

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执业编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

杨亚仙

联系人

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-56511883

相关研究

- 7月物价数据点评：长债中枢 2.9%
- 疫情有转机，债市需小心
- 疫情现好转，债市防回调

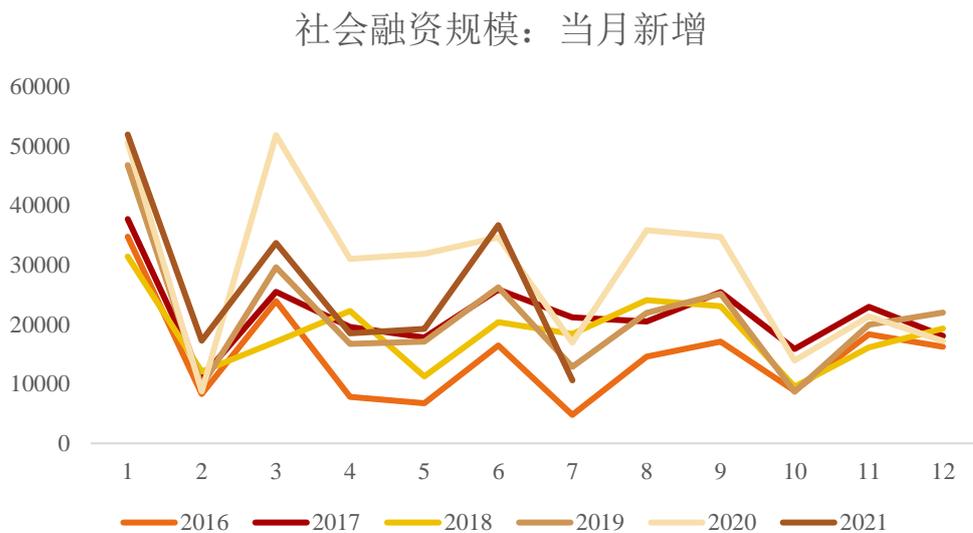
- 7月新增社融 1.06 万亿，大幅低于市场预期的 1.53 万亿，同比少增 6362 亿元；社融存量同比增长 10.7%，低于上月 0.3 个百分点；新增人民币贷款 1.08 万亿，略低于市场预期的 1.09 万亿。
- 从分项来看，社融超预期回落的主要拖累项是人民币贷款和政府债券融资。其中，人民币贷款同比少增 1830 亿，大幅低于前值 14719 亿，政府债券同比少增 3639 亿，低于前值 5688 亿。而人民币贷款中居民贷款和企业贷款同比均出现明显回落。其中，企业中长贷同比少增 1031 亿，居民短贷和中长贷降幅扩大，居民短贷同比少增 1425 亿，居民中长贷同比少增 2093 亿。
- 居民贷款大幅回落的主要原因是房地产政策调控持续收紧、房贷利率持续上行。7月房地产销售数据整体不错，需求端仍保持旺盛，因此居民贷款的回落主要受到政策收紧的压制，但8月第一周的房地产销售数据明显回落，政策收紧对需求的影响逐渐体现。企业贷款的回落可能有以下几方面原因：1) 受房地产融资受限的拖累；2) 可能是6月份融资需求大幅放量所致，因此7月份有所下降；3) 可能反映实体融资需求的确在走弱，尤其是在当前利率水平较低的情况下。7月 PPI 仍维持较高水平，在成本端压力较大、消费持续低迷的情况下，中下游企业以及中小微企业的投资扩产意愿不高。
- 政府债融资超预期回落，主因是专项债发行缓慢。截止7月，本年度新增地方债发行进度约 43%，但专项债发行进度仅 37% 左右。730 政治局会议刚结束，预计后续发行会有所加快。市场预期年内专项债额度大概率可全部发完，因此后续专项债的发行可能会对社融构成一定支撑。
- 数据公布后，市场反应平淡。10Y 国债收益率短暂下行 1BP 后又再度回升，累计下行 0.75BP，变动不大。一方面可能是因为市场此前已有充分的预期，7月份票据利率保持较低水平，显示融资需求较弱；另一方面市场认为当前专项债发行缓慢是暂时的，下半年大概率会提速，届时将会对社融构成一定的支撑。
- 往后看，经济较为平淡，而本轮股市修复在短期内已经基本结束，后续的一个月内可能进入一段平台期，等待新的逻辑。本轮疫情有望继续好转，因此需要提防疫情好转后债市回调的风险。

风险提示：经济修复不及预期

1 社融大幅不及预期

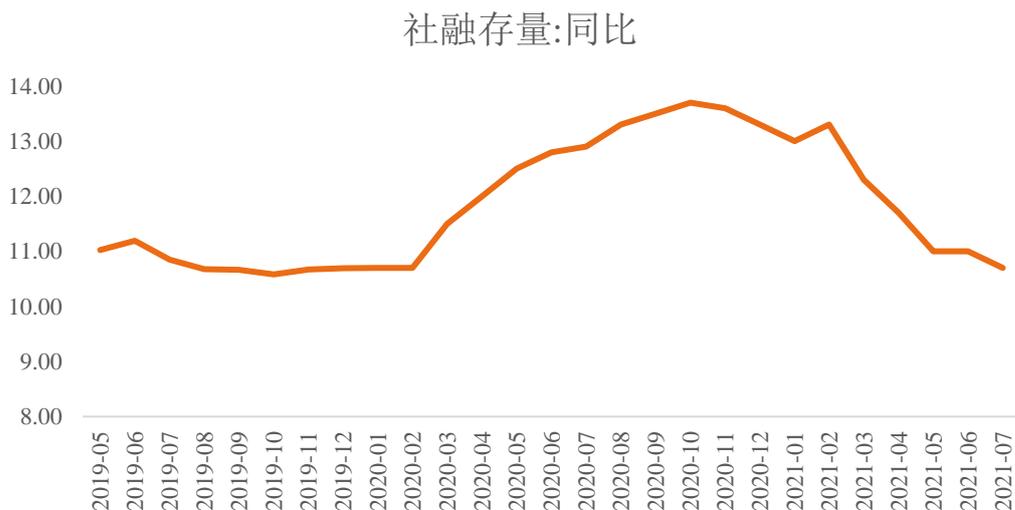
7月新增社融1.06万亿，大幅低于市场预期的1.53万亿，同比少增6362亿元，前值3.67万亿；社融存量同比增长10.7%，低于上月0.3个百分点；新增人民币贷款1.08万亿，略低于市场预期的1.09万亿，前值2.12万亿。其中，居民贷款、企业贷款以及政府债券融资是主要拖累项。

