

总量研究

为什么社融明显弱于市场预期？

——2021年7月金融数据点评

要点

事件：2021年8月11日，中国人民银行公布7月货币金融数据。社融新增1.06万亿，同比少增0.63万亿，前值3.67万亿，存量同比增速10.7%，前值11.0%；人民币贷款新增1.08万亿，同比多增873亿元，前值2.12万亿；M2同比增速8.3%，前值8.6%。

核心观点：7月新增社融明显弱于市场预期，主要受两方面因素驱动：一则，社融口径下的新增人民币贷款超季节性走弱，主要源于企业信贷需求的回落，房贷政策收紧对居民信贷的挤压，以及信贷收支表口径下新增人民币贷款中非银机构贷款的增加。二则，政府债券净融资超季节性走弱，主要源于7月政府债券到期量的骤增。

展望来看，一方面，从银行家调查问卷来看，二季度大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现出明显的下行态势，表明当前阶段企业需求有所回落。另一方面，今年在融资总量增速有所收敛的大背景下，政策层持续传达出加大制造业等重点领域的信贷投放的预期，并通过降准为商业银行补充长期流动性，信贷的供给端预计仍将维持充裕。因而，预计下半年新增信贷仍有支撑，不会明显走弱，结构上或以票据融资支撑为主。综合考虑，我们预计8月份新增社融在2.9万亿左右，对应社融存量同比增速10.5%，预计三季度社融增速将逐步探底企稳。

社融：新增社融为什么弱于市场预期？

一则，社融口径下的新增人民币贷款超季节性走弱，主要源于企业信贷需求的回落，房贷收紧对居民信贷的挤压，以及信贷收支表口径下新增人民币贷款中非银机构贷款的增加。

7月新增人民币贷款(社融口径)8391亿元，新增人民币贷款(信贷收支表口径)10800亿元，市场预期10920亿元。可以看出，新增人民币贷款的走弱是在市场的预期之内的，但社融口径新增人民币贷款的超季节性少增则主要源于统计口径的差异。

通过对比信贷收支表口径与社融口径的新增人民币贷款，可以发现，信贷收支表口径与社融口径的新增人民币贷款经常出现“此消彼长”的现象，两者的差异主要源于社融口径下的新增人民币贷款剔除了对非银机构的贷款。

剔除统计口径的差异，从银行家调查问卷来看，二季度大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现出明显的下行态势，表明当前阶段的企业需求有所回落。另外，3月以来，央行等部委持续收紧房贷政策，部分城市上调房贷利率，房贷政策趋紧对居民端的信贷挤压日渐显现。

二则，政府债券净融资超季节性走弱，主要源于7月政府债券到期量的骤增。7月政府债券净融资1820亿元，与2020年同期相比少增3639亿元，与2019年同期相比少增4607亿元，走弱幅度明显超出季节性因素。

从债券发行口径(与社融统计口径略有差异)来看，7月政府债券总发行量达12900亿元，略高于2020年7月的11728亿元与2019年7月的9144亿元，但7月政府债券总偿还量达到10506亿元，明显高于2020年7月的6685亿元与2019年7月的3385亿元。简而言之，7月政府债券净融资超季节性走弱的主因源于到期量的骤增。

向前看，8月-12月政府债券到期量将明显走弱，到期量对于政府债券净融资的影响将会明显走弱，但政府债券的发行量仍将延续强劲态势。因而，与正常年份相比，预计8月政府债券净融资将会明显恢复，并对新增社融产生支撑。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

相关研报

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四(2021-07-22)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三(2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二(2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一(2021-04-22)

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一(2021-06-28)

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评(2021-07-10)

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评(2021-07-08)

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评(2021-05-12)

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报(2021-07-04)

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报(2021-06-06)

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评(2021-06-10)

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评(2021-05-12)

企业融资继续强劲，制造业强复苏可期——2021年3月金融数据点评(2021-04-12)

