

宏观观点

社融大幅走弱，需求差在哪了？——兼评7月信贷社融

事件：7月新增人民币贷款1.08万亿，预期1.09万亿，前值2.12万亿（2019年7月1.06万亿，2020年7月9927亿）；新增社融1.06万亿，预期1.53万亿，前值3.67万亿（2019年7月1.29万亿，2020年7月1.69万亿）；M2同比8.3%，预期8.7%，前值8.6%。

核心结论：实体融资需求走弱，关注可能的再降准降息、节奏上社融增速可能Q3见底，Q4回升。

1.新增信贷略低于预期，结构劣化，反映了经济下行压力加大，实体融资需求走弱，具体表现在：居民贷款全面走弱，主因房地产调控趋严带动地产销售景气度下滑、严禁消费贷违规进入楼市、消费改善幅度仍弱。表内票据和非银贷款高增，有“冲量”可能，叠加企业中长贷时隔16个月首次同比少增，反映了企业融资需求走弱。7月新增信贷1.08万亿，同比多增873亿，较2019年同期多增200亿。其中居民贷款新增4059亿，同比少增3519亿；企业贷款新增4334亿，同比多增1689亿；非银机构贷款增加1774亿，同比多增2044亿。金融机构信贷余额同比增长12.3%，持平前值。维持此前判断，紧信用格局下，预计今年信贷增速较去年回落1-2个百分点。

1)居民端：居民贷款全面走弱，反映房地产调控趋严带动地产销售景气度下滑，以及严禁消费贷违规进入楼市；同时消费改善幅度仍弱，乘用车销量增速下滑。7月居民短贷增加85亿元，同比少增1425亿元，较2019年同期少增610亿元。事实上，今年4月以来，居民短贷就持续同比少增或仅小幅多增100亿元，应是与房地产调控趋严，严查消费贷违规进入房地产市场有关。同时，也反映了消费仍是弱复苏。数据上看，7月狭义乘用车销量同比下滑6.2%，较2019年同期小幅增长1.2%，仍然偏弱。7月居民中长贷新增3974亿元，同比少增2093亿元，连续三个月同比少增，较2019年同期也少增443亿元，反映了房地产调控趋严形势下，房地产景气度回落。今年7月30大中城市商品房成交面积同比下降4%（6月为下降1%），较2019年同期上升6.9%（6月为8.4%）。

2)企业端：企业贷款同比多增，主要是表内票据高增，而企业中长贷结束了连续16个月的同比多增，首次同比少增，综合反映了实体融资需求走弱。7月企业贷款新增4334亿，同比多增1689亿，较2019年同期多增1360亿，其中：表内票据新增1771亿元，同比多增2792亿；企业短贷减少2577亿，同比少增156亿；企业中长贷新增4937亿，同比少增1031亿。企业贷款结构整体反映了实体融资需求下降，即：第一，企业中长贷结束连续16个月的同比多增，首次同比少增，再结合7月制造业、建筑业PMI明显回落、7月BCI指数回落、以及在6月社融点评中我们提示的贷款需求指数全面下滑，反映实体融资需求逐渐走弱；第二，表征短期融资需求（对象主要为中小企业）的票据延续了6月的高增，除了中小企业本身受原材料涨价影响，有缓解资金压力的需求外，可能也有冲量因素。

3)需要额外指出的是，7月非银机构贷款增加1774亿元，同比多增2044亿元，较2019年同期少增554亿元。非银贷款同比多增，再结合上述的表内票据高增，指向银行有“冲贷”可能，反映经济动能下行压力下，企业融资需求减少。

2.新增社融大幅低于预期，存量增速时隔16个月再度降至11%以下，表内贷款、表外的信托和票据以及政府债券全面走弱，反映实体融资需求开始走弱，非标延续收紧和政府债券发行依旧偏慢。7月新增社融1.06万亿，同比少增6328亿，较2019年同期少增2272亿。社融存量同比增速较前值回落0.3个百分点至10.7%，剔除政府债券口径的同比增速较前值回落0.15个百分点至9.75%。结构上来看，除企业债券同比多增外，表内贷款、表外信托、表外票据、政府债券均较弱。

1)表内贷款大幅走弱。社融口径新增人民币贷款8391亿元，同比少增1830亿元，较2019年同期多增305亿元。社融中的新增人民币贷款和金融机构新增人民币贷款的口径差异主要在于后者包括非银贷款，而前者不包括。对比来看，7月信贷资金有“脱实向虚”的可能、或是用非银贷款冲量，反映实体经济融资需求并不旺盛。

2)信托贷款和表外票据继续拖累社融。受压表外影响，7月表外融资减少4038亿，同比少增1389亿，其中：7月信托贷款减少1571亿，同比多减204亿；未贴现银行承兑汇票减少2316亿，同比多减1186亿；委托贷款减少151亿，同比基本持平。去年底以来信托持续被压缩，今年3月开始表外票据同比大幅少增，整体指向非标收紧。从趋势上看，3-6月表外融资减少幅度逐步下降，而7月又再次扩大，预计下半年以非标为抓手之一的结构性紧信用仍将延续。

