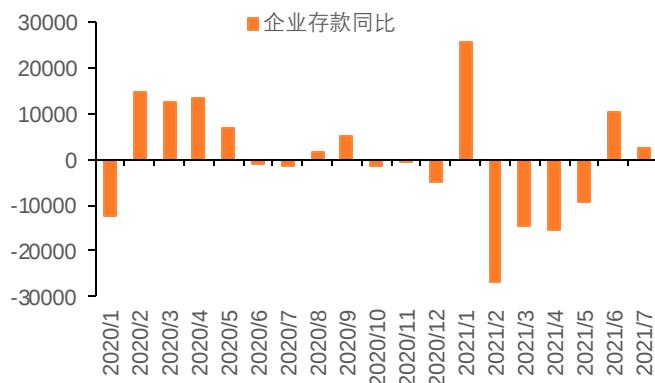
首先，企业存款同比多增2400亿元，连续两个月保持多增，一定程度上说明了企业经营活动放缓。自去年6月经济修复以来多数月份均为负增(图表7)，说明企业资金使用效率高，仅有个别月份和2021年1月春节影响下，新增企业存款同比是正增。

其次，新增居民存款超季节性回落(图表8)，并不是因为按揭贷款额度收紧，居民用存款买房，而是大概是反映了居民收入承压。7月居民贷款同比少增3519亿元，而存款同比少增6405亿元，结合30大中城市商品房销售面积两年复合增速由6月4.1%进一步回落至7月的3.4%，说明居民存款少增并不是用于购房。我们认为一个比较合理的解释是，居民可支配收入有可能进一步回落：6月居民可支配收入累计同比增速11.4%，较3月回落0.8个百分点，受此

影响，6月限额以下企业消费同比增速由11.93%回落至11.15%，而限额以上则是由12.7%上行至13.2%，由于限额以下消费占社零的60%，因此它的回落拖累社零由12.4%回落至12.11%。

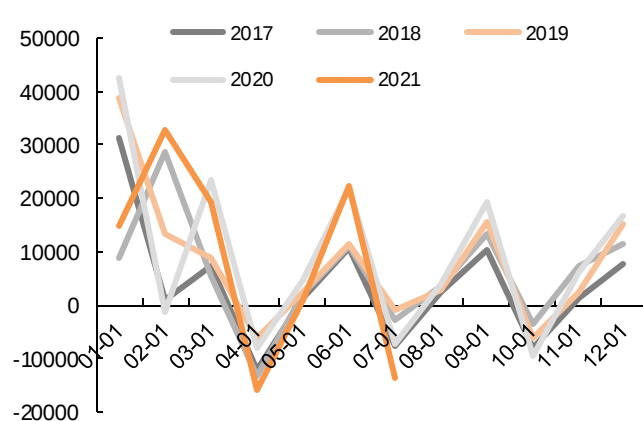
向后看，8月以来疫情防控升级，对服务业等劳动性密集行业产生一定影响，居民可支配收入增速或进一步回落，尤其是对一些本不富裕的家庭来说，消耗存款的情况可能会继续存在，对“保民生”的政策底线提出了挑战，因此730政治局会议才会提出财政政策要在“今年底明年初形成实物工作量”，我们认为大概率的节奏可能是：三季度地方债供给放量，四季度基建投资增速温和上行，明年年初继续发力。假设今年基建投资增速与去年持平，则今年四季度基建投资增速29.13%，较三季度上升1.3个百分点。

图表7 企业存款同比连续两月多增（亿元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 7月新增居民存款超季节性回落（亿元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 债市短期调整渐行渐近，但长期向好的方向不变

短期来看，基本面走弱后的第一阶段行情已近尾声，未来操作难度、调整概率将逐渐增加。在8月月报中，我们将今年3月以来的行情与2011年四季度、2014年上半年、2018年上半年对标，其共同特征是：在央行首次降准确认经济走弱前，受经济放缓预期、信贷需求回落的影响，收益率已经自发回落，这段“小债牛”行情主要是围绕基本面及对基本面预期展开的，从过往三轮行情的持续时间和幅度来看，本轮行情或已近尾声（图表9），尤其是在8-9月新增政府债供给规模均在1万亿左右的情形下，后续无论是操作难度，还是调整的概率都在上升。

图表9 从持续时间和下行幅度来看，首次降准前，交易基本面走弱的行情已近尾声

时间段	10年期国债回落 (BP)	10年期国债开债回落 (BP)	30年期国债回落 (BP)	持续天数	持续月数
2011年四季度	60	100	45	125	5
2014年上半年	54	87	56	138	5
2018年上半年	43	62	40	172	6
2021年3月至今	43	51	36	161	6

资料来源: Wind, 平安证券研究所

参考历史上三段时期，我们认为本轮调整或呈现三个阶段，节奏可能是9-10月短端利率调整，11月长端利率调整（图表10）：

阶段1：近期信贷增速或依然回落，能够对冲供给压力，资金面整体平稳偏松。就目前的情况来看，前期结构性紧信用政策对信贷的影响可能还会持续一段时间，可以部分对冲政府债的供给压力，资金面还是会保持偏松的格局，收益率保持低位震荡行情。

阶段 2: “结构性”紧信用政策边际放松, 信贷和供给一起上升, 资金面收紧带动短端调整。阶段 1、2 之间的衔接信号, 可以关注 1 年股份行同业存单发行利率何时企稳回升。近期结构性紧信用政策有一些放松的迹象, 比如网传的银保监会对于“15 号文”更温和的解读, 以及限制土地溢价率高增, 缓解房企正常经营压力等, 因此, 流动性收紧的拐点可能越来越近, 投资者要积极做好预判, 1 年股份行同业存单发行利率或是一个不错的前瞻指标, 目前该指标已经出现一定触底企稳迹象, 若后续持续上行, 需要关注短端利率的调整风险。

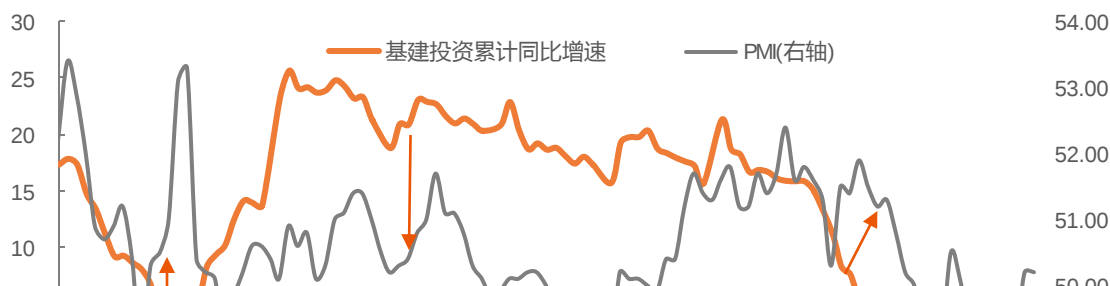
阶段 3: 基建投资或在今年入冬前有所表现, 届时可能会带动经济数据反弹, 引发长端利率调整。根据“年底形成实物工作量”的指示, 基建投资可能会在入冬前有所作为, 9-10 月可能是基建投资增速加快的时间窗口, 而基建投资作为上游需求, 往往会带动制造业 PMI 反弹 (图表 12), 市场对经济走弱的预期会有所反复, 引发长端利率的调整。因此, 我们觉得可能的节奏是, 9-10 月短端利率调整, 11 月长端利率调整。

图表10 三轮调整过程中, 都是短端利率率先反映 (%)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表11 基建增速上行, 往往会带动 PMI 由跌转涨 (%)



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_25050

