

## 2021年7月金融数据点评

### 社融滑坡的三点启示

#### ■ 核心摘要

事件：7月新增社融 1.06 万亿，新增人民币贷款 1.08 万亿，社融存量同比下滑 0.3 个百分点至 10.7%，M2 同比下降 0.3 个百分点至 8.3%。

7月社融数据明显滑坡，主要在以下几方面失去支撑：

一是，表内信贷和表外融资均超季节性收缩，企业债券发行虽有恢复，但政府债券融资再度大幅回落。

二是，居民短期贷款创 2016 年以来同期最低，可能主要与各地严查经营贷流入房地产市场有关；企业短期贷款创 2009 年以来同期最低，银行在政策引导下可能不倾向于发放短期贷款。

三是，中长期贷款虽仍为信贷增长主力，但居民中长期贷款受房地产调控升级影响而明显放缓，企业中长期贷款也受到融资需求的约束而明显放缓。特别是，从居民中长期贷款与房地产销售的相关性来看，未来房地产销售放缓的确定性提高，对房地产投资前景不利。

四是，表内票据和非银金融机构贷款反而对信贷增长提供了边际支持，存款也向非银金融机构更多沉淀（停留在金融体系内部），信贷结构不佳。

我们认为，7月金融数据滑坡，对政策与市场提供了以下三个启示：

首先，7月社融存量增速回到 2019 年底水平，完美体现央行在二季度货币政策执行报告中指出的“上半年货币政策力度已基本回到疫情前的常态”。虽然从去年与今年两年平均来看，社融增长仍然稳定，但是，如果从今年与明年的政策衔接来看，三季度社融增速还有进一步下降的空间（可能到 10%以下），这就使得明年初可能呈现偏紧的经济环境，不利于确保“十四五”开好局、起好步。这是央行 7 月超预期降准的重要原因，也确立了下半年货币政策偏宽松的主基调。

其次，下半年财政与货币政策或将需要形成更好配合。根据《21 世纪经济报道》，今年将预留部分专项债额度在 12 月发行，其余部分在 9 月发行完毕。按照这个节奏并结合 2019、2020 年提前批专项债额度，我们推测 12 月预留额度可能在 1 万亿左右，8 月、9 月地方专项债还有 1.3 万亿新增待发行，相比于 4-7 月的月度发行规模将有大幅增长。从而，政府债券融资或将为 8 月、9 月和 12 月的社融增长提供支撑，也就在一定程度上平滑了社融增速的下降。

最后，下半年宏观政策的发力点向财政政策偏移，而货币政策可能受到通胀问题和与美联储政策周期反差的掣肘。这个组合不利于债券市场进一步打开空间，这是本周债市调整的重要原因之一。而 M1 增速的持续走低意味着实体现金流的收缩，对股票市场或具有负面含义，对高估值领域仍需谨慎。

## 一、社融增长失去支撑

7月新增社融1.06万亿，相比去年同期少增6328亿，也明显不及2017-2019年均值，“紧信用”的特征表现较为明显。7月社融存量同比下滑0.3个百分点，至10.7%，回到2019年水平。央行在二季度货币政策执行报告中所指出的“上半年货币政策力度已基本回到疫情前的常态”，在社融增速上可以说得到完美呈现。不过，7月社融两年平均增速仅略降0.1个百分点，至11.8%，保持今年以来窄幅波动的状态。如果按照2017-2020年均值预测下半年社融增速，则在8、9月份社融增速可能还会进一步走低至10%以下。但考虑到去年社融增速的持续走高，这种收缩体现在两年平均增速上可能还是会被“熨平”。然而，从做好今明两年政策衔接的角度，社融增速的进一步走低就意味着，明年初可能呈现一个偏紧的经济环境，不利于“确保‘十四五’开好局、起好步”。这是央行7月超预期降准的重要原因，也是近期货币政策信号偏向宽松的主要考量。

分项来看，7月表内信贷和表外融资均超季节性收缩，企业债券发行虽有恢复，但政府债券融资再度回落，导致社融增长失去支撑。8月、9月地方债发行预计提速，或将为社融提供一定增长力量。具体地：

**表内融资：**7月社融口径新增人民币贷款8313亿元，虽然7月是典型的贷款投放淡季，但相比往年同期这个增量也是偏低的。

**表外融资：**7月新增委托贷款-151亿，降幅相比前两月明显收窄，符合季节性特点；新增信托贷款-1571亿，监管高压下仍然延续快速压降的趋势；新增未贴现承兑汇票-2316亿，也是大幅收缩，符合季节性特征。整体上，表外融资压降的幅度相比上月更大。

**直接融资：**7月新增企业债券融资2959亿，回到往年均值水平附近；非金融企业股票融资938亿，仍然保持较高水平，但相比去年同期的1200多亿有所不及。去年下半年受益于“注册制”改革红利，股票融资规模大幅抬升，对社融基数形成抬升效果。

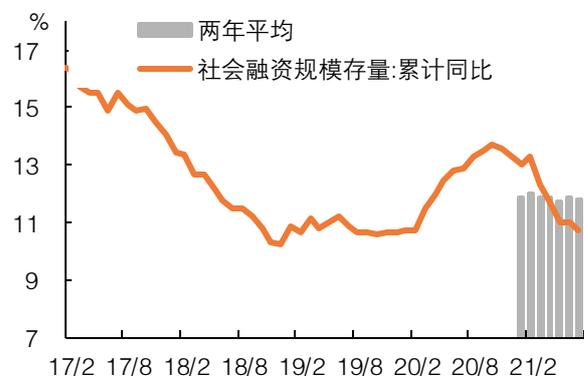
**政府债券融资大幅回落至1820亿，相比上月下降近5700亿，也是2017年有统计以来的同期最低值。**往年通常要求地方专项债在9月或10月发行完毕，因而三季度都是政府债券发行的高峰期。而今年专项债恢复常态化管理，且根据《21世纪经济报道》，今年将预留部分专项债额度在12月发行，其余部分在9月发行完毕。目前，地方专项债发行仅完成1.35万亿，尚有2.3万亿待发行。按照2018年底下达的2019年提前批8100亿、2019年底下达的2020年提前批1万亿推测，今年12月预留额度可能也在1万亿左右。那么意味着8月、9月地方专项债还有1.3万亿新增待发行，相比于4-7月的月度发行规模将有大幅增长。因此，政府债券融资或将为8月、9月和12月的社融增长提供支撑。

图表1 7月社融增量大幅低于往年同期



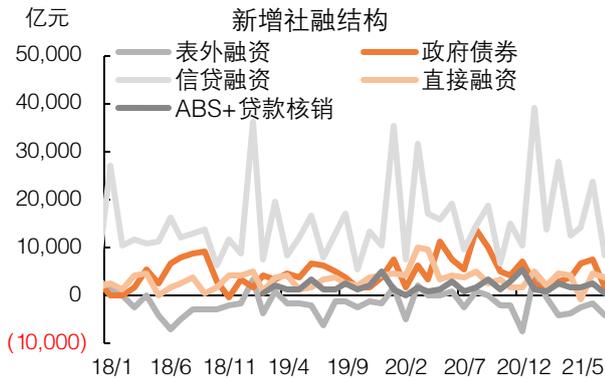
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 7月社融存量增速回到2019年水平



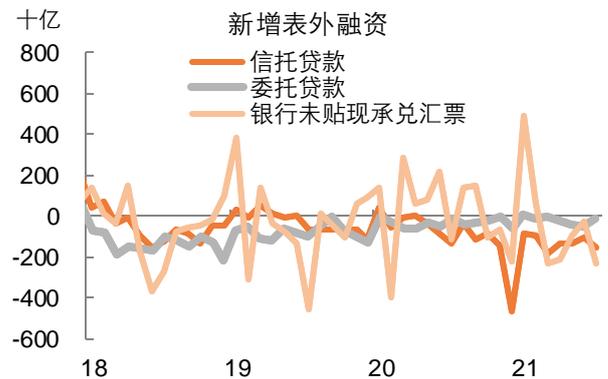
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 7月表内、表外、政府债券融资均大幅收缩



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 7月表外融资中仅委托贷款降幅收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、中长期贷款增长乏力

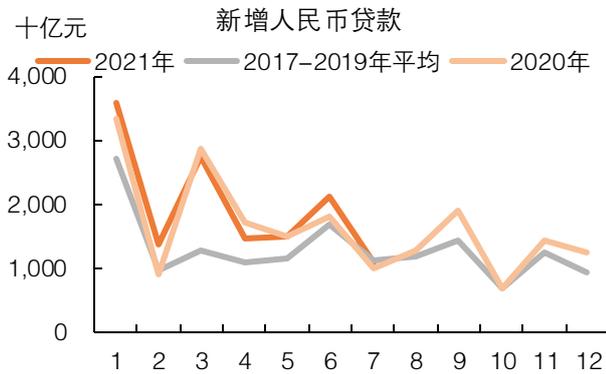
7月新增人民币贷款 1.08 万亿，与 2017-2020 年同期水平相当，贷款存量增速持平于 12.3%，可见表内贷款不是本月社融走低的关键。分项来看，7月新增中长期贷款占到 82.5%，中长贷仍然是信贷增长的主力，但居民和企业的中长期贷款都受到融资需求的约束而明显走低，居民短期贷款受到监管冲击而走低，表内票据和非银金融机构贷款反而对信贷增长提供了边际支持，信贷结构不佳。具体地：

**新增居民短期贷款** 85 亿，为 2016 年以来同期最低，可能主要与各地严查经营贷流入房地产市场有关。8月 7 日，深圳发布数据显示，截至目前，共发现 21.55 亿元经营用途贷款违规流入房地产领域。**新增居民中长期贷款** 3974 亿，大幅不及 2017 年以来同期，意味着房地产调控进一步升级之后，房地产按揭贷款增速明显放缓。历史上，居民中长期贷款与房地产销售面积之间有良好的相关关系。随着居民中长期贷款增速放缓，以及按揭贷款利率的上升，房地产销售放缓的确定性提高。这会进一步加重今年以来房地产新开工下行的压力，进而对房地产投资增长形成拖累。

**新增企业短期贷款** -2577 亿，创 2009 年以来的同期最低，银行在政策引导下可能不太倾向于发放短期贷款。**新增票据融资** 1771 亿，显著高于 2017 年以来同期均值，企业票据贴现增加可能反映了现金流的偏紧状态。**新增企业中长期贷款** 4937 亿，为今年首度下降至低于去年同期水平，相比 2017-2019 年同期的强势程度也明显降低，可能反映了企业融资需求之不足。

**非银行业金融机构贷款** 1774 亿，处于往年同期的较高水平，反映了银行体系对非银行金融机构的资金融出，这为 7 月流动性宽松提供了支持。

图表5 7月新增人民币贷款与过去几年同期相当



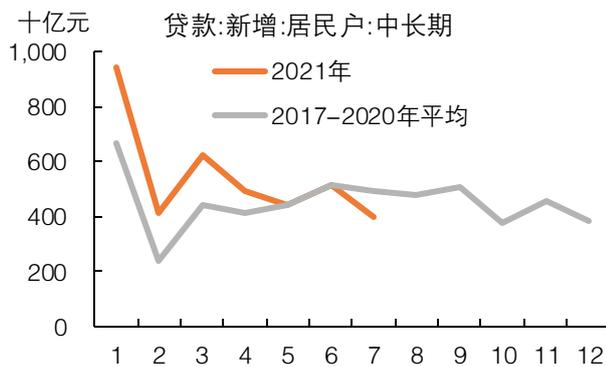
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 居民中长期贷款与房地产销售有良好相关性



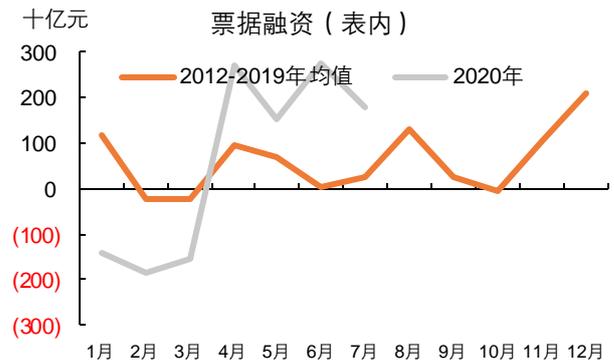
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 7月居民中长期贷款超季节性走低



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 7月表内票据延续强势



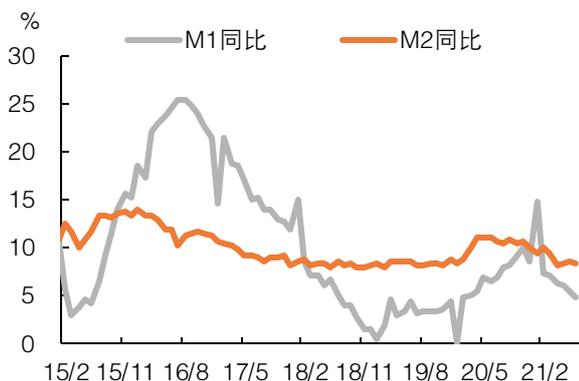
资料来源:wind, 平安证券研究所

### 三、M1 增速或将持续走低

社融信贷的走低体现在货币供应量上，7月 M1 同比下降 0.6 个百分点至 4.9%，M2 同比下降 0.3 个百分点至 8.3%。按照 2019 年环比规模测算，今年后续月份 M2 增速或将在 7.9%-8.5% 区间窄幅波动，而 M1 增速或将进一步下滑，体现实体经济状况的恶化，或对股票市场有负面含义。

7月新增人民币存款-1.13 万亿，是 2015 年以来同期最低，存款余额增速下滑 0.6 个百分点至 8.6%，比 2019 年底还要低 0.1 个百分点。其中，新增企业存款和居民存款均显著低于过去几年同期；财政存款持平于往年同期，没有像 5 月那样大幅高于往年同期均值，这也是在政府债券发行再度回落的基础上才实现的，并不代表财政支出的提速；非银行业金融机构存款小幅超出季节性，资金沉淀在金融体系相对较多。

图表9 7月 M1 增速进一步走低，M2 增速亦回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 下半年 M1 和 M2 增速预测



资料来源:wind, 平安证券研究所

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\\_24982](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24982)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn