



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 信贷季节性回落 利率下降趋结束

——2021年7月份金融数据点评

日期： 2021年08月12日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: [huyuexiao@shzq.com](mailto:huyuexiao@shzq.com)

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

中国通胀全景分析

### ■ 主要观点

#### 价高致信贷季节性回落中偏软

从当月新增信贷规模上看，7月作为下半年的首月，通常规模较低，存在显著的季节性回落现象。2021年7月新增信贷规模回落，主要是季节性回落，但季节性波动中仍然呈现了新增信贷增长的偏软态势。在货币内生背景下，信贷新增的疲软主要是信贷需求不足造成的，而信贷需求的不足，又是融资利率过高的结果。经济体系内部的降息需求，已在逐渐酝酿中！

#### 新增信贷期限再度切换至长期模式

经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化。因此，自中国经济进入“底部徘徊”阶段以来，大约2016年后，新增信贷期限长期化，就成了新增信贷期限分布的常态。然而，中国经济步入后疫情时代后虽然运行日渐稳固，但实际运行状态仍低于疫情前，按2020-2021年平均增速标准，当前经济增长水准仅为危机前的1/2-2/3分位，因此未来新增信贷期限再度回到长期化是不变的趋势。

#### 货币回落不对资本市场构成制约

信贷增长平稳的同时，货币增速回落，表明同样信用创造货币从金融体系“漏出”增多，即货币周转变慢。“漏出”的货币实际上更多的沉淀和流向了金融部门，因而金融部门的缓冲货币反而增多。货币增速和资本市场运行间关系已弱化。在货币市场利率平稳情况下，货币环境变化对资本市场运行几无影响。实际上，7月份，货币市场利率还是趋于下降的。

#### 中小企业融资利率下行趋势结束

从中小企业融资利率下降的实践效果看，前期中小企业融资利率延续下行局面，趋向结束！从同业市场交易情况判断，“防风险”和“去杠杆”政策累积效应体现已近尾声，货币市场杠杆整体水平呈现了趋向平稳，未来除非央行有降息行为，货币市场利率体系的下降态势或趋向结束，转而走平。

#### 预见降息，期待降准

中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，2021年已降准力度并不足以保证货币平稳。不过，在降准和降息的交谊舞步上，下一拍显然是降息！从实体经济角度，进一步降低融资成本的需求正在上行；从金融部门角度，货币内生下金融体系要保持信用扩张水准，在实体部门自然利率下降趋势下，也要求前端货币市场利率有较大幅度下降。

### ■ 风险提示

通胀继续上行,货币政策超预期改变,其它引发经济运行节奏改变因素。

## 目 录

<b>事件：7月份金融数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>4</b>
1.信贷增长合乎预期、货币增长低于预期.....	4
2.价高致信贷季节性回落中偏软.....	5
3.新增信贷期限再度切换至长期模式.....	6
<b>事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>8</b>
4. “紧货币、宽信贷”的“宽信用”格局更趋明显.....	8
5.货币回落不对资本市场构成制约.....	10
6.中小企业融资利率下行趋势结束.....	10
<b>事件预测：趋势判断</b> .....	<b>11</b>
7.预见降息，期待降准.....	11

### 图

图 1 中国信贷新增规模变化（月，亿元）.....	5
图 2 中国信贷增长的期限分布（亿元）.....	6
图 3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）.....	7
图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）.....	8
图 5 中国信贷和货币增长的月度变化（%）.....	9
图 6 温州民间借贷利率下行态势趋缓（月/民间融资综合利率， Average-10D）.....	11

### 表

表 1 2021年7月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
---------------------------------	---

## 事件： 7 月份金融数据公布

**广义货币增长 8.3%。**2021 年 7 月末，广义货币(M2)余额 230.22 万亿元，同比增长 8.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2.4 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.04 万亿元，同比增长 4.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 2 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.47 万亿元，同比增长 6.1%。当月净投放现金 371 亿元。

**人民币各项贷款增长 12.3%。**2021 年 7 月末，人民币贷款余额 186.58 万亿元，同比增长 12.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.7 个百分点。7 月份人民币贷款增加 1.08 万亿元，比上年同期多增 905 亿元。分部门看，住户贷款增加 4059 亿元，其中，短期贷款增加 85 亿元，中长期贷款增加 3974 亿元；企（事）业单位贷款增加 4334 亿元，其中，短期贷款减少 2577 亿元，中长期贷款增加 4937 亿元，票据融资增加 1771 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1774 亿元。

