

# 央行继续谨慎操作 下半年先财政后货币

## 2021年7月金融数据点评

### 核心内容:

### 分析师

- **央行对信贷投放谨慎** 7月份社融数量回落，贷款同时下行，信托贷款和银行承兑汇票继续走低，社融融资在7月份全面走低。(1) 企业贷款走低，尤其是企业中长期信贷回落意味着需求的下行，也意味着供给的收缩。(2) 影子银行贷款仍然下滑，委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票贷款继续走低，尤其是承兑汇票大幅下滑，意味着企业的活力在下降。(3) 企业债券融资恢复正常，债券市场偏平稳。(4) 地方政府债券发行量有所滞后，下半年债券发行量可能有所加快。
- **企业长贷回落，信用环境仍然不乐观** 我国对房地产的金融压制见效，居民长期贷款回落。企业长贷7月走低，需求走低的同时也是央行预期的变化。
- **存款减少带来M2下行** 7月份央行仍然是正常的货币操作，M1和M2同时回落。M1减少显示企业的存款下滑，企业资金有一定程度的紧张，企业业务有一定的收缩。居民存款下行是M2下行的主要原因。
- **新增社融规模和贷款规模回落，是因为：**(1) 供给端对信贷的态度不鼓励，尤其是对房地产相关行业；(2) 供给侧改革带来的影响。一方面，原材料价格上行也压制了企业的生产热情，订单下滑下企业对资金的需求回落；另一方面，央行有意压制信贷控制原材料价格上行；(3) 7月份仍然是信贷的供给淡季，生产在9月份会进入秋季高峰，2021年的企业信贷需求弱于2020年。
- **下半年先财政后货币** 对于下半年我们的判断是：(1) **央行对货币的谨慎操作仍然没有结束。** 2季度货币政策报告显示央行对原材料上行的担忧仍然存在，货币政策回归正常仍然是努力的目标。现阶段货币投放增速回归正常，但是央行仍然需要观察前期货币宽松操作下货币乘数的作用，3季度仍然谨慎操作。(2) **政策面对房地产市场的收紧没有结束。** 房地产信贷的收缩带来了整体信用的收缩。(3) **3季度财政政策会有所发力。** 上半年地方政府专项债发行额度远低于预期，这就意味着8-9月份地方政府债券发行至少在1万亿以上。(4) **经济下滑会在4季度更加明确，4季度货币政策有宽松的预期。** 经济稳定增长是下半年政府工作的主要目标，政策层面对年底和明年年初的经济增长有所忧虑。同时下半年预计原材料价格下行，全球通胀有所回落，来自于通胀的压力减少。货币政策可能在4季度宽松，4季度可能再次降准。

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

## 一、央行对信贷投放谨慎

2021年7月份社会融资规模1.06万亿，预期1.70万亿，同比减少0.63万亿。7月份新增贷款8911亿，同比减少1016亿元。7月份社融增速回落，影子银行仍然下行，政府债券发行缓慢。

7月份社融数量回落，贷款同时下行，信托贷款和银行承兑汇票继续走低，社融融资在7月份全面走低。2021年7月份新增社融增速-16.5%，比上月下行1.69个百分点，新增贷款增速3.2%，比上月减少1.75个百分点。

企业贷款走低，尤其是企业中长期信贷回落意味着需求的下行，也意味着供给的收缩。7月份信贷回落，企业进入贷款淡季，同时也是央行有所收缩的结果。2季度货币政策报告显示，央行有意控制信贷回落至正常区间，同时控制货币和信贷的发行速度以应对通胀的可能走高。社融口径的信贷2021年7月份新增贷款为8391亿，同时金融机构口径的信贷8911亿元。国家政策性银行对中小企业的贷款7月份有所回落。

影子银行贷款仍然下滑，委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票贷款继续走低，尤其是承兑汇票大幅下滑，意味着企业的活力在下降。我国对房地产行业加强调控，同时控制杠杆率，影子银行规模继续下滑。7月份影子银行下滑4038亿元，同比下滑4038亿元。

企业债券融资恢复正常，债券市场偏平稳。企业债券到期量增加，企业在债券市场融资7月份小幅回落。7月份低信用企业债发行利差仍然较高，信用分层仍然较为明显。

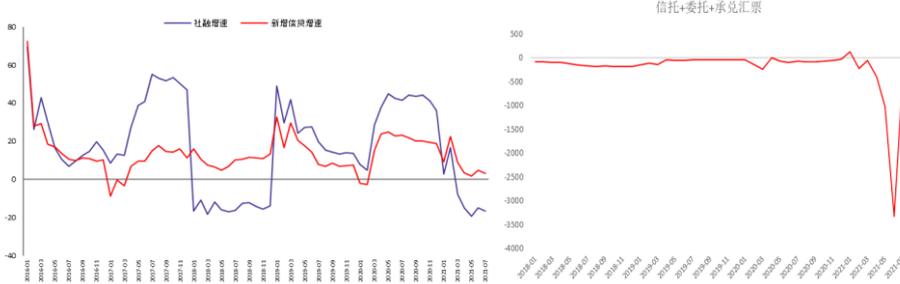
地方政府债券发行量有所滞后，下半年债券发行量可能有所加快。7月份地方政府债券融资1820亿元，地方政府融资额度不及预期反应了债券发行的谨慎。

新增社融规模和贷款规模回落，是因为：(1)供给端对信贷的态度不鼓励，尤其是对房地产相关行业；(2)供给侧改革带来的影响。一方面，原材料价格上行也压制了企业的生产热情，订单下滑下企业对资金的需求回落；另一方面，央行有意压制信贷控制原材料价格上行；(3)7月份仍然是信贷的供给淡季，生产在9月份会进入秋季高峰，2021年的企业信贷需求弱于2020年。2021年7月份，企业需求开始减弱，银行发放信贷回落。对房地产相关融资活动仍然较为严格，信托贷款减少1571亿元，而信托贷款部分针对房地产市场。

鉴于央行对货币投放的谨慎操作，社会融资规模存量同比增速已经回到了10.0%的水平，已经接近于名义GDP(6%的底线)增速，低于实际GDP增速。如果2021年全年新增贷款33万亿，即社融存量同比增速约在10.5%左右，那么新增社融全年增速约在-10%左右。

图1：社融增速下行(%)

图2：影子银行贷款增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、企业长贷回落，信用环境仍然不乐观

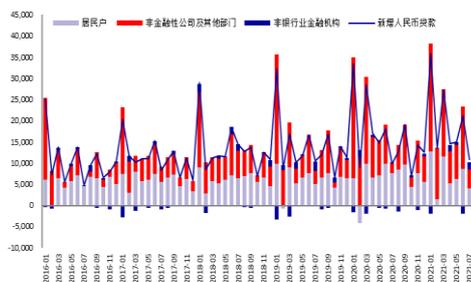
2021年7月份新增信贷增速上行，居民信贷减少，同时企业信贷回落。我国对房地产的金融压制见效，居民长期贷款回落。企业长贷7月走低，需求走低的同时也是央行预期的变化。

从居民信贷来看，7月份居民长贷新增3974亿元，居民长贷明显下滑。7月份居民短贷基本持平，居民消费整体仍然不乐观。我国清查消费贷、经营贷违规进入房地产市场，同时疫情下再度短期封闭，影响了居民短期消费。对房地产的金融压制也体现在了居民的长期贷款上。

从企业信贷来看，企业中长期贷款增速继续回落，但整体增速依然处于高位，短贷同时下行。7月份企业短贷-2577亿元，7月份企业继续偿还贷款，企业手中现金仍然不宽裕。7月份企业长贷4937亿，比去年同期减少1031亿元，7月份我国企业短贷和长贷增速分别为-62.3%和30.4%。

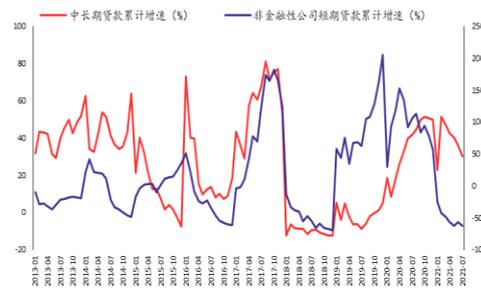
由于央行对非房地产的企业信贷仍然支持，在央行不急转弯的政策下，全年新增贷款约为20.7万亿，那么全年贷款增速约为6%左右。

图3：贷款结构变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图4：企业长贷下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 三、存款减少带来M2下行

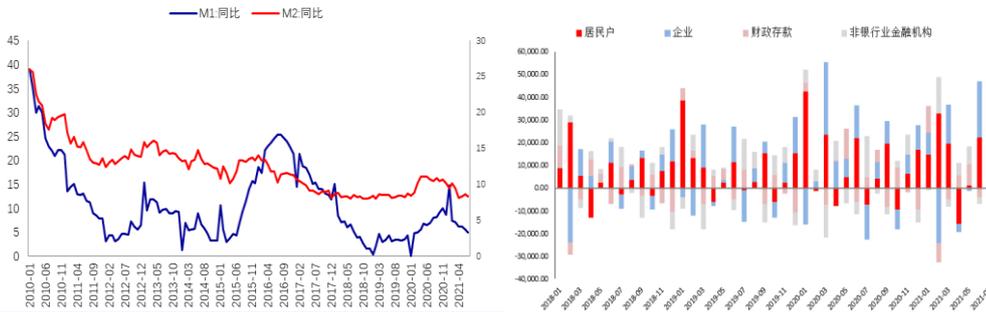
7月份央行仍然是正常的货币操作，M1和M2同时回落。M1减少显示企业的存款下滑，企业资金有一定程度的紧张，企业业务有一定的收缩。居民存款下行是M2下行的主要原因。M1增速为4.9%，比上个月减少0.6个百分点，M2增速8.3%，比上个月减少0.3个百分点。

M2仍然低位运行，M2下行是居民和企业存款同时减少的结果。从M1数量可以看到，7月份企业活期存款和现金减少1.31万亿，居民新增存款减少了1.36万亿，M2环比上个月减少了1.55万亿。预计M2下个月可能小幅上行，主要是金融机构可能加大了对政府债券的购买。

我国央行紧信用暂时未变，但仍然执行不急转弯的政策，预计M2同比增速已经到达底部区域，2021年在8%-9%运行。

图5：M1、M2增速回落（%）

图6：企业贷款偏弱（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 四、下半年先财政后货币

2021年1季度信贷水平仍然较高，2季度央行货币政策报告显示央行力图调整其货币政策至正常水平，央行对货币的整体口径仍然是谨慎的。同时房地产调控仍然没有结束，房地产信贷的收缩直接带来了整体信贷的萎靡。

鉴于当前的经济处于下滑阶段，我们认为下半年整体政策会先财政后货币。对于下半年我们的判断是：

第一、央行对货币的谨慎操作仍然没有结束。2季度货币政策报告显示央行对原材料上行的担忧仍然存在，货币政策回归正常仍然是努力的目标。对于货币总量指标的描述是社融增速与M2增速要与GDP名义增速匹配，现阶段社融和M2的增速已经基本与经济增长相匹配，货币投放增速回归正常，但是央行仍然需要观察前期货币宽松操作下货币乘数的作用，3季度仍然谨慎操作。预计2021年社会融资规模存量增速可能在10%-11%之间，M2在8%-9%左右。

第二、政策面对房地产市场的收紧没有结束。房地产信贷仍然处于收紧状态，居民长期贷款再次下行，同时信托贷款继续回落。房地产信贷的收缩带来了整体信用的收缩。

第三、3季度财政政策会有所发力。上半年地方政府专项债发行额度远低于预期，而21世纪财经报道地方政府债除预留份额外，需要在9月份发行完毕。这也就意味着8-9月份地方政府债券发行至少在1万亿以上。

第四、经济下滑会在4季度更加明确，4季度货币政策有宽松的预期。经济稳定增长是下半年政府工作的主要目标，尤其是政治局730会议显示基建要在今年底明年初形成实物资产，这也就意味着政策层面对年底和明年年初的经济增长有所忧虑。同时下半年预计原材料价格下行，全球通胀有所回落，来

**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\\_25044](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25044)

