

## 社融不及预期，政策需要加力

### ——7月金融数据点评

#### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**社融及信贷明显低于预期。**7月社融新增规模大幅不及市场预期，同比减少增，环比也出现超季节性的回落，主要拖累分项在于信贷，居民部门再现净偿还，企业短期及中长期贷款新增规模有所收缩。此外企业及政府发债融资规模较上月也明显下滑。表征“脱实向虚”及“以票充贷”的非银贷款及票据融资则逆势明显扩张。季末首月叠加经济目前相对偏弱，市场对于本月社融增量的回落其实已有一定预期，但实际数值还是明显低于市场估计，结构同样不佳，反映出目前实体经济融资需求的不足，同时也体现了加快落实存量政策及推出增量稳增长举措的紧迫性。

一则，企业及政府债券发行规模回落。鉴于本月企业部门中长期贷款新增规模同样收缩，企业债券融资额的下降可能不像之前主要受贷款替代的影响，更有可能是由于企业本身的融资需求走弱。政府部门来看，7月一般债及专项债发行节奏相比上月均有放缓，两者同为拖累。后续专项债发行或提速，这将带动政府债券融资的扩张。二则，信贷明显缩量。7月新增人民币贷款同比少增、环比回落超出季节性。居民部门，短期贷款和中长期贷款均为净偿还，同比与环比均有缩量。短贷方面的超季节性下行可能主要受到消费修复有限的影响，另外也不排除短期经营贷环比缩量的情况；中长贷同比环比同为少增，主因在于房地产相关。7月商品房销售数据依旧偏弱，提前还款行为热度仍然较高。企业部门，加杠杆力度不及上月与去年同期。短期贷款出现净偿还，中长贷新增环比及同比均出现少增，企业信心还有待提振。三则，社融结构不佳。社融多数分项走弱，非银贷款及票据融资却有扩张，存在“脱实向虚”和“以票充贷”的现象，进一步验证了实体经济有效融资需求不足的问题。

**M2增速不及市场预期。**7月M2同比连续回落且不及市场预期，主要受本月信贷投放缩量的影响。存款方面，结构上居民和企业存款为负增，财政及非银机构存款规模则有所扩张。这符合7月作为缴税大月以及季末冲量后首月的季节性规律。不过居民存款的环比多减超出历史同期平均水平，可能受到居民以存款提前偿还房贷的影响。M1同比增速同样有所回落，较前值下降0.8个百分点，M1-M2增速差降至-8.4%，反映出预期有待改善，宽松流动性向稳定经济增长之间的传导

还存在一定阻碍。

**政策发力必要性加强。**7月金融数据不及市场预期，与此前PMI及通胀数据释放出积极信号不同，本月金融数据并未透露边际上的改善，环比缩量超出季节性，总量及结构方面表现均不佳，反映出实体有效融资需求不足、经济回升动能有限的弱现实，同时表明后续政策加码具有紧迫性。内生动能有限的现实背景之下，货币政策稳中偏松的基调大概率延续，而宽货币向宽信用的有效传导还需政策加码推进。央行下半年工作会议提到“依法有序调整存量个人住房贷款利率”，本月地产低迷对社融的制约明显，在这一现实背景下，存量房贷利率调整概率加大，另外考虑到存量房贷利率下调将加大银行息差压力，并且8月专项债加快发行、MLF到期量走高，降准降息推出的可能性也在抬升。

**风险提示：**国内稳增长政策力度不及预期。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 社融及信贷明显低于预期 .....	5
3. M2 增速不及市场预期 .....	8
4. 政策发力必要性加强 .....	9

## 图表目录

图表 1: 7月新增社融明显不及市场预期.....	5
图表 2: 7月社融环比少增超季节性.....	6
图表 3: 7月社融同比少增.....	6
图表 4: 政府及企业发债同比多增.....	6
图表 5: 企业及政府发债规模环比回落.....	6
图表 6: 信贷出现超季节性收缩.....	7
图表 7: 7月社融同比少增.....	7
图表 8: 7月居民新增信贷超季节性下行.....	7
图表 9: 7月居民贷款同比少增.....	7
图表 10: 7月居民提前还款热度仍高.....	8
图表 11: 7月商品房销售数据依旧偏弱.....	8
图表 12: 7月企业部门加杠杆力度不大.....	8
图表 13: 7月 M1-M2 增速差下降.....	9

