

实体经济动能下降，票据冲量迹象渐显

——7月金融数据点评

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021 - 68634510 - 8370

Email: qizc@xcsc.com

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021 - 38784580 - 8256

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

核心要点：

□ 事件：

7月新增社会融资规模1.06万亿元，预期1.53万亿元，前值3.67万亿元。7月新增人民币贷款1.08万亿元，预期1.09万亿元，前值2.12万亿元。7月M1同比增长4.9%，前值5.5%。M2同比增长8.3%，预期8.7%，前值8.6%。

□ 社融低于预期，实体经济动能下降

7月新增社会融资规模1.06万亿元，预期1.53万亿元，前值3.67万亿元。社融存量同比较上月下行0.3pct，录得10.7%。政府债券、人民币贷款、未贴现银行承兑汇票是主要拖项。

7月社融数据远低预期，我们推测有三方面原因：一是政策重回“严监管”的主线，重点落在防范地方和企业债务规模快速扩张上；二是大宗商品涨价的成本压力使企业不急于扩大产能，而是更趋于“观望”状态；三是今年地方政府债发行节奏后移。

□ 居民户贷款需求骤降致新增人民币贷款下滑显著

居民贷款需求快速萎缩，7月当月录得4059亿元，较上月8685亿元下降4626亿元，降幅达53%。居民贷款需求急剧下降或有三方面原因，一是受疫情反复和自然灾害等原因引发的消费受限；二是房地产严控政策的效果已从供给端逐步传导至消费端；三是对消费贷的审核发放要求越来越严苛。

□ 实体经济融资需求萎缩，票据冲量迹象渐显

7月非金融企业短期贷款同比下降156亿（降幅6.4%），中长期贷款同比下降1031亿（降幅17.3%）。企业短期和中长期贷款规模同比均下降，尤其是代表企业主动扩张产能意愿的中长期贷款下降明显，表明当前实体经济面临一定的下行压力。

票据融资同比由负转正，较去年同期增加2792亿，票据规模的大增也反映了在信贷投放不足的情况下，银行用票据冲抵信贷规模的意愿较强，票据同比规模连续两个月大幅增加也从侧面证明了实体经济承压的现状。

□ 融资需求减弱影响货币派生能力，致M1、M2回落

7月M1同比增速4.9%，前值5.5%；M2同比增速8.3%，前值8.6%，M1、M2双双回落，或与居民和企业融资需求减弱，影响了货币派生能力有关。

M1-M2剪刀差自今年2月由正转负，并连续4个月走阔。通常如果企业对未来经济预期好转，会将定期存款活期化以用于资本开支，此时M1变大，M2变小，而当前M1减小的幅度大于M2减小的幅度，表明