目 录

一、新增社融为什么弱于市场预期？	3
二、居民信贷明显走弱，企业融资常态回归	5

图目录

图 1：7 月新增社融走弱幅度明显超出季节性因素	3
图 2：7 月新增社融结构	3
图 3：7 月社融新增与 2020 年同期比较	4
图 4：7 月社融新增与 2019 年同期比较	4
图 5：7 月新增人民币贷款超季节性走弱	4
图 6：7 月社融口径下的新增人民币贷款较弱	4
图 7：7 月政府债券净融资超季节性走弱	5
图 8：7 月政府债券净融资走弱主要源于到期量较大	5
图 9：7 月信贷新增与 2020 年同期比较	6
图 10：7 月信贷新增与 2019 年同期比较	6
图 11：商业银行票据融资月末冲量带动转贴现利率大幅下行	6
图 12：信贷环境维持宽松	6

事件：2021年8月11日，中国人民银行公布7月货币金融数据。社融新增1.06万亿，同比少增0.63万亿，前值3.67万亿，存量同比增速10.7%，前值11.0%；人民币贷款新增1.08万亿，同比多增873亿元，前值2.12万亿；M2同比增速8.3%，前值8.6%。

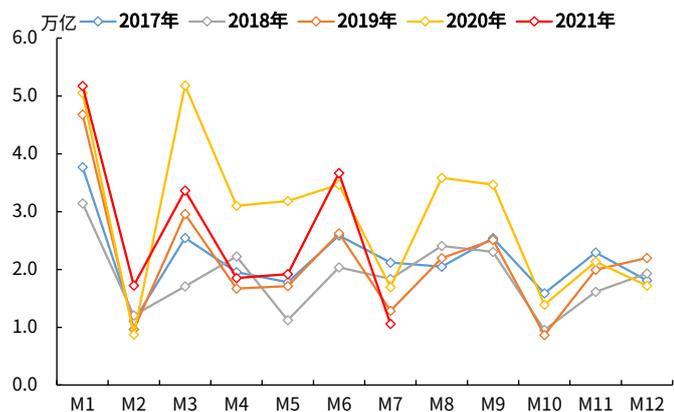
核心观点：7月新增社融明显弱于市场预期，主要受两方面因素驱动：一则，社融口径下的新增人民币贷款超季节性走弱，主要源于企业信贷需求的回落，房贷政策收紧对居民信贷的挤压，以及信贷收支表口径下新增人民币贷款中非银机构贷款的增加。二则，政府债券净融资超季节性走弱，主要源于7月政府债券到期量的骤增。

展望来看，一方面，从银行家调查问卷来看，二季度大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现出明显的下行态势，表明当前阶段企业需求有所回落。另一方面，今年在融资总量增速有所收敛的大背景下，政策层持续传达出加大制造业等重点领域的信贷投放的预期，并通过降准为商业银行补充长期流动性，信贷的供给端预计仍将维持充裕。因而，预计下半年新增信贷仍有支撑，不会明显走弱，结构上或以票据融资支撑为主。综合考虑，我们预计8月份新增社融在2.9万亿左右，对应社融存量同比增速10.5%，预计三季度社融增速将逐步探底企稳。

一、新增社融为什么弱于市场预期？

7月新增社融1.06万亿，市场预期均值为1.53万亿，新增社融大幅弱于市场预期，主要源于社融口径下的新增人民币贷款以及政府债券净融资超季节性走弱。

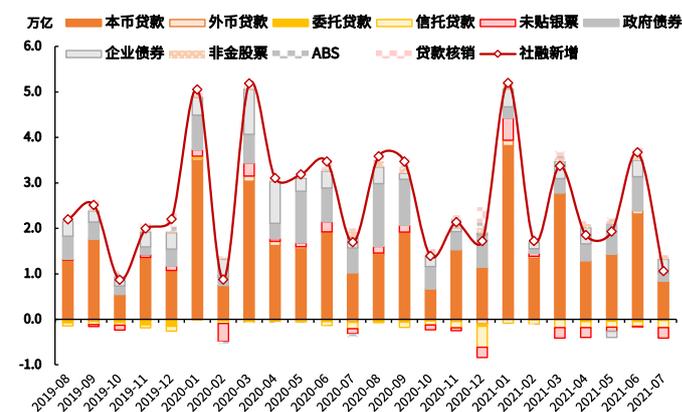
图1：7月新增社融走弱幅度明显超出季节性因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年7月

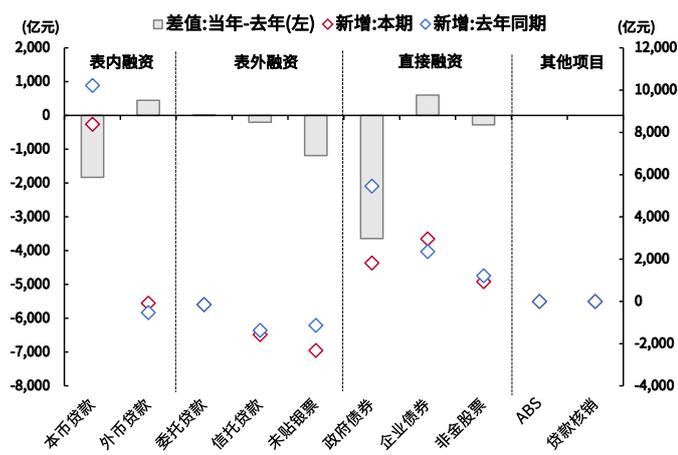
图2：7月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

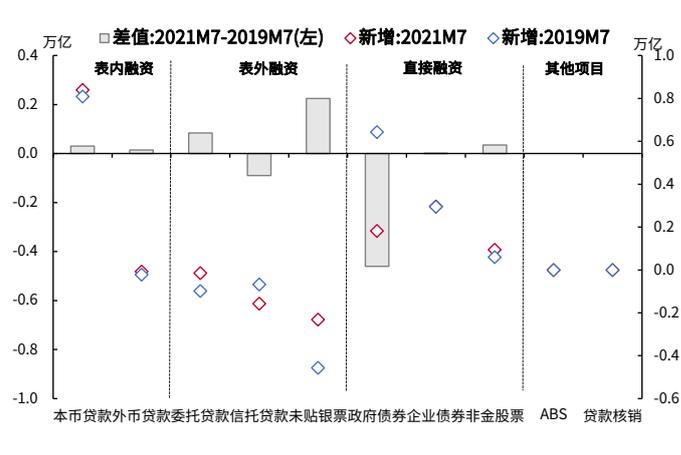
数据截至2021年7月

图 3：7 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：7 月社融新增与 2019 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

一，社融口径下的新增人民币贷款超季节性走弱，主要源于企业信贷需求的回落，房贷收紧对居民信贷的挤压，以及信贷收支表口径下新增人民币贷款中非银机构贷款的增加。

7 月新增人民币贷款(社融口径)8391 亿元，新增人民币贷款(信贷收支表口径)10800 亿元，市场预期 10920 亿元。可以看出，新增人民币贷款的走弱是在市场的预期之内的，但社融口径新增人民币贷款的超季节性少增则主要源于统计口径的差异。

通过对比信贷收支表口径与社融口径的新增人民币贷款，可以发现，信贷收支表口径与社融口径的新增人民币贷款经常出现“此消彼长”的现象，两者的差异主要源于社融口径下的新增人民币贷款剔除了对非银机构的贷款。

剔除统计口径的差异，从银行家调查问卷来看，二季度大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现出明显的下行态势，表明当前阶段的企业信贷需求有所回落。另外，3 月以来，央行等部委持续收紧房贷政策，部分城市上调房贷利率，房贷政策趋紧对居民端的信贷挤压日渐显现。

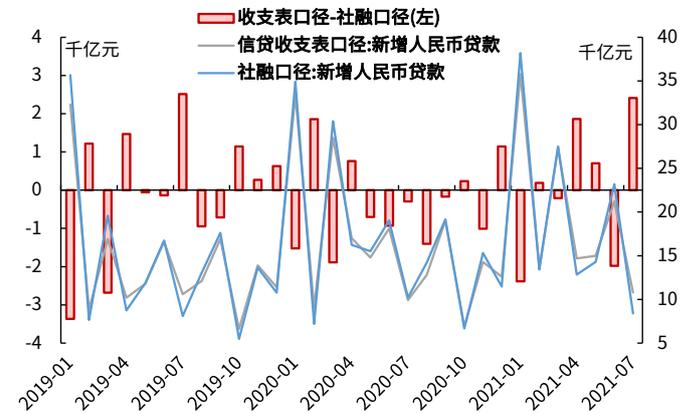
图 5：7 月新增人民币贷款超季节性走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 7 月

图 6：7 月社融口径下的新增人民币贷款较弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

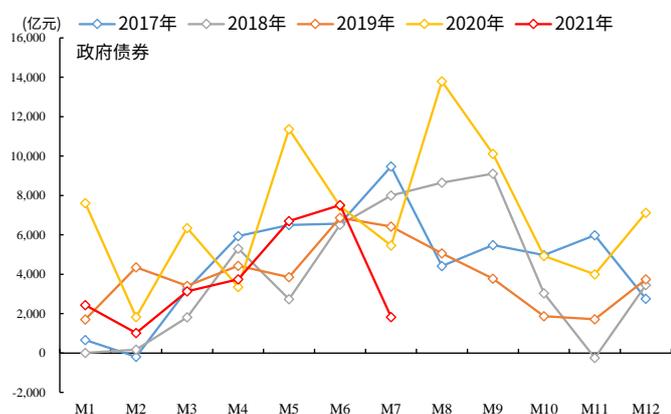
数据截至 2021 年 7 月

二则，政府债券净融资超季节性走弱，主要源于7月政府债券到期量的骤增。7月政府债券净融资1820亿元，与2020年同期相比少增3639亿元，与2019年同期相比少增4607亿元，走弱幅度明显超出季节性因素。

从债券发行口径（与社融统计口径略有差异）来看，7月政府债券总发行量达12900亿元，略高于2020年7月的11728亿元与2019年7月的9144亿元，但7月政府债券总偿还量达到10506亿元，明显高于2020年7月的6685亿元与2019年7月的3385亿元。简而言之，7月政府债券净融资超季节性走弱的主因源于到期量的骤增。

向前看，根据2021年8月11日之前已发行国债与地方债的到期日期推算来看，2021年8月-12月政府债券到期量将明显走弱，也就是说，到期量对于政府债券净融资的影响将会明显走弱。但政府债券的发行量仍将延续强劲态势，因而，与正常年份相比，预计8月政府债券净融资将会明显恢复，并对新增社融产生支撑。

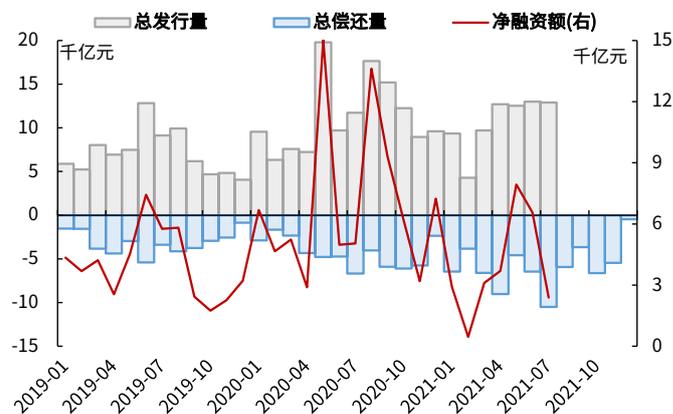
图7：7月政府债券净融资超季节性走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年7月

图8：7月政府债券净融资走弱主要源于到期量较大



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：2021年8月-12月的总偿还量是根据2021年8月11日之前已发行国债与地方债的到期日期推算的估计值

二、居民信贷明显走弱，企业融资常态回归

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_25065



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>