3)企业债券同比小幅多增，政府债券发行节奏严重偏慢。企业债一级市场延续恢复，7月新增企业债券2959亿元，同比多增601亿元，较2019年同期多增15亿元。7月新增政府债券1820亿元，同比少增3639亿元，较2019年同期少增4607亿元。我们曾指出，今年地方债发行偏慢主因稳增长压力较小、前期沉淀资金再利用以及项目审核趋严，而其中项目审核趋严应是最主要的约束。7月新增政府债券规模较低，除因国债到期量较大之外（到期7990亿元），也与地方债发行偏慢有关（财政部口径7月新增地方专项债3403亿元）。往后看，下半年稳增长压力抬升，7.30政治局会议强调“推动今年底明年初形成实物工作量”，指向专项债需要加快发行；但考虑到项目审核标准难以明显放松，因此专项债发行可能也难以迅速扩大，并存在发不完的可能。节奏方面，今年财政部多次明确“适当放宽专项债发行时间限制”，预计新增专项债发行将延续至四季度，从而平滑下半年的日均发行量。

3.M1连续6个月回落，M2走弱，反映楼市降温、贷款走弱拉低了派生存款的力度。此外，财政存款投放仍偏弱，对实体支持力度不强，向居民和企业存款转化有限。7月M1同比回落0.6个百分点至4.9%；M2同比回落0.3个百分点至8.3%。M1同比走低可能与基数上行，楼市降温等因素有关。M2同比走弱应是与企业中长贷趋弱，派生存款的力度下降有关。存款端，7月居民存款同比多增，企业存款同比少减，与贷款端结构相呼应，也就是说，在实体融资需求整体较弱的情况下，贷款派生的存款减少，而票据的冲量使得对企业端的支撑强于居民端。非银机构存款环比多增1.2万亿，与季节性因素有关；同比少增8424亿元。财政存款同比多增1136亿元，反映财政投放偏弱，对实体的支持力度不强，从而也削弱了向居民和企业存款的转化。

4.综上，信贷社融回落背后反映了实体融资需求走弱、专项债发行偏慢。展望下半年：货币政策稳中偏松，再降准甚至降息可期；信用总体仍偏紧，节奏上社融增速可能在Q3末见底，Q4再逐渐走高，紧盯专项债发行节奏；防风险、严监管延续，关注控房地产、地方债务化解、问题企业处置和压表外。7月信贷社融反映了实体融资需求开始走弱，非标延续收紧和政府债券发行依旧偏慢。事实上，6月金融数据点评的时候，我们曾提示要客观看待信贷和社融的超预期，在贷款需求下降、小企业景气度下降的情况下，信贷却“逆势”走高，可能也存在季末冲量、成本上涨提高中小微企业的资金压力等因素。往后看，货币端：我们认为货币政策稳中趋松，再降准甚至降息可期，其中：降准概率大于降息，结构性降息概率大于全面降息，建议关注可能的LPR降息，以及碳减排定向支持工具的落地（再贷款、直达还是GMLF）。信用端：鉴于Q2央行货币政策执行报告要求“密切跟踪研判物价走势，保持物价水平总体稳定”，以及“货币大量超发必然导致通胀，稳住通胀的关键还是要管住货币”等提法，下半年信用总体仍偏紧，我们维持今年信贷、社融、M2增速可能会比去年低1-2个百分点的基准假设。节奏上，考虑到专项债逐步发行、且节奏平滑，社融存量增速可能在Q3末见底，Q4再逐渐走高。结构层面仍维持“紧信用+严监管”，尤其是控房地产、化解地方债务、压表外融资、处置问题企业等领域。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

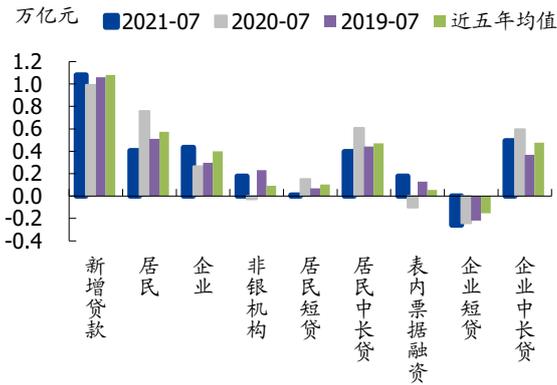
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2021-08-10
- 2、《重要的转折—逐句解读7.30政治局会议》2021-07-30
- 3、《客观看待信贷社融超预期，下半年节奏有三大扰动》2021-07-10
- 4、《这次不一样——对全面降准的5点理解》2021-07-09
- 5、《存款利率报价方式调整，是变相“降息”？》2021-06-21
- 6、《“紧信用+稳货币”延续，社融回落速度将趋缓——5月信贷社融点评》2021-06-11
- 7、《宏观专题：分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07

