



任泽平解读 7 月金融数据：大宗商品通胀的高点已现 经济将逐季放缓



文/新浪财经意见领袖专栏作家 任泽平团队

特别鸣谢：曹志楠，孙文婷、彭阳、苏泽文

事件：中国 7 月社会融资规模增量为 1.06 万亿元，预期 15254 亿元，前值 3.67 万亿元。中国 7 月新增人民币贷款 10800 亿元，预期 10920 亿元，前值 21200 亿元；中国 7 月 M2 同比增长 8.3%，预期 8.7%，前值 8.6%。



7 月 M2 和社融增速回落。我们在 1 月提出的“广义流动性拐点”，以及对房地产的结构性紧信用，效果开始显现，经济下行压力逐步加大。

我们判断，大宗商品通胀的高点已现，经济将逐季放缓，拖累因素主

要来自地产和出口，现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，货币宽松的时间窗口正在打开，未来财政后置发力基建。

随着经济周期运行，未来货币政策四部曲：不急转弯-慢转弯-转弯-轰油门。

1、2021年7月货币政策和金融数据呈现以下特点：

1) 7月存量社融增速 10.7%，较上月回落 0.3 个百分点，实体经济融资需求走弱。

2) 结构层面，政府债券、表内外融资均形成对社融的拖累，企业发债小幅修复。

3) 金融机构口径信贷增速持平，但主要依靠票据冲量支撑，企业中长期贷款年内首现少增，居民贷款均大幅少增，信贷结构不佳。反映疫情反弹、中小企业恢复基础不牢固、消费恢复缓慢、实体经济融资需求走弱，以及结构性紧信用带来的房地产销售放缓。

4) M2 和 M1 增速较上月分别回落 0.3、0.6 个百分点，主因信用扩张放缓。

5) 政策定调货币政策稳字当头、合理充裕，跨周期调节，未来货币政策以稳经济、防风险、调结构为重，发挥结构性作用，定向支持中小企业、困难行业、区域协调、绿色经济等领域。

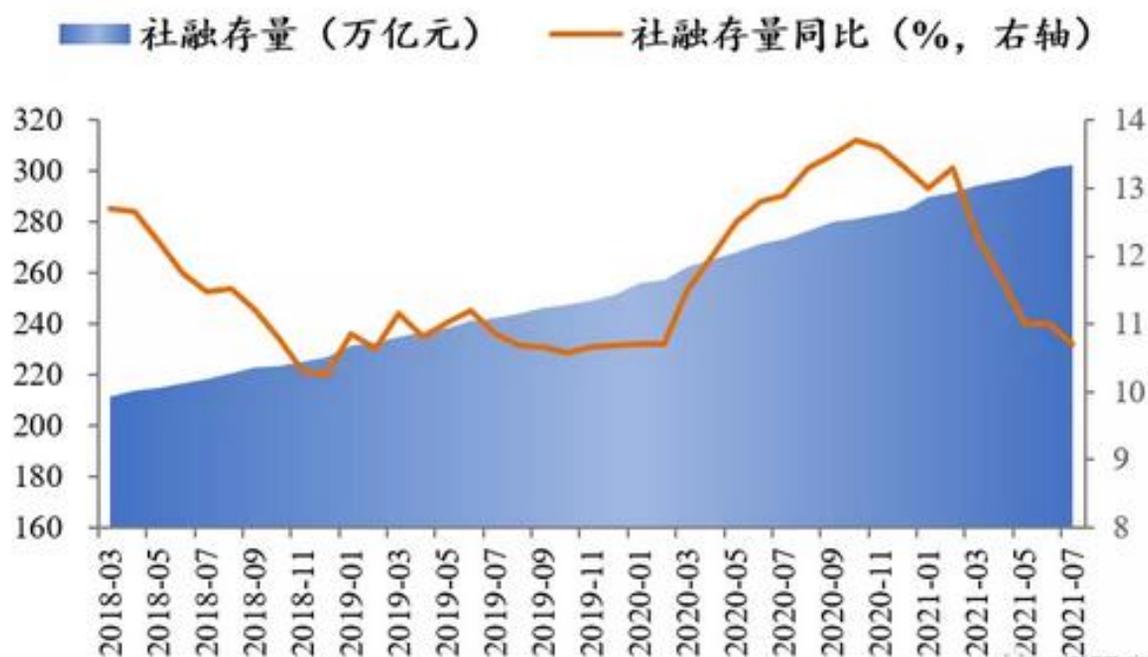
6) 展望未来, 货币与信用组合逐步从“稳货币、结构性紧信用”转向“稳货币、稳信用”格局, 下半年到明年上半年重启宽松。从量上看, 下半年 MLF 到期量增加、政府债发行放量, 防范局部领域风险, 仍然依赖央行数量型宽松工具, 预计将会继续沿用降准、再贷款、再贴现、直达实体经济政策工具等方式向实体经济注入流动性。从价上看, 短期内政策利率变动的概率不高, 央行将以深化 LPR 改革、推进利率市场化、降费让利等举措, 推动实体融资成本下行, 碳排放支持工具等定向工具的创设和落地, 定向降息有空间。