**人民币各项存款增长 8.6%。**2021 年 7 月末，人民币存款余额 225.49 万亿元，同比增长 8.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 1.7 个百分点。7 月份人民币存款减少 1.13 万亿元，同比多减 1.21 万亿元。其中，住户存款减少 1.36 万亿元，非金融企业存款减少 1.31 万亿元，财政性存款增加 6008 亿元，非银行业金融机构存款增加 9576 亿元。

**7 月社会融资规模增量为 1.06 万亿元，比上年同期少 6362 亿元。**其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 8391 亿元，同比少增 1830 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 78 亿元，同比少减 446 亿元；委托贷款减少 151 亿元，同比少减 1 亿元；信托贷款减少 1571 亿元，同比多减 204 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2316 亿元，同比多减 1186 亿元；企业债券净融资 2959 亿元，同比多 601 亿元；政府债券净融资 1820 亿元，同比少 3639 亿元；非金融企业境内股票融资 938 亿元，同比少 277 亿元。

## 事件解析：数据特征和变动原因

### 1. 信贷增长合乎预期、货币增长低于预期

虽然中性稳健货币政策为货币当局多次明示，但经济形势的复杂性，使得市场对货币放松的预期也一直存在。在7月初央行降准，尽管央行明确表态货币中性基调不变，市场出于对经济形势的担忧，仍然认为货币倾向于宽松。物价的持续高位运行态势，又让不少机构对货币放松存在质疑。因此，当前市场对未来货币增长，整体平稳中存在较为明显的分歧，并受近期货币、信贷的增长情况和政策变动影响很大，趋势外推成为市场主流预期——由于上月货币增长有较大反弹，故7月份货币增速的市场预期也较高。

2021年7月末，广义货币(M2)余额230.22万亿元，同比增长8.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和2.4个百分点。7月份人民币贷款增加1.08万亿元，比上年同期多增905亿元；7月末人民币贷款余额186.58万亿元，同比增长12.3%，增速与上月末持平，比上年同期低0.7个百分点。和市场预期比较，信贷增长基本符合市场预期，但货币增长则低于市场预期较多，货币实际增速已落在了市场预期分布之下；信贷增速和规模增加，则处于市场预期密集区，两者均接近市场预期的中值和均值。

表 1 2021年7月的中国信贷和货币市场预期情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
<b>Median</b>	<b>12000</b>	<b>8.7</b>	<b>12.3</b>
<b>Average</b>	12285	<b>8.8</b>	<b>12.3</b>
<b>High</b>	23180	9.2	12.4
<b>Low</b>	<b>9000</b>	<b>8.4</b>	12.2
No of Forecasts	29	28	10
<b>SHSC</b>	<b>10000</b>	<b>8.4</b>	<b>12.2</b>

数据来源：Reuters，上海证券研究所

6月份实际货币增速公布后，我们认为或已达到年内高点，下半年货币增速将回落至8.0的中枢附件徘徊。按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应后的实际GDP增速+CPI，或者名义GDP增速），适宜的货币增速应该在7-9之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部，但考虑到物价形势，又会尽量避免太靠近于合适区间上限。中国货币增长实际上是一种“刀刃式”的增长。

