

私人部门需求回落，政府信用扩张尚未加速

数据：

8月11日中国人民银行公布：7月新增人民币贷款1.08万亿元，比去年同期多增873亿元；7月新增社融1.06万亿元，比上年同期少6328亿元。截至7月末，社融存量同比增长10.7%，M2同比8.3%。

评论：

- **总量上看，信贷符合季节性，但低于预期。**从总量来看，7月新增人民币贷款规模低于近5年均值（1.39万亿元），但略高于2019年和2020年表现。从结构上来看，贷款结构变化有三点含义：一是居民长期贷款持续大幅回落。7月下旬全国多个地区上调房贷利率，在房贷额度紧张且放款期限不确定的背景下，居民购房的需求和意愿放缓。二是企业中长期贷款回落较大。表明在总量需求放缓、大宗商品涨价压力下，企业的现有的经营压力加大，长期资本开支意愿放缓。三是票据融资持续回升。7月底1个月的国股银票转贴现利率票据大幅回落，说明实体企业融资有效需求不足导致银行贷款额度较充裕。
- **社融存量同比增速进一步下行。**从总量看，新增社融本月远低于预期。7月新增社融1.06万亿，同比多减6328亿，低于2019年和2020年的1.29和1.70万亿，远低于近5年的平均值（2.2万亿）；7月社融存量同比增速为10.7%，低于前值的11.0%。从结构上来看，社融结构变化有两点含义：第一，7月的政府债券发行较前值回落较多，发行进度依然低于预期。第二，7月信用债（剔除金融债和同业存单）发行净融资额近2200亿元，同比多增较多，带动企业债券融资回升。
- **M1和M2同比均有所回落。**从总量上看，M1和M2余额回落，同比也均有所回落。M2余额回落1.56万亿元，M1余额回落1.7万亿元；M2同比为8.3%，较前值8.6%回落0.3个百分点；M1同比为4.9%，较前值5.5%回落0.6个百分点。从结构上看，居民住户存款同比少增较明显，财政性存款同比多增。虽然7月是缴税大月，但财政存款的增加计入的是央行的负债，叠加政府债券发行放缓，拉低M2同比增速，但M2-M1在这个基础上较前值进一步回升意味着企业需求回落依然较为明显。
- **私人部门需求回落，政府信用扩张尚未加速。**整体来看，新增社融和信贷均明显低于预期。从结构来看，无论是居民部门，还是私人企业部门，融资需求回落的迹象变得更加明显，政府部门的信用收缩有所加剧。后续来看：第一，信贷增速的下降依然较为确定。随着房地产销售的走弱，以及经济增速的放缓，私人部门需求走弱的方向依然在趋势之中。第二，政府信用将转向扩张。地方政府债券发行有望加速，但项目质量约束可能依然存在。第三，货币边际宽松方向确定。8-9月可能会有第二次降准：一方面对冲需求的下滑，另一方面配合财政的发力。第四，年内信用收缩最快的时候应该已经过去。3月社融存量同比增速下降1个百分点应该是年底下降最快时点，后续随着政府信用扩张，以及货币边际宽松对私人部门需求的刺激，社融存量同比增速下降速度将逐步放缓（甚至某几个月出现小幅回升）。第五，实体需求的下滑进一步确认。地产、基建的走弱已经较为确定，后续随着消费和出口走弱，实体需求走弱的力度可能逐步加大。

风险提示：货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

数据:

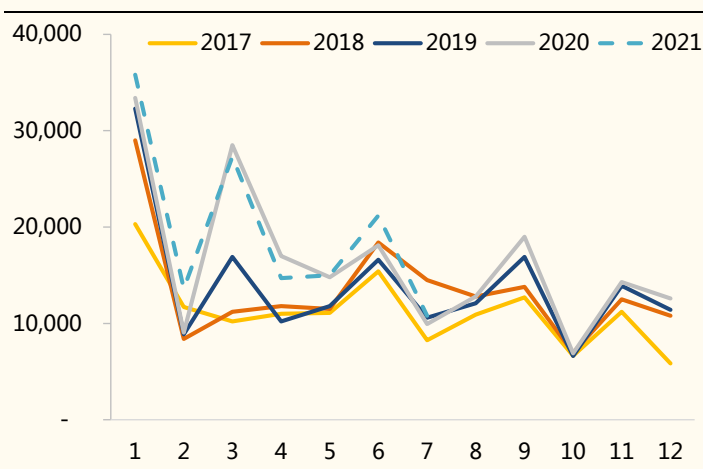
中国人民银行公布: 7月新增人民币贷款 1.08 万亿元, 比去年同期多增 873 亿元; 7月新增社融 1.06 万亿元, 比上年同期少 6328 亿元。截至 7 月末, 社融存量同比增长 10.7%, M2 同比 8.3%。