## 1. 数据

7月社会融资规模新增 5282 亿元，市场预期 1.1 万亿元，前值 4.22 万亿元。

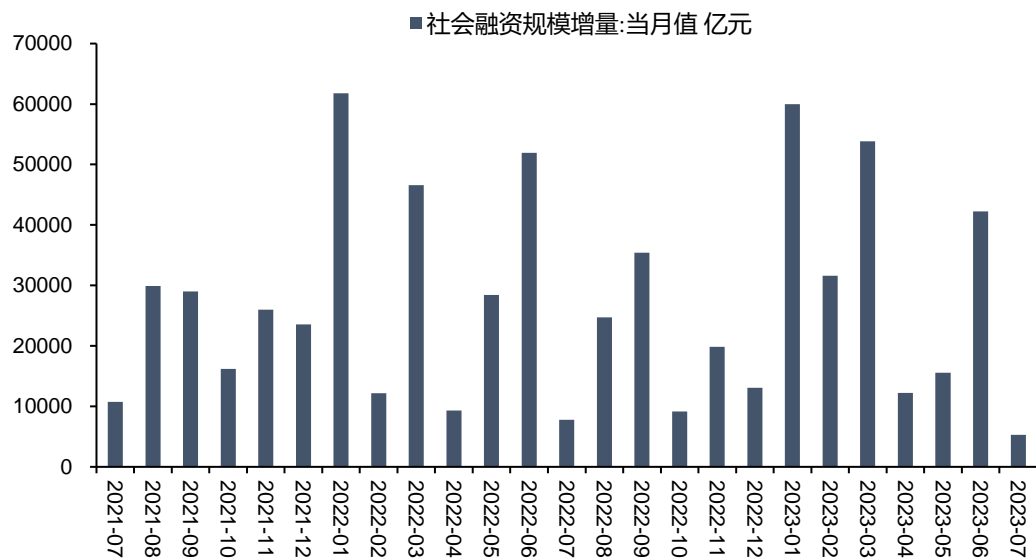
7月人民币贷款新增 3459 亿元，市场预期 8000 亿元，前值 3.05 万亿元。

7月 M2 同比增长 10.7%，市场预期 11.0%，前值 11.3%。

## 2. 社融及信贷明显低于预期

7月社融新增规模大幅不及市场预期，同比少增，环比也出现超季节性的回落，主要拖累分项在于信贷，居民部门再现净偿还，企业短期及中长期贷款新增规模有所收缩。此外企业及政府发债融资规模较上月也明显下滑。表征“脱实向虚”及“以票充贷”的非银贷款及票据融资则逆势明显扩张。季末首月叠加经济目前相对偏弱，市场对于本月社融增量的回落其实已有一定预期，但实际数值还是明显低于市场估计，结构同样不佳，反映出目前实体经济融资需求的不足，同时也体现了加快落实存量政策及推出增量稳增长举措的紧迫性。

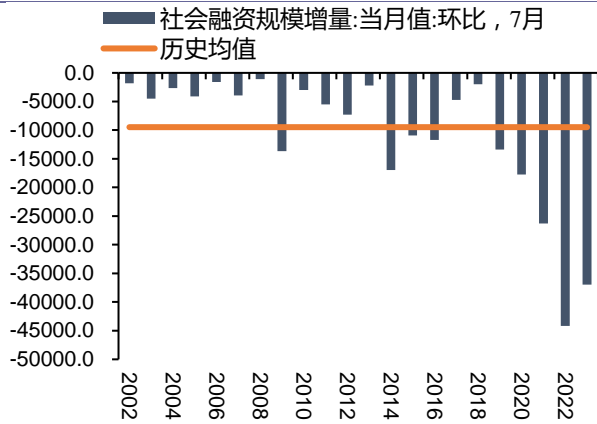
图表 1：7月新增社融明显不及市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

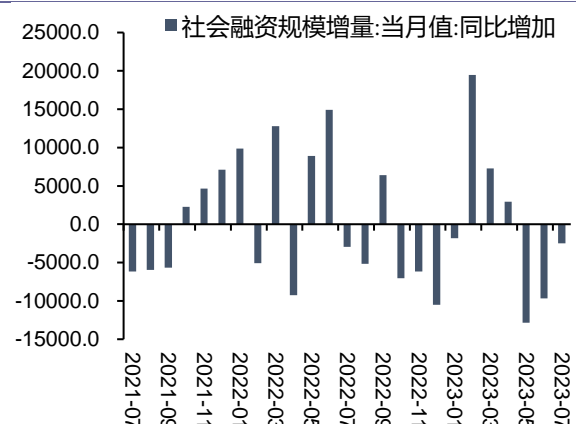
7月社融环比少增部分源于季节性。伴随着信贷季末冲量结束，新增社融在7月份缩量存在一定合理性，这一点在历史数据中可以得到印证。不过，环比少增规模明显超出历史均值，同比也有所少增，说明本月社融数据不佳的背后还存在除季节性以外其他因素的影响。

图表 2：7 月社融环比少增超季节性



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：7 月社融同比少增

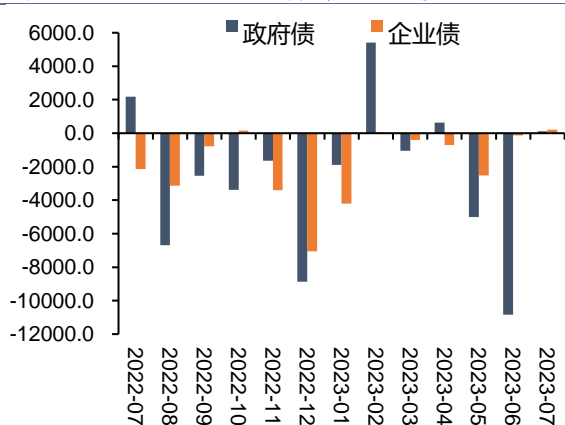


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，有以下几点：

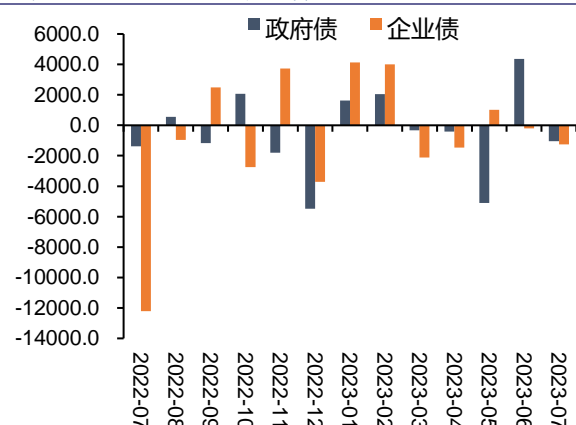
一则，**企业及政府债券发行规模回落**。不同于上月企业及政府部门发债表现的差异性，7月两者变化有所趋同，均呈现出同比多增且环比少增的特点。考虑到去年7月企业和政府债券融资额有所走低，这使得同比数据表观上出现多增。企业债券融资1179亿元，同比多增219亿元；政府债券融资4109亿元，同比多增111亿元。环比而言，7月企业债和政府债发行额则有所回落。企业方面，鉴于本月企业部门中长期贷款新增规模同样收缩，企业债券融资额的下降可能不像之前主要受贷款替代的影响，更有可能是由于企业本身的融资需求走弱。政府部门来看，7月一般债及专项债发行节奏相比上月均有放缓，两者同为拖累。后续专项债发行或提速，这将带动政府债券融资的扩张。7月底政治局会议强调“加快地方政府债券发行和使用”，此外据21世纪经济报报道，专项债额度要求在9月底前发行完毕，按此要求，8月及9月平均发行规模在6000亿元以上。

图表 4：政府及企业发债同比小幅多增



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

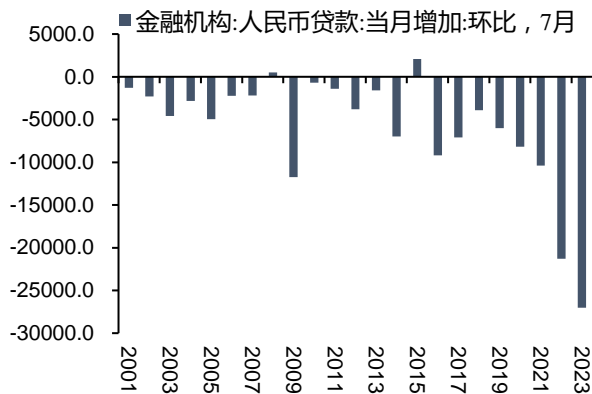
图表 5：企业及政府发债规模环比回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

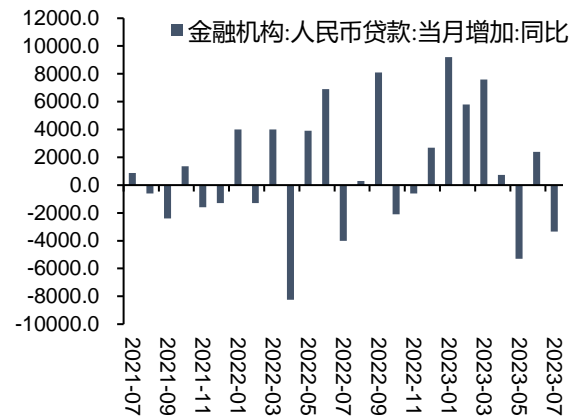
二则，**信贷明显缩量**。7月新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元、环比少增27041亿元，超出季节性。居民及企业的短期贷款与中长期贷款新增规模普遍下滑，尤其是居民部门，本月再次出现了净偿还的情况。

图表 6：信贷出现超季节性收缩



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

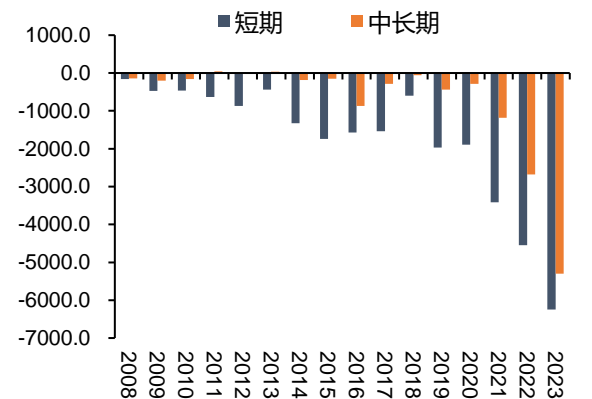
图表 7：7月社融同比少增



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

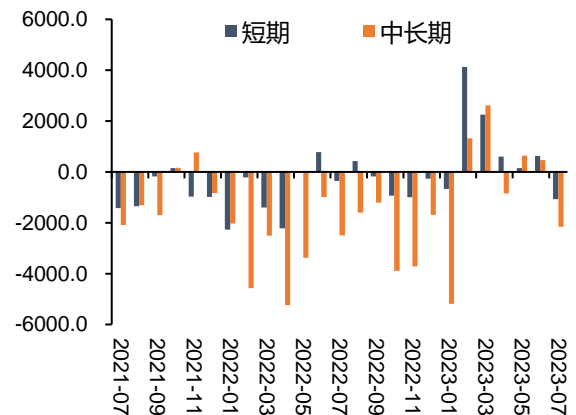
就居民部门而言，7月新增人民币贷款-2007亿元，同比多减3224亿元，环比多减11646亿元。结构上，短期贷款和中长期贷款均为净偿还，同比与环比均有缩量。短贷方面的超季节性下行可能主要受到消费修复有限的影响，居民预期还未扭转，借贷用来在增加消费还是比较谨慎。另外也不排除短期经营贷环比缩量的情况，6月份金融机构运用于住户短期经营贷款的资金规模与历史同期相比处于高位水平，7月投放或有收缩。

图表 8：7月居民新增信贷超季节性下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

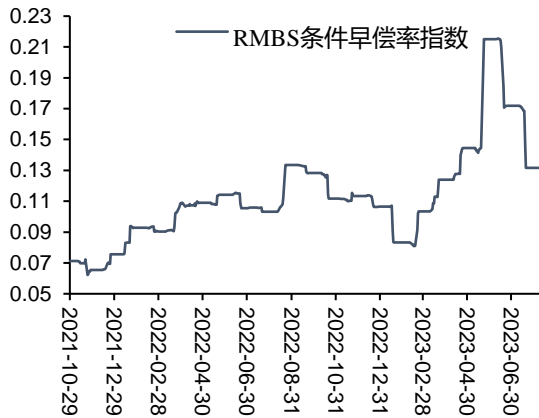
图表 9：7月居民贷款同比少增



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

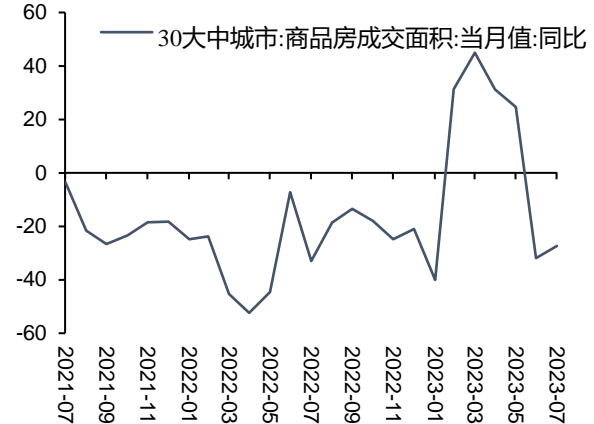
居民中长贷方面，本月新增672亿元，同比环比同为少增，主因在于房地产相关。一方面，7月商品房销售数据依旧偏弱，30大中城市商品房销售面积同比仍明显下行，克而瑞发布数据显示，7月排名前100房企单月业绩同比环比双降；另一方面提前还款行为热度依旧较高。7月RMBS条件早偿率指数虽有边际下行，表明居民提前还款或稍有降温，其绝对值仍处偏高水平，居民提前还款同样不利于中长贷规模扩张。

图表 10: 7 月居民提前还款热度仍高



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

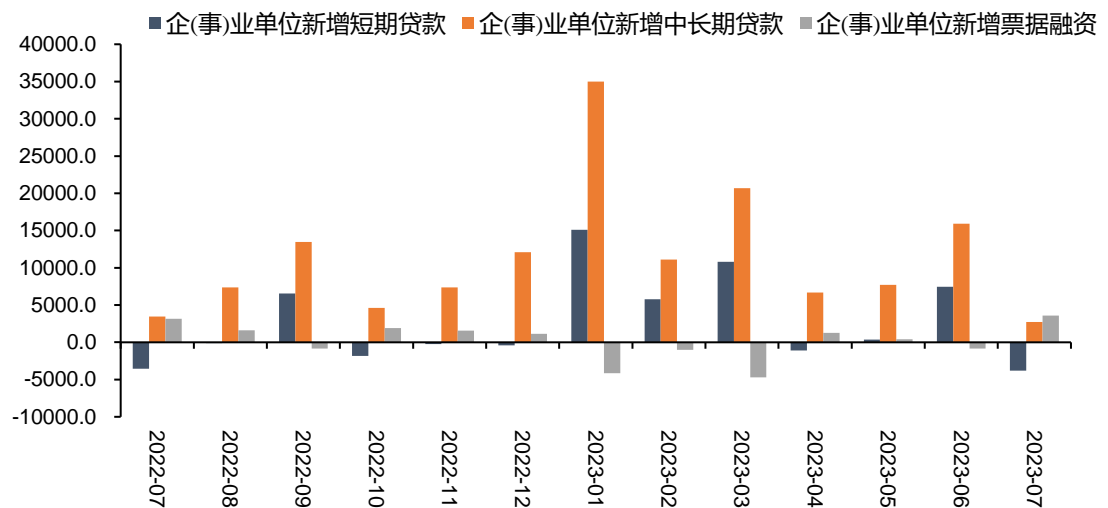
图表 11: 7 月商品房销售数据依旧偏弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

从企业部门来看，加杠杆力度不及上月与去年同期。短期贷款出现净偿还，中长期贷款虽有新增，新增规模环比少增超 1 万亿，同比少增 747 亿元。除年中正常的季节性回落之外，企业本身扩张信贷增加投资的意愿可能也并不算强，信心还有待提振。

图表 12: 7 月企业部门加杠杆力度不大



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

三则，社融结构不佳。本月社融多数分项走弱，非银贷款及票据融资却有扩张，表明存在“脱实向虚”和“以票充贷”的现象。非银贷款增加 2170 亿元，环比多增 4132 亿元，同比多增 694 亿元；票据融资新增规模较 6 月增加 4418 亿元，同比也为多增。这种结构特征进一步验证了实体经济有效融资需求不足的问题。

### 3. M2 增速不及市场预期

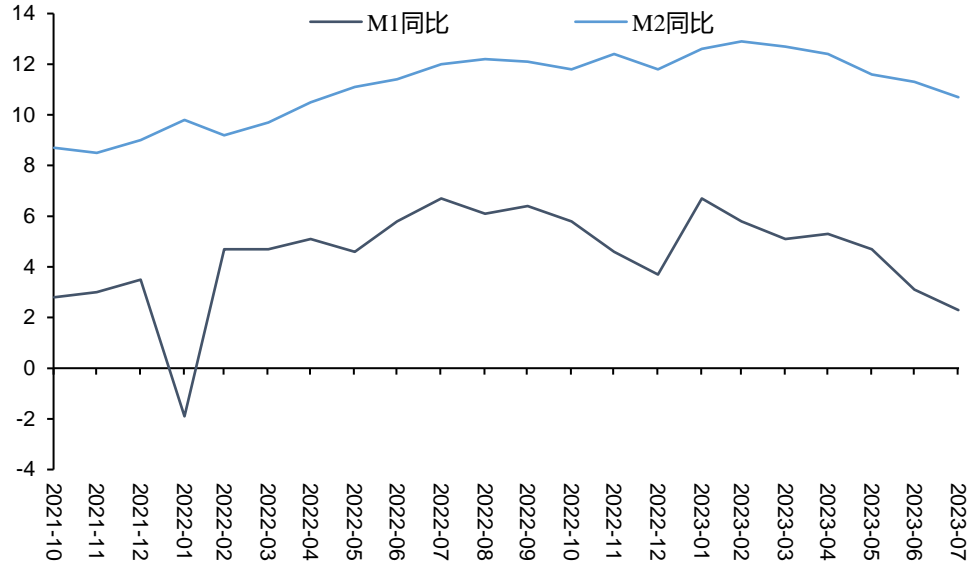
7 月 M2 同比录得 10.7% 的同比增速，连续回落且不及市场预期，主要受本月信贷投放缩量的影响。存款方面，结构上居民和企业存款为负增，财政及非银机构存款规模则有所扩张。这符合季节性规律。一方面 7 月是缴税大月，因此居民和企业的存款会向财政部门转移。另一



方面，7月是季末首月，6月为冲量，部分资金会因理财产品到期而回流转为存款，下季度初则发行新的理财产品承接，这会引起非银存款和居民、企业存款的相对变化。不过居民存款的环比多减超出历史同期平均水平，可能受到居民以存款提前偿还房贷的影响。

M1同比增长2.3%，增速同样有所回落，较前值下降0.8个百分点，M1-M2增速差降至-8.4%，反映出预期有待改善，宽松流动性向稳定经济增长之间的传导还存在一定阻碍。

图表 13：7月 M1-M2 增速差下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

#### 4. 政策发力必要性加强

7月金融数据不及市场预期，与此前PMI及通胀数据释放出积极信号不同，本月金融数据并未透露边际上的改善，环比缩量超出季节性，总量及结构方面表现均不佳，反映出实体有效融资需求不足、经济回升动能有限的弱现实，同时表明后续政策加码具有紧迫性。内生动能有限的现实背景之下，货币政策稳中偏松的基调大概率延续，而宽货币向宽信用的有效传导还需政策加码推进。央行下半年工作会议提到“依法有序调整存量个人住房贷款利率”，本月地产低迷对社融的制约明显，在这一现实背景下，存量房贷利率调整概率加大，另外考虑到存量房贷利率下调将加大银行息差压力，并且8月专项债加快发行、MLF到期量走高，降准降息推出的可能性也在抬升。

**风险提示：**国内稳增长政策力度不及预期。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。