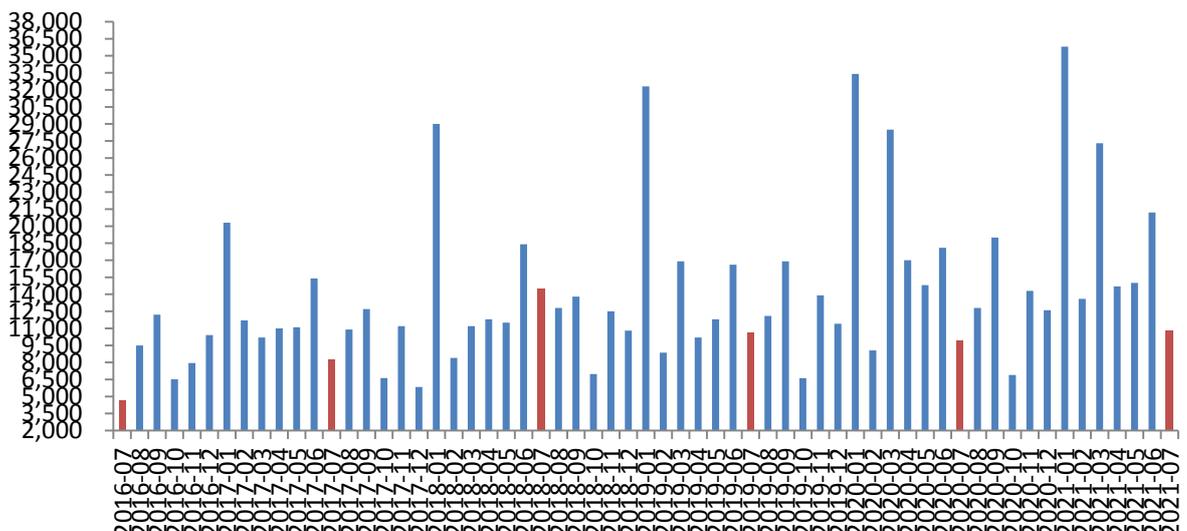
## 2.价高致信贷季节性回落中偏软

在货币体系由外生转为内生后，信贷需求成为决定信贷增长的决定性力量。在 2019 年前的货币外生时代，信贷增长变化主要取决于央行的意愿及相应的基础货币调控操作，但在货币转向内生后，金融机构行为和政策意向之间的偏差上升，央行的货币政策重心也转向结构性调整，即调整流动性分布，引导新增信贷定向投放，成为当前及未来货币政策的重点。

从当月新增信贷规模上看，7 月作为下半年的首月，通常规模较低，存在显著的季节性回落现象。因此，尽管 7 月份新增信贷规模回落较多，但信贷余额增速仍然维持了平稳，7 月份和 6 月份均为 12.3。尽管 2021 年 7 月份新增信贷规模比 2020 年同期略高，但由于 2021 年基数更大，2021 年上半年新增信贷规模累计为 127600 亿元，而 2020 年上半年为 120900 亿元；因此，2021 年 7 月的回落表现得更为显著，2021 年 7 月环比回落规模为 10400 亿，明显高于 2020 年 7 月环比回落规模 8173 亿。

2021 年 7 月新增信贷规模回落，主要是季节性回落，但季节性波动中仍然呈现了新增信贷增长的偏软态势。在货币内生背景下，信贷新增的疲软主要是信贷需求不足造成的，而信贷需求的不足，又是融资利率过高的结果。由于 PPI 持续高位带来的上游成本上涨，在经济偏软时期难于转嫁，企业扩张需求不强烈；另一方面，金融机构出于风险管理要求，经营也趋向谨慎。综而言之，经济体系内部的降息需求，已在逐渐酝酿中！