评论:

1. 信贷符合季节性表现, 但低于预期

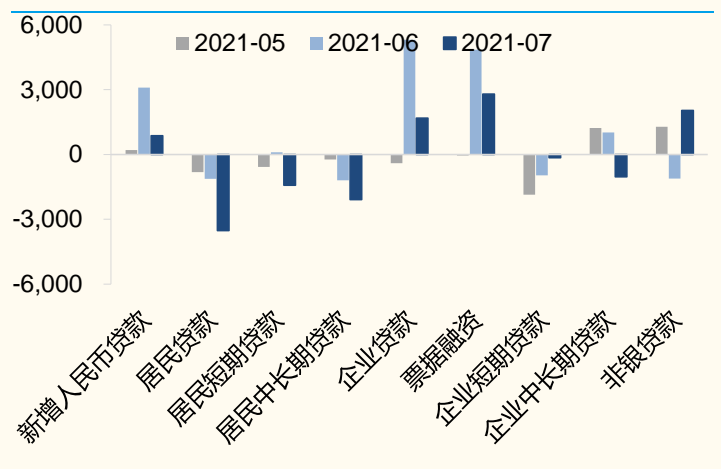
总量上看, 信贷符合季节性, 略低于预期。7 月新增人民币贷款规模略低于近 5 年均值 (1.39 万亿元), 但略高于 2019 年和 2020 年。从结构上来看, 企业中长期贷款回落较大, 票据融资同比持续多增。具体来看, 居民贷款同比少增 3519 亿, 其中居民短期贷款同比少增 1425 亿、居民中长期贷款同比少增 2093 亿; 企业贷款同比多增 1689 亿, 其中票据融资同比多增 2792 亿、企业短期贷款同比少增 156 亿、企业中长期贷款同比少增 1031 亿; 非银金融机构贷款同比多增 2044 亿。贷款结构变化有三点含义: 一是居民长期贷款持续大幅回落。7 月下旬全国多个地区上调房贷利率, 在房贷额度紧张且放款期限不确定的背景下, 居民购房的需求和意愿放缓。二是企业中长期贷款回落较大。表明在总量需求放缓、大宗商品涨价压力下, 企业的现有的经营压力加大, 长期资本开支意愿放缓。三是票据融资持续回升。7 月底 1 个月的国股银票转贴现利率票据大幅回落, 说明实体经济融资有效需求不足导致银行贷款额度较充裕, 银行通过票据来控制信贷总量。

图表 1: 7 月信贷符合季节性表现 (亿元)



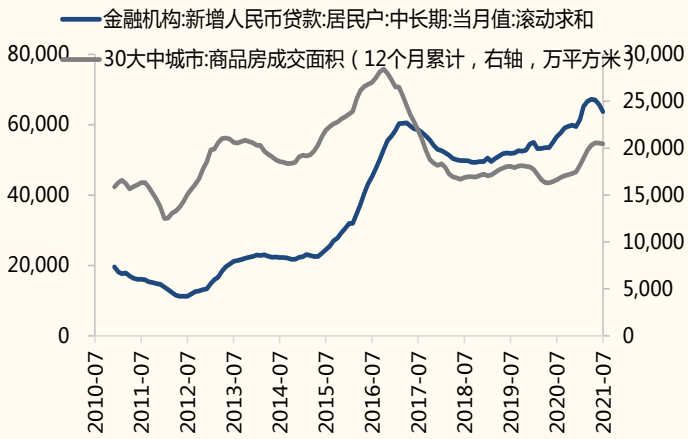
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 7 月企业中长期贷款同比少增、票据融资同比多增