图1：新增社融大幅不及预期



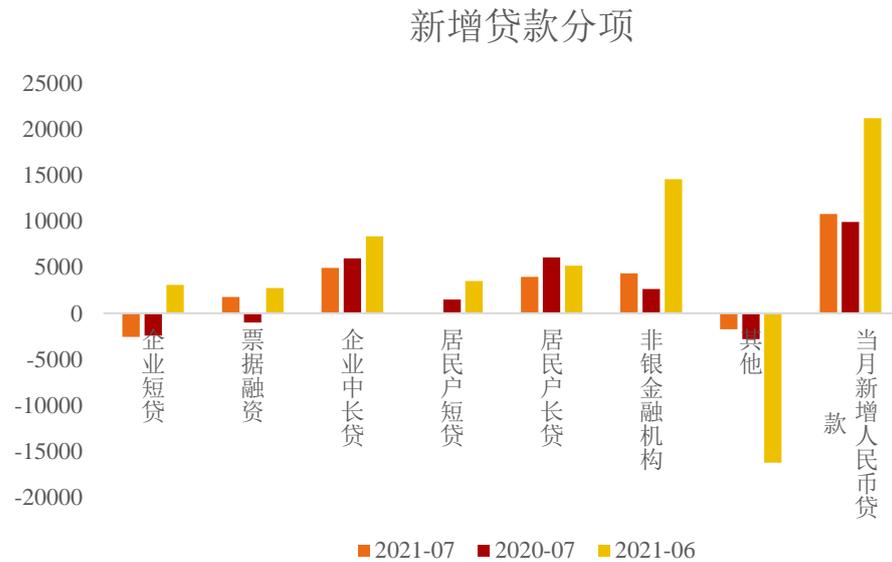
资料来源：Wind, 首创证券

图2：社融存量同比增速继续下行



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：居民贷款和企业贷款明显回落



资料来源：Wind, 首创证券

2 人民币贷款和政府债发行超季节性下行

从分项来看，非标项中的表外票据和信托仍在收缩，但影响不大，而未贴现银行承兑汇票虽然相比于前值大幅下降，但基本符合季节性。

社融超预期回落的主要拖累项是人民币贷款和政府债券融资。其中，人民币贷款同比少增 1830 亿，大幅低于前值 14719 亿，政府债券同比少增 3639 亿，低于前值 5688 亿元。

而人民币贷款中居民贷款和企业贷款同比均出现明显回落。其中，企业中长贷同比少增 1425 亿，居民短贷和中长贷降幅扩大，居民短贷同比少增 1425 亿，居民中长贷同比少增 2093 亿。

图 4：企业中长贷超季节性回落



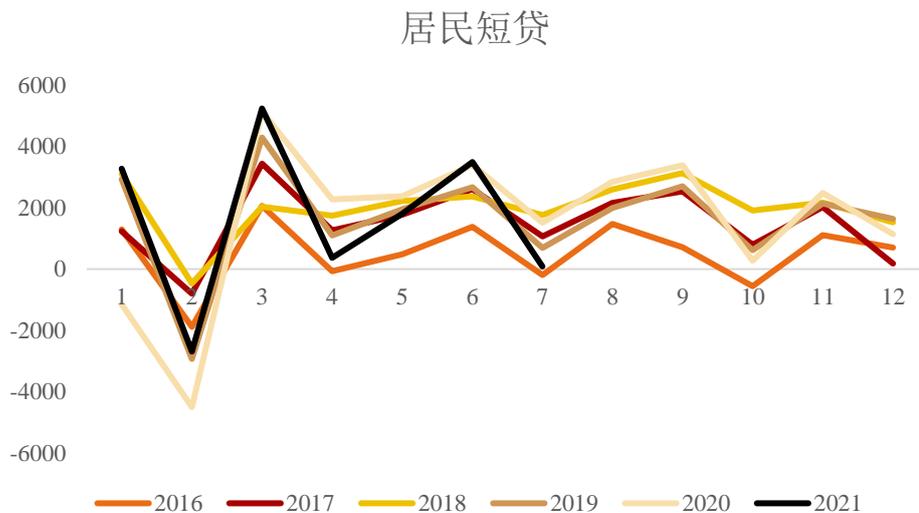
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：居民中长贷大幅下行



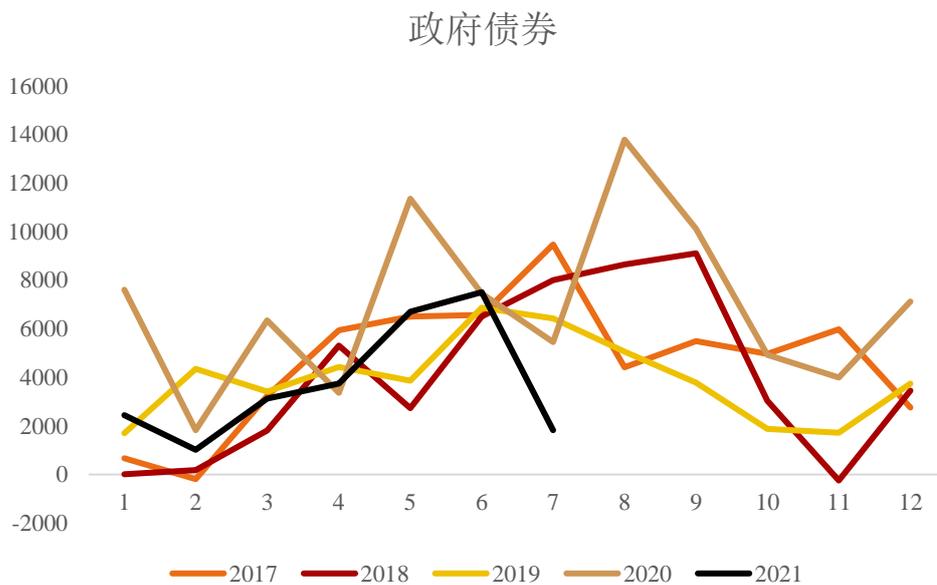
资料来源：Wind, 首创证券

图 6：居民短贷超季节性回落



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：政府债券大幅超季节性下行



资料来源：Wind, 首创证券

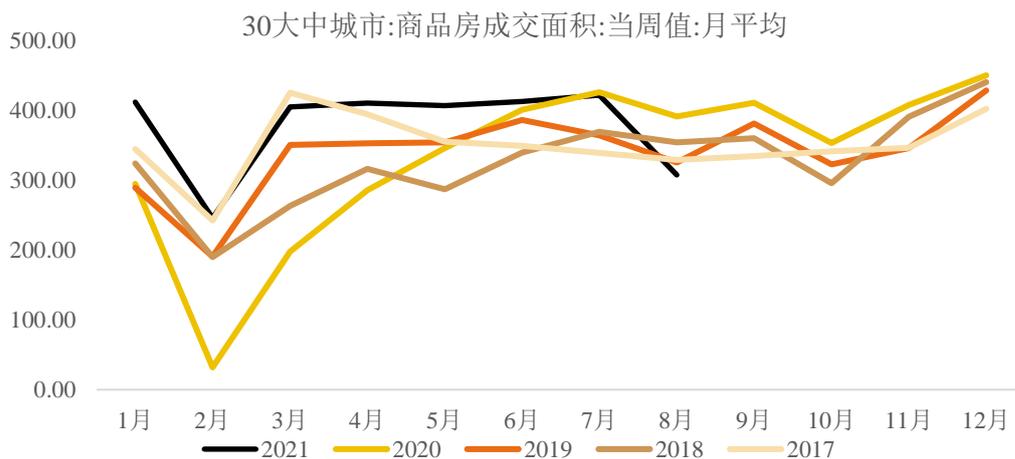
3 融资需求缘何下降

居民贷款大幅回落的主要原因是房地产政策调控持续收紧、房贷利率持续上行。7月房地产销售数据整体不错，需求端仍保持旺盛，因此居民贷款的回落主要受到政策收紧的压制，但8月第一周的房地产销售数据明显回落，政策收紧对需求端的影响逐渐体

现。

企业贷款的回落可能有以下几方面原因：1) 受房地产融资受限的拖累；2) 可能是6月份融资需求大幅放量所致，因此7月份有所下降；3) 可能反映实体融资需求的确在走弱，尤其是在当前利率水平较低的情况下。7月PPI仍维持较高水平，在成本端压力较大、消费持续低迷的情况下，中下游企业以及中小微企业的投资扩产意愿不高。

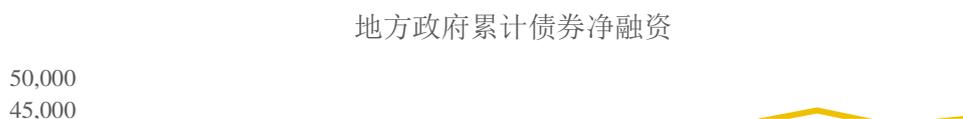
图 8：7 月房地产销售保持旺盛，8 月初大幅下行



资料来源：Wind, 首创证券

政府债融资超季节性回落，主因是专项债发行缓慢。截止7月，新增地方债的发行进度约43%，但专项债发行进度仅37%左右。730政治局会议刚刚结束，预计后续发行会有所加快，市场预期年内专项债额度大概率可全部发完，因此后续政府专项债的发行可能会对社融构成一定支撑。

图 9：地方债发行进度缓慢



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_25064