企业对未来经济预期较为悲观。

□ **风险提示**

- 1、 大宗商品价格维持高位影响企业利润，导致企业融资需求继续羸弱。
- 2、 实体经济融资需求不振导致银行票据冲量行为增加，经济有潜在“脱实向虚”风险。

1 社融低于预期，实体经济动能下降

2021年7月新增社会融资规模1.06万亿元，预期1.53万亿元，前值3.67万亿元。社融存量同比较上月下行0.3pct，录得10.7%。

图1 近两年社融规模和同比增速走势（亿元，%）

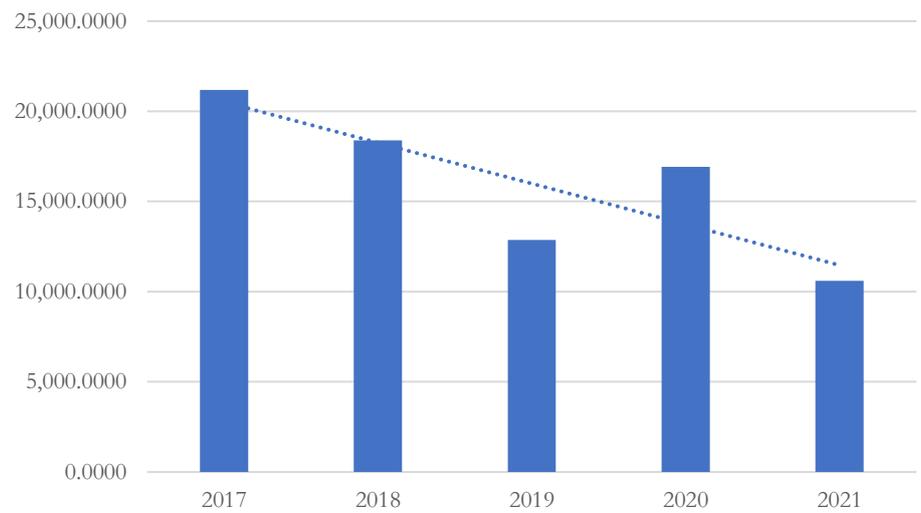


资料来源：湘财证券研究所、Wind

从社融规模绝对水平上看，考虑到社融口径有所调整，可以横向比较自2017年以来新口径下的社融规模，在剔除季节性扰动因素后，从趋势上看近年来7月份的社融规模持续下降，2020年的反弹是由于疫情背景下财政发力，大规模的专项债和防疫特别债的发行抬高了社融规模，而今年7月当月社融规模又回归下行通道，且绝对水平低于2019年同期。从同比增速看，剔除5月前基数效应的扰动，5月后的社融增速也呈边际下降趋势。社融规模和同比增速的下降表明了当前实体融资需求不强、经济动能不足的现状。

7月社融数据远低于预期，我们推测有三方面原因：一是政策重回“严监管”的主线，重点落在防范地方和企业债务规模快速扩张上；二是大宗商品涨价的成本压力使企业不急于扩大产能，而是更趋于“观望”状态；三是今年地方政府债发行节奏后移。

图 2 近五年 7 月份社融规模呈下降趋势 (亿元)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

2 政府债券、人民币贷款、未贴现银行承兑汇票是主要拖累项

7 月社融同比下降 6328 亿，其中贡献前三的分项为政府债券、人民币贷款、未贴现银行承兑汇票，分别下降 3639 亿、1830 亿、1186 亿。7 月社融环比下降 26089 亿，贡献前三的分项为人民币贷款、政府债券、未贴现银行承兑汇票，分别下降 14791 亿、5688 亿、2096 亿。

表 1 社融各分项对整体同比、环比的影响

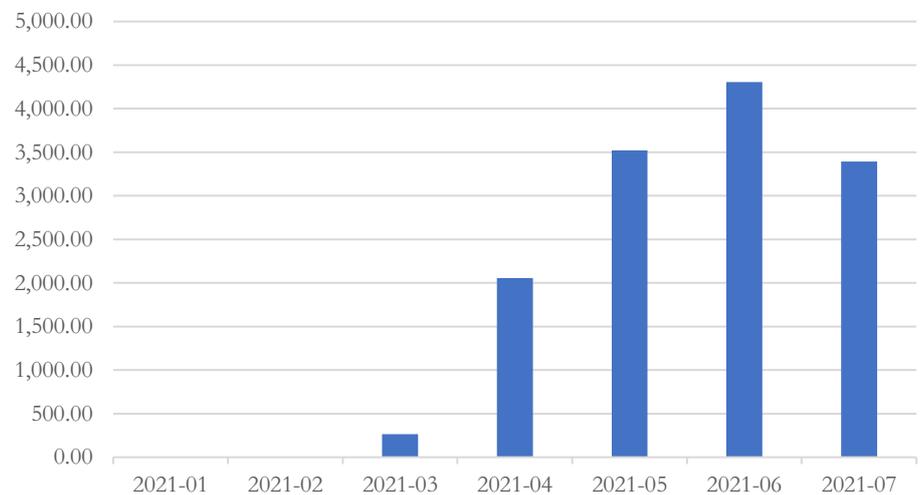
	社会融资规模	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券
环比 (亿)	-26,089	-14,791	-779	323	-525	-2,096	-611	-18	-5,688
同比 (亿)	-6,328	-1,830	446	1	-204	-1,186	601	-277	-3,639
环比贡献率		56.7%	3.0%	-1.2%	2.0%	8.0%	2.3%	0.1%	21.8%
同比贡献率		28.9%	-7.0%	0.0%	3.2%	18.7%	-9.5%	4.4%	57.5%

资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 专项债发行规模下降拖累政府证券融资项

今年专项债发行窗口整体后移。统计自 2021 年 1 月至 7 月底，累计新增专项债 1.35 万亿，全年目标 3.65 万亿，7 月末仅完成 37%。对比去年前 7 个月，已完成去年全年目标的 60%。由此可见今年整体专项债的发行节奏偏慢。即使被市场寄予厚望的三季度，目前看发行节奏也并未提速，7 月当月新增专项债 3391 亿，低于 6 月 4303 亿的水平。这或与当前的政策目标和导向有关，即由高速发展向高质量发展转换，因此对于专项债的投向要求也愈发严格，导致地方政府有钱但无对应的优质项目可投，致专项债发行放缓。

图 3 专项债整体发行进度偏慢（亿元）

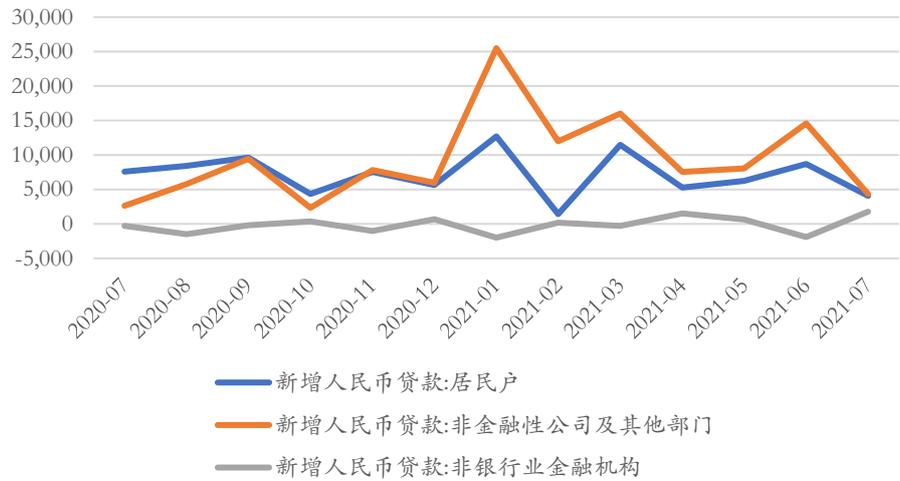


资料来源：湘财证券研究所、Wind

4 居民户贷款需求骤降致新增人民币贷款下滑显著

居民贷款需求快速萎缩，7 月当月录得 4059 亿元，较上月 8685 亿元下降 4626 亿元，降幅达 53%，成为拖累人民币贷款项下滑的主因。居民贷款需求急剧下降或有三方面原因，一是受疫情反复和自然灾害等原因引发的消费受限；二是房地产严控政策的效果已从供给端逐步传导至消费端，并有《进一步加强个人住房信贷管理工作的通知》等文件陆续出台；三是对消费贷的审核发放要求越来越严苛。

图 4 居民户人民币贷款规模急速下滑（亿元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

5 实体经济融资需求萎缩，票据冲量迹象渐显

7月非金融企业短期贷款同比下降156亿（降幅6.4%），中长期贷款同比下降1031亿（降幅17.3%）。企业短期和中长期贷款规模同比均下降，尤其是代表企业主动扩张产能意愿的中长期贷款下降明显，表明当前实体经济面临一定的下行压力。

图 5 居民户人民币贷款规模急速下滑（亿元）



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_25414