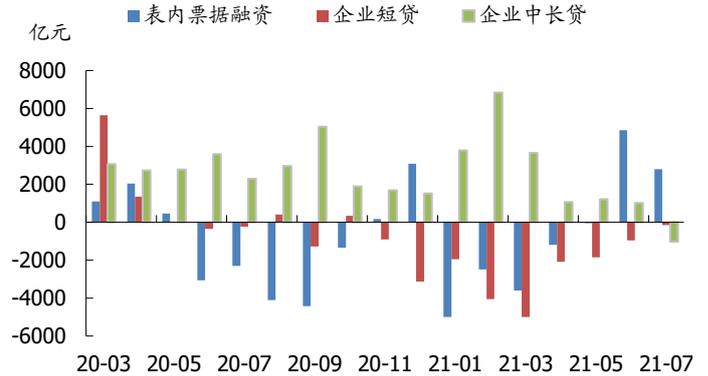


图表 1: 7月居民贷款同比少增, 企业贷款同比多增



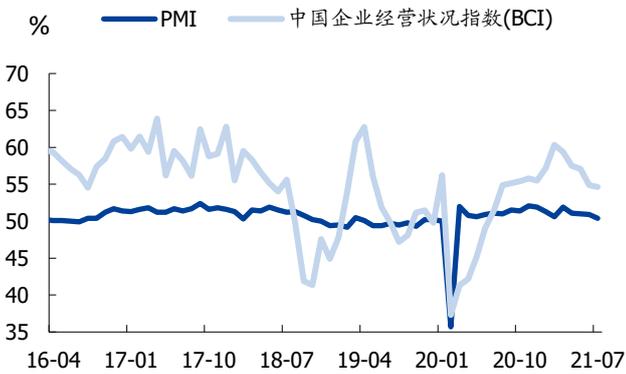
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 企业中长贷 17 个月以来首次同比少增



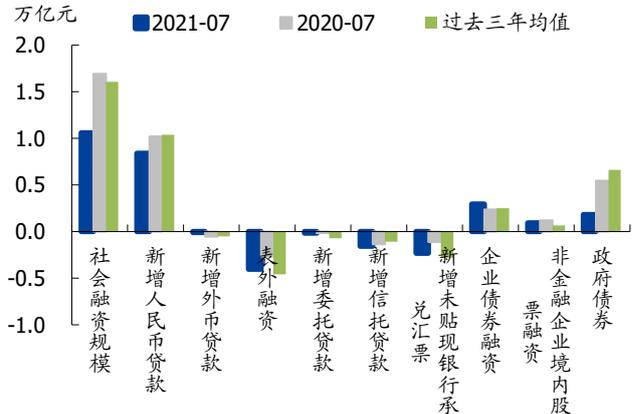
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 3: 实体经济景气度有所回落



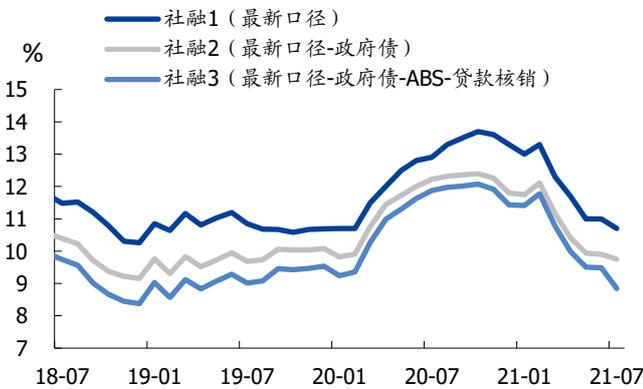
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 7月新增社融不及季节性



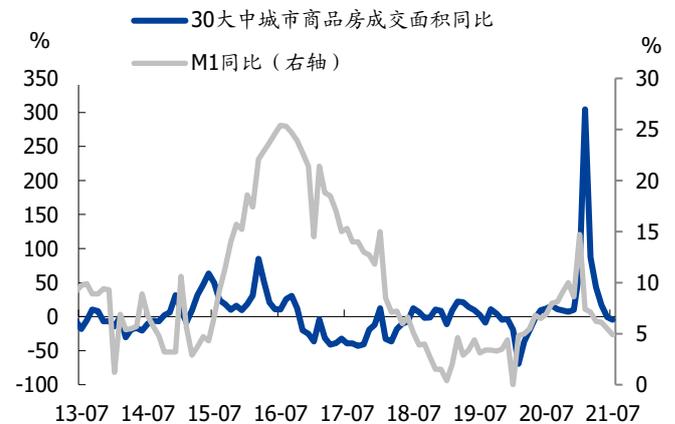
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 7月社融存量增速有所下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: M1 同比延续走弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_24983



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>