图 1 中国信贷新增规模变化（月，亿元）



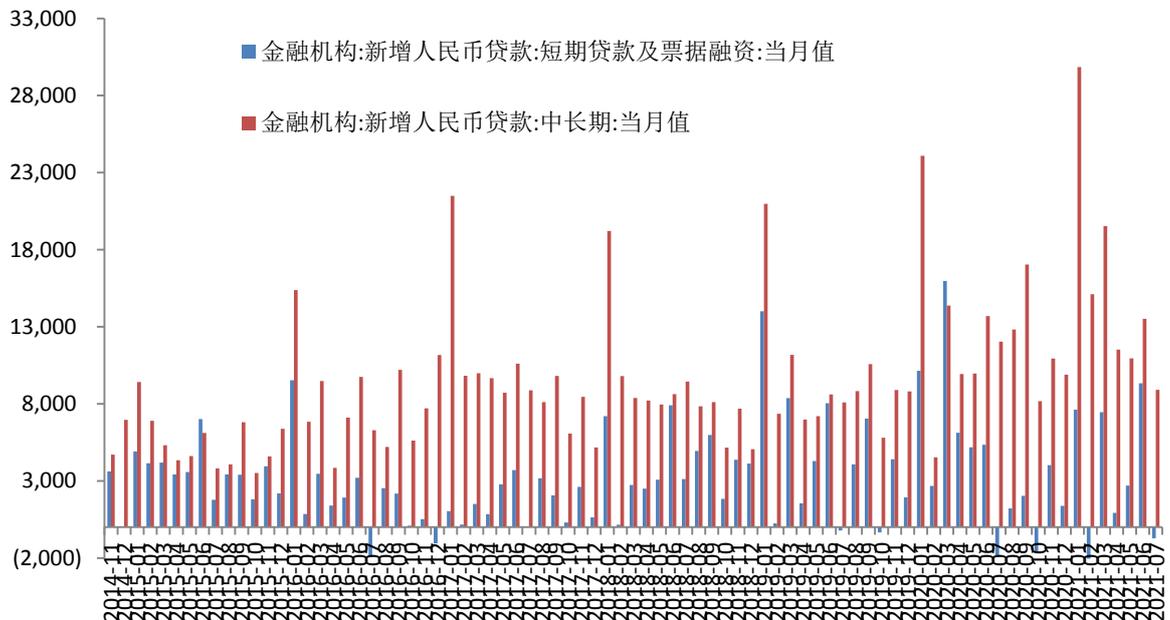
数据来源：Wind，上海证券研究所

### 3.新增信贷期限再度切换至长期模式

经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化。因此，自中国经济进入“底部徘徊”阶段以来，大约 2016 年后，新增信贷期限长期化，就成了新增信贷期限分布的常态。在经济在各种激励和各种因时顺势短期因素作用下呈现临时加速回升时，新增信贷期限也会临时趋于均衡化，2021 年 H1 的表现便是如此，直到 2021 年 6 月份时新增信贷期限分布均衡化达到阶段顶峰。

然而，中国经济步入后疫情时代后虽然运行日渐稳固，但实际运行状态仍低于疫情前，按 2020-2021 年平均增速标准，当前经济增长水准仅为危机前的 1/2-2/3 分位，因此未来新增信贷期限再度回到长期化是不变的趋势。

图 2 中国信贷增长的期限分布 (亿元)



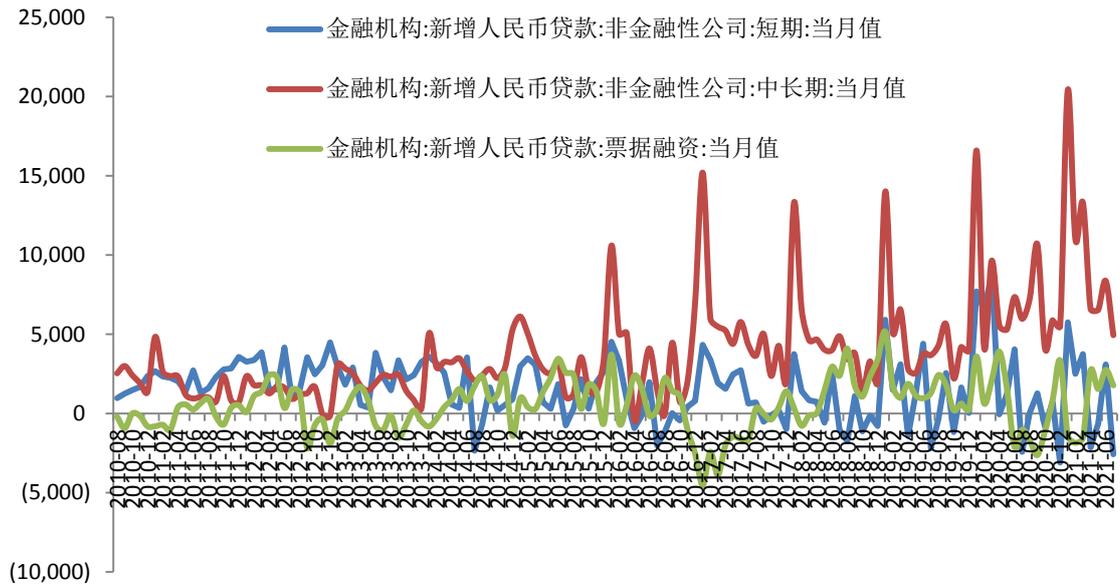
数据来源: Wind, 上海证券研究所

通常来说经济繁荣时期，信贷的短期占比会提升，原因是经济活跃带来的经营性融资需求上升。而经济底部时期，经济活动中经营融资需求下降，政策性、激励性的信贷投放会增多，而这些政策性信贷投放通常是偏长期限的。因此新增信贷的长期化趋向，意味着信贷增长更多的仍是政策推动下金融机构主动投放的结果。经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。即使上半年信贷均衡化程度有所提高，但就整体情况而言，新增贷款长期化的明显特征没有改变，无论是居民部门还是企业部门，均是如此，毕竟经济处于底部的阶段特征不变。

从信贷期限的分布看，企业部门的长期化特征更为显著，企业

信贷期限分布上无论整体波动如何，长期信贷都显著超出短期信贷增长从企业部门看，2021年以来信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和2020年疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2021年7月企（事）业单位人民币贷款增加4334亿元，其中，短期贷款减少2577亿元，中长期贷款增加4937亿元，票据融资增加1771亿元。

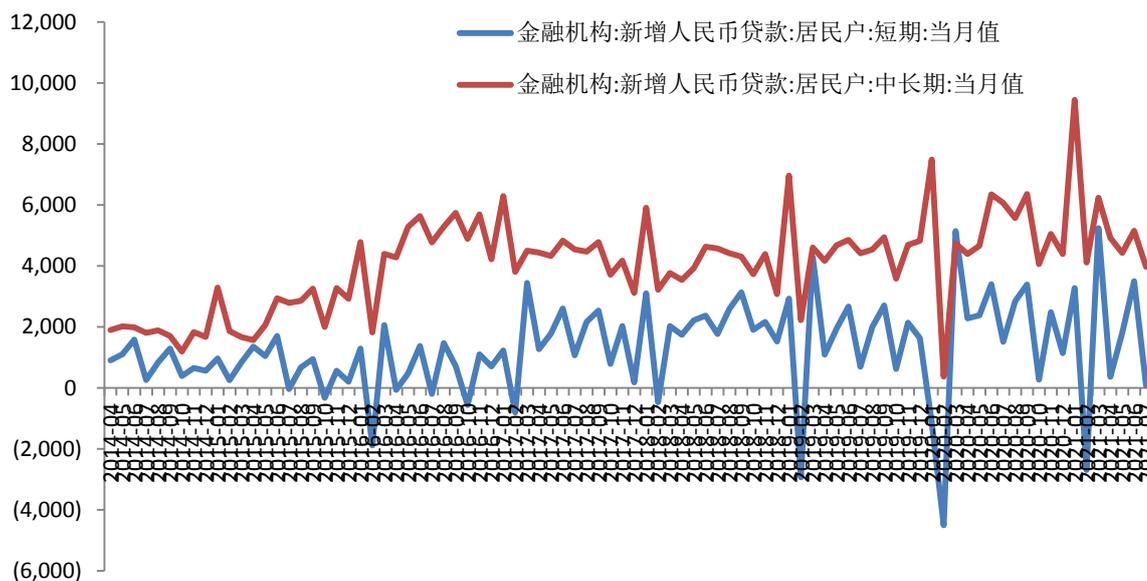
图3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

7月份新增信贷期限结构方面，居民部门仍然呈现了明显的长期化倾向，表明前期查处“经营贷”行为，使得居民部门短贷长用、经营性资金流入楼市情况已持续减少。另一方面，7月份居民部门信贷新增规模扩张中保持长期化态势，表明楼市需求仍很旺盛，笔者认为楼市投资属性不除，楼市需求带来的长期性居民信贷需求，就谁持续保持高位。7月份居民部门的4059亿人民币新增贷款中，短期贷款快速回落到仅85亿元，几无增长；当月中长期贷款增加3974亿元，回落幅度仅为短期贷款的约1/3。我们认为：房地产领域仍然是居民部门新增信贷的主要流向地，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”仍旺。

图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

居民部门新增信贷的长期化, 意味着居民楼市需求仍很旺盛; 企业部门新增信贷的长期化, 意味着经济整体内生增长动力仍偏弱, 支持投资和建设的、具有较高政策导向性的中长期贷款, 仍是投放的主流! 从实际情况看, 楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础, 部分居民甚至以各种名义套取银行短期资金, 用作房产投资前期投入。从居民部门的信贷期限分布看, 长期期限仍然是主流, 按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。

## 事件影响：对经济和市场

### 4. “紧货币、宽信贷”的“宽信用”格局更趋明显

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\\_25046](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25046)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn