

行业研究

从超低票据利率看 7 月贷款增长

——流动性观察第 70 期

主要观点

低利率环境刺激承兑，料 7 月份票据融资大增。（1）一般贷款增长压力加大，刺激银行收票意愿，月末银行冲量需求集中释放，导致转贴现月末供需显著失衡，成本收益倒挂，部分银行愿意承担亏损买入转贴，暗含在贷款规模增长上压力突出。（2）7 月份流动性环境较为宽松，直贴利率出现同步下行，使得票据利率较贷款利率的价格优势更加明显，有助于刺激企业开票行为。（3）**票据融资有回归均值的需要。**2020 年以来存量规模均值大体维持在 12 万亿左右，且呈现“上半年回落、下半年走高”的特点。票据融资是满足企业短期流动性资金需求的有效工具，在年初开门红时点中长期贷款大幅走高之后，下半年票据融资有回归均值的需要。

“资产荒”下可用资金规模消耗减少，非银贷款大幅增长。7 月 5 日-16 日 R001 日均成交规模均在 4 万亿以上，7 月均值为 3.76 万亿，在历史上仅次于 2020 年 4-5 月疫情时期利率处于低位的水平。这反映出，在实体经济融资需求走弱、信贷投放季节性回落、政府债券供给偏低以及城投平台隐性债务监管加强情况下，**银行面临一定“资产荒”，7 月份可用资金消耗较低，特别是降准后司库流动性较为冗余，进而提升了净融出规模。**

MMF 与 NCD 套利推高银行负债成本。当前银行体系与非银体系之间已形成一定套利空间。即在宽松的流动性下，司库冗余资金会开展融出、存放同业以及配置 MMF 等业务，同时银行体系活期存款也会出现“脱媒”现象，流向 MMF 或现金管理类理财，非银机构则会用这些资金购买银行发行的 NCD。受此影响，**银行低成本结算性活期资金（年化利率 0.3-0.5%）经过一系列套利循环，最终形成高成本的 NCD 资金（1Y 国股 NCD 年化利率为 2.7%左右），进而推高了银行体系综合负债成本。**

对公贷款大幅走弱，区域分化加大。今年 7 月份对公贷款回落幅度可能出现超季节性情况，景气度明显弱于 2019 和 2020 年同期水平，零售贷款表现同样不佳。上半年，江苏、浙江、广东地区表内信贷以及股+债+非标等非信贷类融资处于“双高”区间，而东北、环京以及西部地区融资收缩现象较为普遍。从 7 月份的情况看，地处江苏、浙江以及上海的银行对公贷款投放同样出现季节性回落，但较去年同期降幅相对有限，且一般贷款（对公+零售+票据）同比有所改善。

7 月份贷款“总量温和、结构恶化”，社融增速小幅下滑。我们预计，7 月份新增人民币贷款（央行口径）维持在 1 万亿左右，但贷款结构不甚乐观，非银贷款+票据融资占比显著提升。同时，预计社融新增规模在 1.5 万亿左右，同比增速小幅下滑至 10.9%。

对于下半年实体经济融资需求和信用增长的思考。下半年有三个方面值得重点关注：一是监管政策趋严对房地产和城投平台融资造成的冲击。二是信用增长的“南北分化”加大，需关注江苏地区疫情对经济的冲击。三是机构间呈现“两头平、中间凹”的特点。当前实体经济融资需求确实有边际走弱的迹象，且在区域和机构层面的分化有所加剧，稳增长诉求有所提升。我们预计：**（1）2021 年全年新增贷款在 20 万亿以上，增速在 11.5%以上。（2）今年社融增速或在 Q3 筑底企稳于 10.8-11.0%，Q4 存在出现小幅反弹的可能，全年新增社融维持在 32 万亿左右，增速维持在 11.2%左右。**

风险分析：市场加杠杆力度较大，资金面波动加剧。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

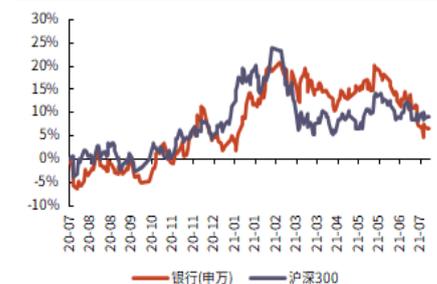
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

8 月份利率会迎来拐点吗？——流动性观察第 69 期

定量测算：为什么 LPR 报价维持不变？——流动性观察第 68 期

从银行视角看 2021 年政府工作报告——流动性观察第 67 期

从银行视角看 2020 年中央经济工作会议——流动性观察第 66 期

资本会成为信贷投放的“硬约束”吗？——流动性观察第 65 期

如何看待今日 GC 利率大幅下行？——流动性观察第 64 期

当“信用债”不再是“信仰债”：缘起、演化与冲击——流动性观察第 63 期

临近7月末时点,国股银行票据转贴利率大幅下挫。根据票交所公布的数据,7月30日,7D和1M分别降至0.08%、0.20%,创2018年12月开始公布相关数据以来的新低。考虑到票据贴现具有调剂信贷规模的功能,7月末票据的价格对贷款、社融增长有何启示意义,我们对此进行分析:

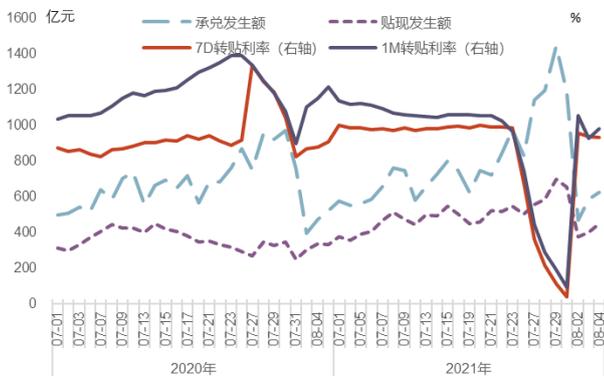
1、低利率环境刺激承兑,料7月份票据融资大增

一般而言,票据资产具有流动性与信贷规模调节的双重属性,7月份票据利率下行至历史新低,是宽松的流动性环境与信贷额度相对充裕共同作用的结果。

(1) 一般贷款增长压力加大,刺激银行收票意愿。根据央行《2021年第二季度银行家问卷调查报告》,Q2贷款需求指数为70.5%,较Q1下降7个百分点,显示贷款需求略有走弱。7月份PMI为50.4%,为连续4个月出现下滑(PMI一般在每月22日左右完成统计,而7月下旬以来国内疫情多点发生,若考虑这部分影响,7月PMI可能会更弱),也反映出实体经济融资需求有所走弱。

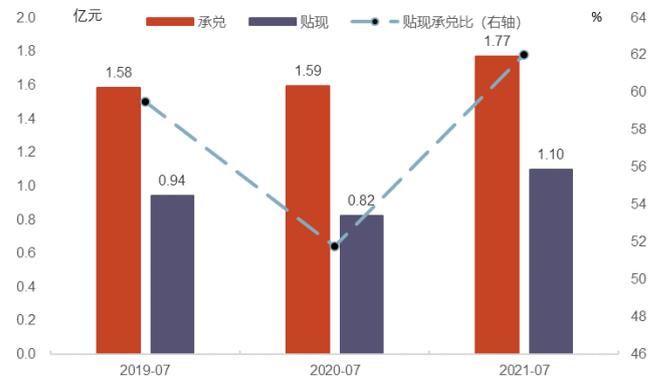
在6月份贷款相对高增的情况下,7月份贷款投放进入“小月”,再叠加信贷需求减弱,临近7月末银行各分支机构倾向于通过票据贴现来冲量,以稳定信贷增长。尤其是在7月底时点,转贴相比直贴,可以更加迅速的调节狭义贷款规模,而在票源供给不足的情况下,买入需求集中释放推动转贴现价格异常走低。

图1: 7D和1M国股银票转贴利率在7月末大幅下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2018年12月-2021年7月

图2: 2019-2021年7月份票据贴现与承兑运行情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2019、2020、2021年7月

我们对比2020年和2021年7-8月票据利率、承兑以及贴现规模不难发现:

(1) 2021年7月票据贴现合计规模为1.1万亿,较2020年7月多增2724亿。

(2) 2021年7月最后一周票据贴现均值为579亿,较2020年7月最后一周均值多增261亿。

(3) 2021年7月末7D、1M国股银票转贴利率降幅明显高于2020年7月末。

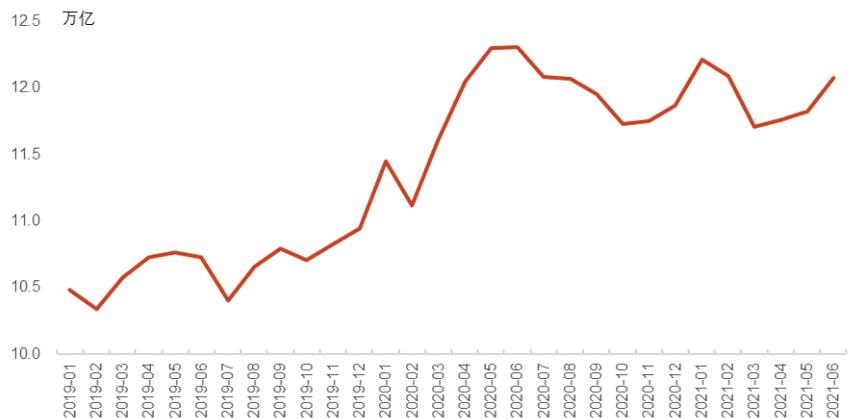
由此不难发现,尽管2021年7月下旬承兑规模同样明显增长,但由于承兑-贴现存在一定时滞,月末银行冲量需求集中释放,导致转贴现月末供需显著失

衡，成本收益倒挂，部分银行愿意承担亏损买入转贴，暗含在贷款规模增长上压力突出，这是7月份票据转贴利率异常走低的主要驱动因素。

(2) 7月份流动性环境较为宽松，低利率环境刺激了开票行为。7月7日国常会宣布降准后，市场对流动性预期非常乐观，7月15日降准落地释放1万亿资金后，基本平滑了缴税高峰的冲击。临近月末，流动性未受到月末效应影响，DR007在7月最后一周最高仅上行至2.39%，涨幅不足30bp，明显低于5-6月份超过40bp的幅度，7月DR007均值为2.16%，较6月下降9bp。

同时，票据直贴利率与Shibor挂钩，截至7月30日，Shibor3M为2.4%，较月初降幅约6bp。而根据央行披露的数据，今年上半年对公贷款加权平均利率为4.63%，对于优质企业的贷款利率大致维持在1Y-LPR水平。即在降准呵护下，7月份资金利率快速下行，直贴利率出现同步下行，使得票据利率较贷款利率的价格优势更加明显，有助于刺激企业开票行为。

图3：票据融资+为贴现票据存量规模走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；时间：2019年1月-2021年6月

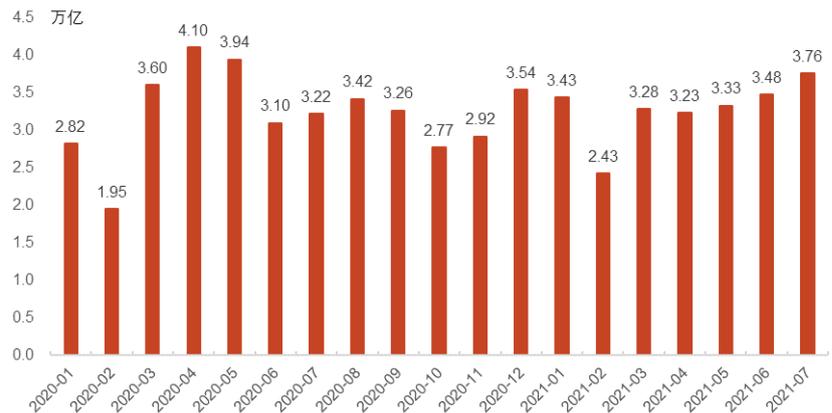
(3) 票据融资有回归均值的需要。从近年来票据融资+未贴现票据的存量规模运行情况来看，2020年以来存量规模均值大体维持在12万亿左右，且呈现“上半年回落、下半年走高”的特点。票据融资是满足企业短期流动性资金需求的有效工具，实体经济融资需求的支撑，并非完全依靠中长期贷款，即票据的增长不会被连续压缩，在年初开门红时点中长期贷款大幅走高、票据融资压降之后，下半年票据融资有回归均值的需要。因此，我们预计下半年表内外票据存量规模有进一步走高的空间，特别是在非季末月份幅度更大。

2、“资产荒”下可用资金规模消耗减少，非银贷款大幅增长

在表内外票据融资有望录得大幅增长的同时，我们观察到，7月份非银贷款出现大幅增长。

数据显示，7月5日-16日R001日均成交规模均在4万亿以上，7月均值为3.76万亿，在历史上仅次于2020年4-5月疫情时期利率处于低位的水平。而在跨月之后，R001日均成交规模再度突破4万亿以上。这反映出：