2、7 月存量社融增速 10.7%, 较上月回落 0.3 个百分点, 新增社融同比大幅少增, 广义流动性收缩, 反映实体经济融资需求走弱。

7 月存量社融规模 302.49 万亿元, 同比增速 10.7%, 较上月回落 0.3 个百分点。新增社会融资规模 1.06 万亿元, 同比少增 6362 亿元。一方面, 经济下行压力加大, 房地产调控进一步收紧, 实体经济融资需求较弱, 另一方面, 7 月降准为预防性、对冲性, 尚未传导至实体经济。

我们判断, 大宗商品通胀的高点已现, 经济将逐季放缓, 现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期, 今年下半年到明年上半年是两期转换时点。未来伴随基建发力, 财政后置发力, 货币宽松周期的时间窗口正在打开, 货币政策将对资本市场逐步友好。

图表：7月社融增速较上月回落0.3个百分点



资料来源：Wind，泽平宏观

3、结构层面，政府债券、表内外融资共同拖累，企业发债修复

表内融资方面，社融口径信贷同比大幅少增。7月新增人民币贷款8391亿元，同比少增1830亿元，票据融资放量支撑，信贷结构不佳。

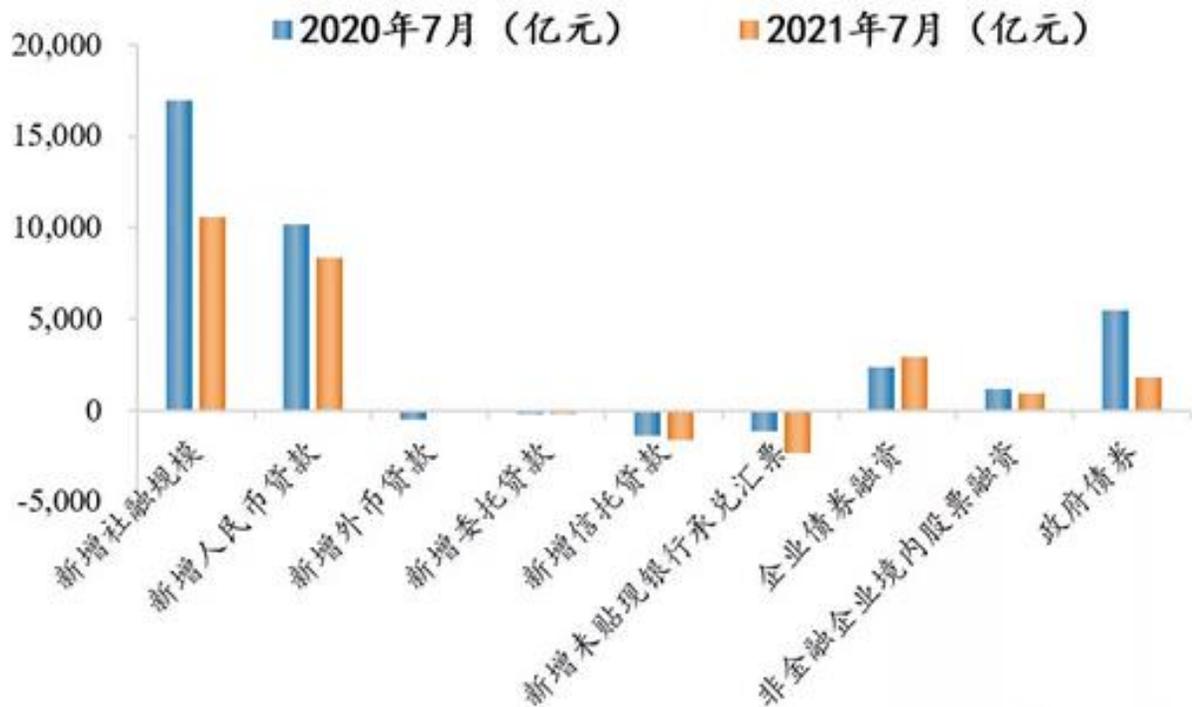
表外融资方面，非标延续压降态势。7月表外融资减少4038亿元，同比多减1389亿元。其中，未贴现票据减少2316亿元，同比多减1186亿元。7月最后一周票据利率大幅下行143bp至0.2%，反映银行“以票冲贷”动力强，收票需求大，未贴现票据规模下降明显。信托贷款减少1571亿元，同比多减204亿元，压降幅度处于低位，存量风险逐步出清。委托贷款减少151亿元，同比基本持平。