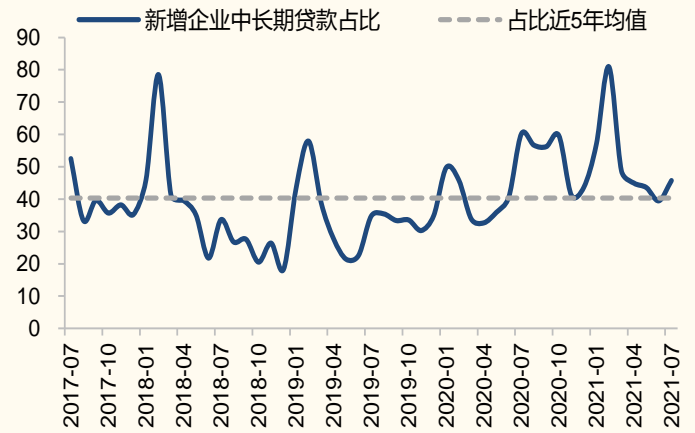
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 累计新增居民中长期贷款下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 企业中长期贷款占比均值附近徘徊 (%)



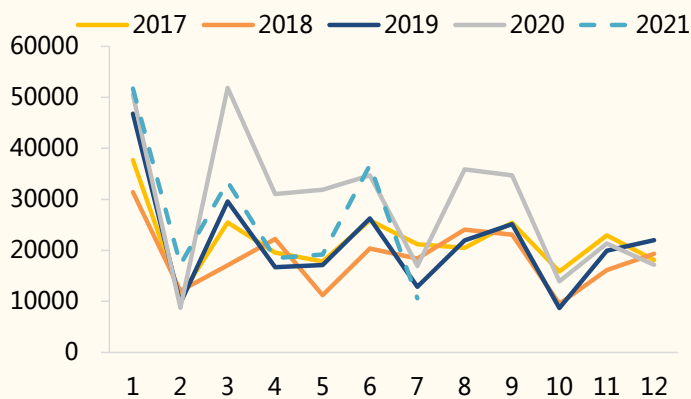
来源: Wind, 国金证券研究所

2. 社融存量同比增速下行

从总量看, 新增社融本月低于预期。7月新增社融 1.06 万亿, 同比多减 6328 亿, 低于 2019 年和 2020 年的 1.29 万亿和 1.70 万亿, 远低于近 5 年的平均值 (2.2 万亿); 7 月社融存量同比增速为 10.7%, 低于前值的 11.0%。

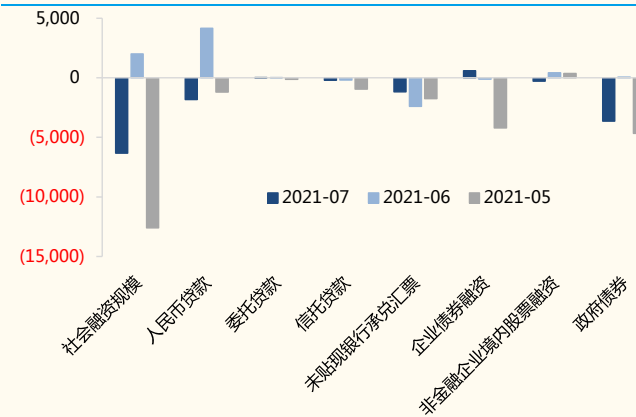
从结构来看, 政府债券同比少增为主要拖累。具体来看, 人民币贷款同比少增 1830 亿, 委托贷款同比多增 1 亿, 信托贷款同比少增 204 亿, 未贴现银行承兑汇票 (表外票据) 同比少增 1186 亿, 企业债券融资同比多增 601 亿, 非金融企业境内股票融资同比少增 277 亿, 政府债券同比少增 3639 亿。社融结构变化有两点含义: 第一, 7 月的政府债券发行净融资为 2394 亿元, 较前值回落的较多, 主要由于到期量大幅攀升, 使得政府债券承压。第二, 7 月信用债 (剔除金融债和同业存单) 发行净融资额近 2200 亿元, 同比多增较多, 带动企业债券融资回升。

图表 5: 7 月新增社融低于预期 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 7 月社融规模同比多减 6328 亿元



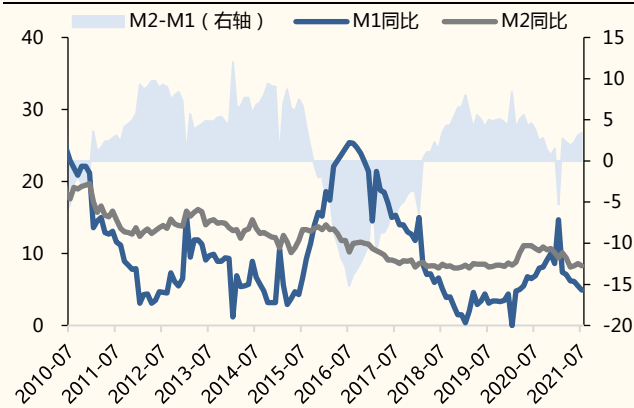
来源: Wind, 国金证券研究所

3. M1 和 M2 同比均有所回落

从总量上看, M1 和 M2 余额回落, 同比也均有所回落。M2 余额回落 1.56 万亿元, M1 余额回落 1.7 万亿元; M2 同比为 8.3%, 较前值 8.6% 回落; M1 同

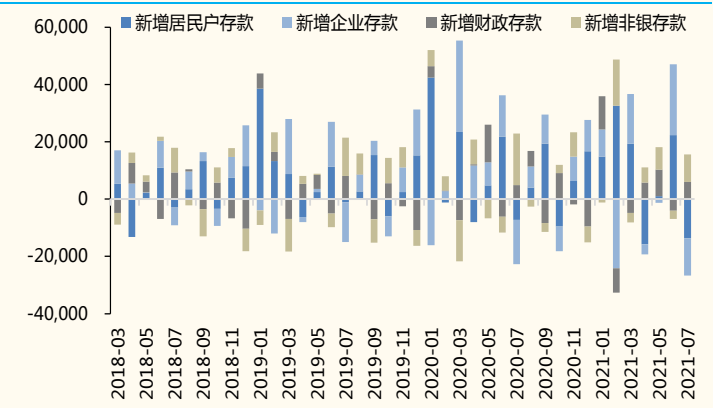
比为 4.9%，较前值 5.5% 回落。从结构上看，居民住户存款同比少增较明显，财政性存款同比多增。7 月份人民币存款少增 11300 亿元，同比少增 12103 亿元；其中，居民住户存款同比少增 6405 亿元，非金融企业存款同比多增 2400 亿元，财政性存款同比多增 1136 亿元，非银行业金融机构存款同比少增 8424 亿元。虽然 7 月是缴税大月，但财政存款的增加计入的是央行的负债，叠加政府债券发行放缓，拉低 M2 同比增速，但 M2-M1 在这个基础上较前值进一步回升意味着企业需求回落依然较为明显。

图表 7: M2 和 M1 同比均回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 新增存款结构 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

4、私人部门需求回落，政府信用扩张尚未加速

整体来看，新增社融和信贷均明显低于预期。从结构来看，无论是居民部门，还是私人企业部门，融资需求回落的迹象变得更加明显，政府部门的信用收缩有所加剧。后续来看：**第一，信贷增速的下降依然较为确定。**随着房地产销售的走弱，以及经济增速的放缓，私人部门需求走弱的方向依然在趋势之中。**第二，政府信用将转向扩张。**地方政府债券发行有望加速，但项目质量约束可能依然存在。**第三，货币边际宽松方向确定。**8-9 月可能会有第二次降准：一方面对冲需求的下滑，另一方面配合财政的发力。**第四，年内信用收缩最快的时候应该已经过去。**3 月社融存量同比增速下降 1 个百分点应该是年底下降最快时点，后续随着政府信用扩张，以及货币边际宽松对私人部门需求的刺激，社融存量同比增速下降速度将逐步放缓（甚至某几个月出现小幅回升）。**第五，实体需求的下滑进一步确认。**地产、基建的走弱已经较为确定，后续随着消费和出口走弱，实体需求走弱的力度可能逐步加大。

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_24993



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>