图 4：7 月 R001 日均成交规模仅次于 2020 年 4-5 月份水平

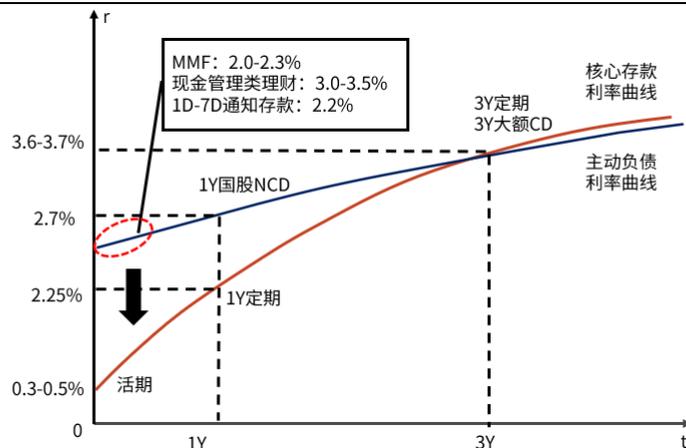


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 7 月

一方面，在降准呵护之下，机构对未来流动性预期较为乐观，即便在临近月末时点，资金融出业务依然积极，并未转向防御模式。

另一方面，实体经济融资需求走弱、信贷投放季节性回落、政府债券供给偏低以及城投平台隐性债务监管加强，使得银行在短期内面临一定“资产荒”局面，7 月份可用资金消耗较低，特别是降准后司库流动性较为冗余，进而提升了净融出规模。

图 5：核心存款与主动负债利率曲线短端利差亟待收窄



资料来源：光大证券研究所绘制

需要强调的是，当前银行体系与非银体系之间已形成一定套利空间。即在宽松的流动性下，司库冗余资金会开展融出、存放同业以及配置 MMF 等业务，同时银行体系活期存款也会出现“脱媒”现象，流向 MMF 或现金管理类理财，非银机构则会用这些资金购买银行发行的 NCD。

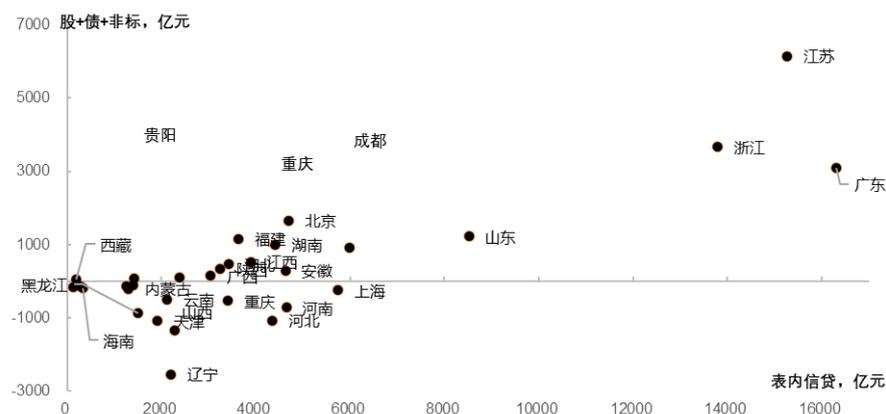
这样一来，不仅形成了 MMF 与 NCD 的套利机制，而且会造成银行体系负债结构的恶化，使得低成本的结算性活期资金（年化利率 0.3-0.5%）经过一系列套利循环，最终形成高成本的 NCD 资金（1Y 国股 NCD 年化利率为 2.7%左右），进而推高了银行体系综合负债成本。因此，当务之急应逐步收窄银行核心存款与主动负债利率曲线的短端利差，抑制存款“脱媒”，加强具有类活期性质的通知存款、协定存款以及 MMF 和现金管理类理财产品等的“限额管理”。

3、对公贷款大幅走弱，区域分化加大

一般而言，经过半年末冲量后，7月份一般贷款增长往往会季节性回落，但今年7月份对公贷款回落幅度可能出现超季节性情况，景气度明显弱于2019和2020年同期水平，零售贷款表现同样不佳。而央行口径贷款结构中，票据融资和非银贷款占比有望大幅提升。

尽管7月份对公贷款料将出现大幅下滑，实体经济融资需求有所走弱，但区域分化现象同样值得关注。

图6：2021年Q2各地区社融结构分化较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年Q2

根据央行公布的二季度各地区社融增长情况，信用增长的“南北”分化现象较为严重。其中，江苏、浙江、广东地区表内信贷以及股+债+非标等非信贷类融资处于“双高”区间，实体经济融资依然呈现“供需两旺”态势。而东北、环京以及西部地区融资收缩现象较为普遍，信用风险有所加剧。而从7月份的情况看，地处江苏、浙江以及上海的银行对公贷款投放同样出现季节性回落，但较去年同期降幅相对有限，且一般贷款（对公+零售+票据）同比有所改善。

4、7月份贷款“总量温和、结构恶化”，社融增速小幅下滑

我们预计，7月份新增人民币贷款（央行口径）维持在1万亿左右，但贷款结构不甚乐观，表现为：对公贷款增长相对乏力，住房按揭贷款延续受控增长，短期消费类贷款和信用卡增长大体稳定，但票据融资+非银贷款增长较快，占全部新增贷款比重料将显著提升。

同时，预计新增规模在1.5万亿左右，同步增速小幅下滑至10.9%。拆分细项看：

- 社融口径表内融资0.8-0.9万亿左右；
- 去年5月份广谱利率已进入上行通道，高基数效应逐步褪去，但弱资质信用债发行景气度偏弱，预计今年7月份净融资维持在3000亿左右。
- 非标融资延续压降态势，预计委托+信托负增长1500亿。

d) 7 月份低利率环境刺激企业开票需求升温，预计未贴现票据新增规模 2000 亿左右。

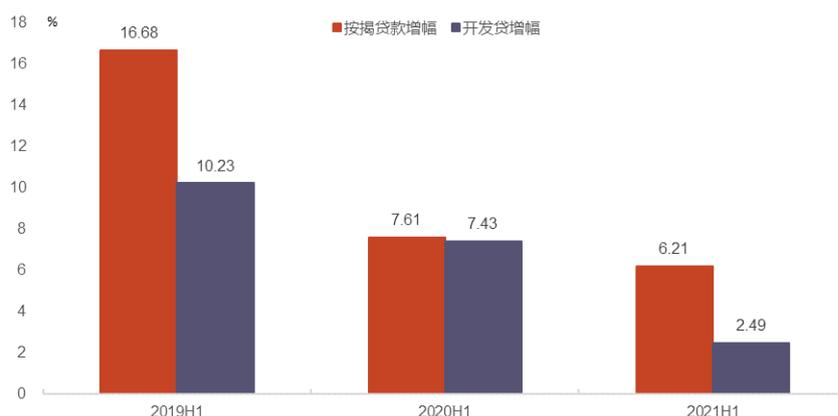
e) 7 月份政府债券净融资规模预计在 2400 亿左右。

5、对于下半年实体经济融资需求和信用增长的思考

对于今年下半年情况，我们认为有三个方面值得重点关注：

一是监管政策趋严对房地产和城投平台融资造成的冲击。近年来，在房地产企业三道红线、房地产贷款集中度管控等政策约束下，银行对房地产全口径贷款的管控明显趋严。特别是今年 Q2 以来，房地产领域监管力度进一步从严，上海上调了首套房贷利率，北京、杭州、东莞等多地先后升级了调控政策，开发贷审批速度下降，按揭贷款受控增长。数据显示：今年上半年房地产企业开发贷增幅为 2.5%，在对公贷款领域处于最低水平，增量占比为 2.7%，均较 2020 年下降约 5 个百分点。Q2 以来，开发贷增长进一步放缓，增量占比为-3.26%，较 Q1 下降近 10 个百分点。