其他融资方面，政府债券融资大幅回落。7月政府债券融资1820亿

元，同比大幅多减 3639 亿元，政府债发行不及预期，加之国债到期规模较前期增加，导致 7 月政府债融资规模大幅下降。今年前 7 个月全国发行地方政府新增债券进度较慢，仅为发行限额的 42%，低于往年同期。7 月政治局会议要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”，地方也将按监管要求预留部分专项债额度在今年 12 月发行。预计 8-12 月地方债供给发力，目前 8 月地方债计划发行约 1 万亿，但考虑到去年 8-9 月高基数影响，政府发债将在四季度成为社融主要支撑项。

直接融资方面，企业债券融资同比提升，股票融资同比小幅回落。7 月企业债券融资 2959 亿元，同比增加 601 亿元，环比减少 611 亿元，企业债发行继续恢复，主因降准后狭义流动性较为充裕、政府债发行滞后造成一定“资产荒”，机构购债热情较高，市场信心逐步修复。7 月新增股票融资 938 亿元，同比减少 277 亿元，环比基本持平，7 月国内股市总体维持震荡调整。

图表：7月新增社融结构：信贷、政府债为拖累



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

4、信贷增速持平，票据冲量为主要支撑，信贷结构不佳

7月金融机构口径信贷同比增速为12.3%，与上月持平。7月金融机构口径新增人民币贷款1.08万亿元，同比多增905亿元，基本符合预期，但主要由表内票据贡献，信贷结构连续两个月呈现短期化冲量，反映实体经济融资需求放缓。

5、信贷结构层面，企业中长期贷款年内首现少增，票据融资为主要支撑，居民贷款延续少增

企业贷款方面，短贷小幅少增、票据融资大幅多增，中长期贷款年内首现少增。7月新增企业贷款4334亿元，同比多增1689亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别少增156亿元、少增1031亿元、多增2792

亿元。下半年信贷投放往往弱于上半年，7月企业短期贷款环比回落符合季节性；表内票据连续两个月大幅多增，银行以票据冲量说明企业信贷需求整体不强。中长期贷款年内首现同比少增，除了季节性因素，大宗商品价格高位震荡，形成对下游企业的利润压制，实体经济融资需求走弱，预示经济边际放缓。

居民贷款层面，短期、中长期贷款均大幅少增。7月新增居民贷款4059亿元，同比少增3519亿元。其中，短期贷款新增85亿元，同比少增1425亿元。疫情反复、中小企业恢复不稳固等对居民就业和收入形成扰动，消费需求恢复缓慢，服务业PMI指数同比下降0.6个百分点，乘用车市场零售销量同比下降6.2%。7月居民中长期贷款新增3974亿元，同比少增2093亿元，主因地产调控加码，7月30大中城市房地产销售面积两年复合增速环比下跌1.2%，打击“学区房”炒作、“假离婚”购房等政策发酵，房地产销售持续降温。

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_34238