图 7：2019-2021 上半年按揭贷款与开发贷增幅



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年上半年、2020 年上半年、2021 年上半年

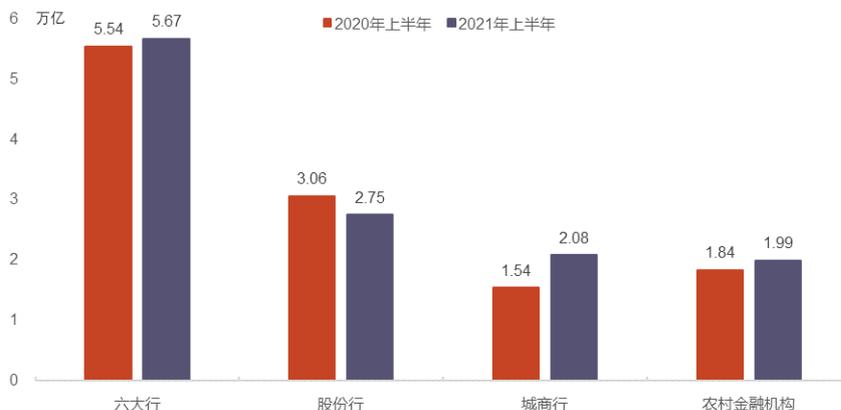
同时，城投平台隐性债务监管力度进一步加大，在政策细则尚未进一步明确之前，银行对于城投平台的信贷投放相对审慎。特别是城商行，城投业务占比相对较高，与当地政府联系更加紧密，一旦城投融资收紧，可能会使得地方法人机构面临一定结构性“资产荒”冲击，业务调整与转型也将面临“阵痛期”。因此，城投平台隐性债务监管的趋严，一定程度上会对平台的融资需求造成一定抑制。

二是信用增长的“南北分化”加大，需关注江苏地区疫情对经济的冲击。如前所述，今年北方地区贷款增长快速缩量，企业债发行不容乐观，而南方地区特别是江浙一带经济景气度较高，信贷投放“供需两旺”。但 7 月下旬以来，江苏地区疫情有扩散之势，南京、扬州等地人员流动受到一定管控，需要关注疫情对江苏地区经济造成的冲击。不过，根据去年下半年以来各地区疫情零散出现的持续时间及其影响看，料本次疫情造成的影响不会太大。

三是机构间呈现“两头平、中间凹”的特点。今年实体经济融资需求和信用增长的分化不仅体现在区域层面，同时表现为机构间的不平衡，即呈现“两头平、中间凹”的特点。其中，国有银行在信贷投放中始终扮演“头雁效应”，江浙地

区的城农商行信贷增长维持较高景气度。数据显示：上半年，六大行新增贷款 5.67 万亿，同比小幅多增约 1300 亿，整体变化不大，而城商行、农村金融机构新增贷款合计 4.07 万亿，同比多增 7000 亿。不同的是，股份制银行今年存款增长压力有所加大，在北方地区信贷缩量较为明显，而在经济复苏较好的南方地区，则会受到国有大行以及地方法人银行的“双重挤压”，信贷投放整体偏弱，上半年新增 2.75 万亿，同比少增 3100 亿，利率定价上行动力不足。

图 6：上半年股份制银行信贷投放偏弱



资料来源：Wind，光大证券研究所整理。时间：2020 年上半年、2021 年上半年，农村金融机构包括农商行、农村合作社、农信社、村镇银行

总体来看，当前实体经济融资需求确实有边际走弱的迹象，且在区域和机构层面的分化有所加剧，稳增长诉求有所提升。展望下半年：

一方面，社融面临结构性收缩压力，表内融资需要发力稳社融。在“影子银行”融资仍处于压降通道，高风险地区直接融资体系企业债融资力度减弱，以及政府债券发行量的缩减，使得银行“表外”信用体系面临持续供给收缩压力。在此情况下，下半年必要适度调增贷款额度，以稳定社融增长。

另一方面，信用增长的“南北分化”需要加强对北方地区的融资支持，预计后续监管部门会加强信贷投放的区域调剂，适度放宽对狭义信贷额度的管控，引导金融机构特别是国有大行加强对北方地区的融资支持。

同时，2021 年为“资管新规”过渡期最后一年，部分难以通过市场化方式处理的资产也存在回表诉求，需要表内贷款予以承接。7 月降准落地后，货币乘数得到进一步提升，有助于改善银行特别是股份制银行高企的存款比，增加银行可用资金规模。

基于上述分析，我们预计：（1）2021 年全年新增贷款在 20 万亿以上，增速在 11.5% 以上。（2）去年社融的高基数效应在三季度将出现见顶，且今年政府债券集中发行时点同样落在三季度，即今年社融增速或在 Q3 筑底企稳于 10.8-11.0%，四季度存在出现小幅反弹的可能，全年新增社融维持在 32 万亿左右，增速维持在 11.2% 左右。

6、风险分析

市场加杠杆行为较大，资金面波动加剧。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE