

7月金融数据明显偏弱，接下来有望开启一轮波动上行过程

央行公布数据显示：2021年7月新增金融机构人民币贷款1.08万亿，环比少增1.04万亿，同比多增905亿；7月末人民币贷款余额增速12.3%，与上月末持平，比上年同期低0.7个百分点。

7月新增社融1.06万亿，环比少增2.61万亿，同比少增6328亿；7月末存量社会融资规模302.49万亿，同比增长10.7%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期低2.2个百分点。

7月末，M2同比增长8.3%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期低2.4个百分点；M1同比增长4.9%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期低2.0个百分点。

主要观点：

总体上看，7月人民币贷款和社融数据均不及预期，且贷款同比多增主要由票据冲量支撑，政策面重点支持的企业中长期贷款结束了此前连续16个月的同比多增。M2增速也未能延续此前两个月的小幅反弹势头。这些数据表明，7月金融数据仍处于本轮“紧信用”过程的磨底阶段。我们判断，7月金融数据整体偏弱，不排除短期波动的影响，也与近期宏观经济修复势头有所减弱，以及政策上对楼市及平台融资的压力不减有一定关联。

其中，7月降准落地，直接带动银行放贷意愿和能力。但近期实体经济贷款需求不足，房地产调控升级制约信贷投放，当月人民币贷款同比仅小幅多增905亿，且存在较为明显的票据冲量现象。从结构来看，当月企业中长期贷款同比少增约千亿，结束了此前连续16个月的同比多增，值得重点关注。我们认为，这是7月央行全面降准、强化对实体经济金融支持的一个直接原因，也是下半年稳增长需求上升的一个信号。

7月社融环比、同比大幅少增，表现明显不及预期。除投向实体经济的人民币贷款环比、同比较大幅度缩量外，7月国债净融资大幅为负，地方债发行放量也不及预期，导致政府债券融资成为当月社融同比少增的主要拖累项。我们认为，后期伴随专项债发行提速，财政政策适度向稳增长方向倾斜，政府债券融资对社融的拖累效应有望缓解。

7月末M2增速回落，直接原因是当月贷款走弱影响存款派生；7月末M1增速下滑0.6个百分点，当月房地产市场降温是直接原因，同时实体经济活跃程度可能也有所下降。

我们预计，央行降准对信贷和社融的提振效应将在8月有所体现，预计8月金融数据有望全面回升。这意味着7月金融数据处于本轮“紧信用”过程的底部区域，接下来伴随宏观政策向稳增长方向微调，信贷、社融及M2增速等主要金融数据将进入一轮波动上行过程。

具体分析如下：

一、7月降准落地直接带动银行放贷意愿和能力，但贷款需求不足制约信贷扩张幅度，因而当月人民币贷款同比仅小幅多增905亿，且存在较为明显的票据冲量现象。从结构来看，贷款需求不足主因楼市降温背景下，居民贷款需求收缩，同时，当月企业中长期贷款同比少增约千亿，结束了此前连续16个月的同比多增，表明企业贷款需求也有所减弱。

7月新增人民币贷款1.08万亿，环比少增1.04万亿，符合季节性规律，同比多增905亿，支撑月末各项贷款余额增速持平上月末于12.3%，进一步印证我们对于当前信贷增速基本已在本轮“紧信用”底部区域的判断。7月全面降准落地，直接带动银行放贷意愿和能力增强，但因信贷需求有所减弱——二季度贷款需求指数为70.5%，较一季度下滑7个百分点——制约了信贷扩张幅度，因此7月新增信贷同比仅实现不足千亿的小幅多增。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND，东方金诚

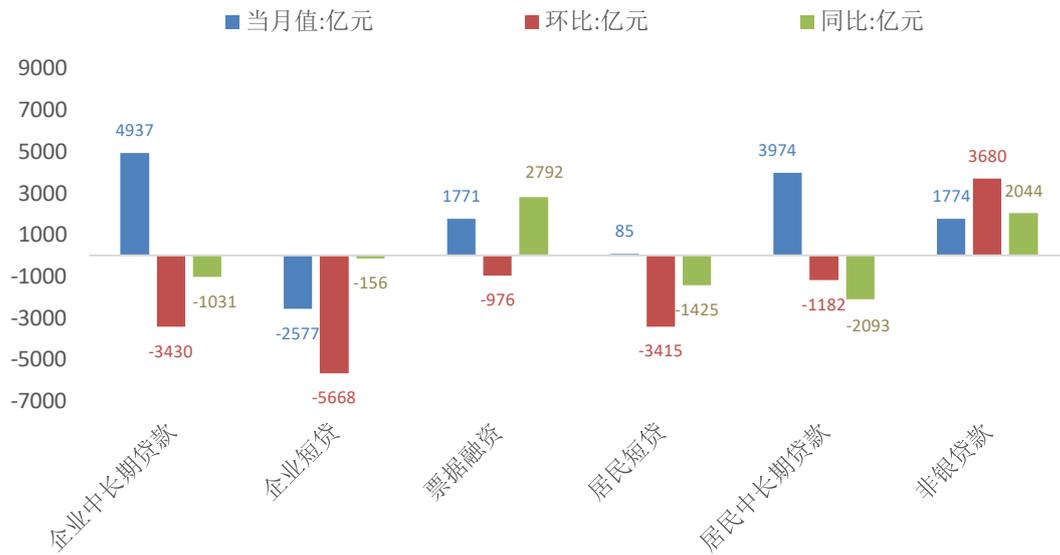
除非银贷款外，7月人民币贷款各分项环比均现季节性少增。同比来看，7月人民币贷款同比多增的主要原因是票据融资和非银贷款同比较大幅度多增。其中，票据融资同比多增2792亿，结合月内下旬票据利率大幅走低，显示降准落地后银行信贷投放出现票据冲量现象，印证当前信贷需求不足。这具体反映于：

首先，在房地产调控不断加码背景下，7月楼市降温明显，居民按揭贷款需求相应萎缩，同时监管严查消费贷、经营贷等居民短贷流入房地产流域，也限制了居民短贷的需求。7月居民贷款同比少增3519亿，其中，居民中长期贷款同比少增2093亿，已为连续第三个月

同比少增，且少增规模持续扩大。

其次，7月企业短贷和企业中长期贷款均现同比少增。当月企业短贷同比少增1425亿，这可能与票据放量产生替代效应有关，因此，企业中长期贷款的同比缩量更值得关注。7月企业中长期贷款同比少增1031亿，而在此之前已连续16个月同比多增，显示企业贷款需求也有所减弱。接下来需重点关注企业中长期贷款同比缩量的持续性及其对制造业投资快速修复势头的影响。

图2 7月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚整理

图3 企业新增中长期贷款规模与增速

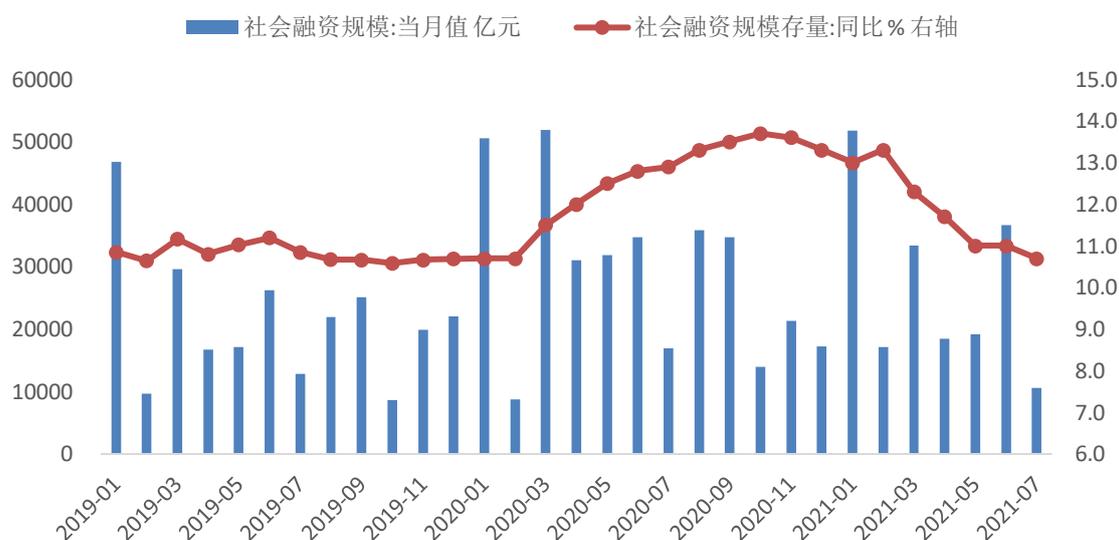


数据来源：WIND，东方金诚整理

二、7月社融环比、同比大幅少增，表现不及预期。除投向实体经济的人民币贷款环比、同比较大幅度缩量外，7月国债净融资大幅为负，地方债发行放量也不及预期，导致政府债券融资成为当月社融同比少增的主要拖累项。

7月新增社融1.06万亿，环比大幅少增2.61万亿，同比少增规模也达到6328亿，表现差于预期。受新增规模大幅弱于去年同期拖累，7月末社融存量同比增速较上月末下滑0.3个百分点至10.7%。

图4 社会融资规模增长状况

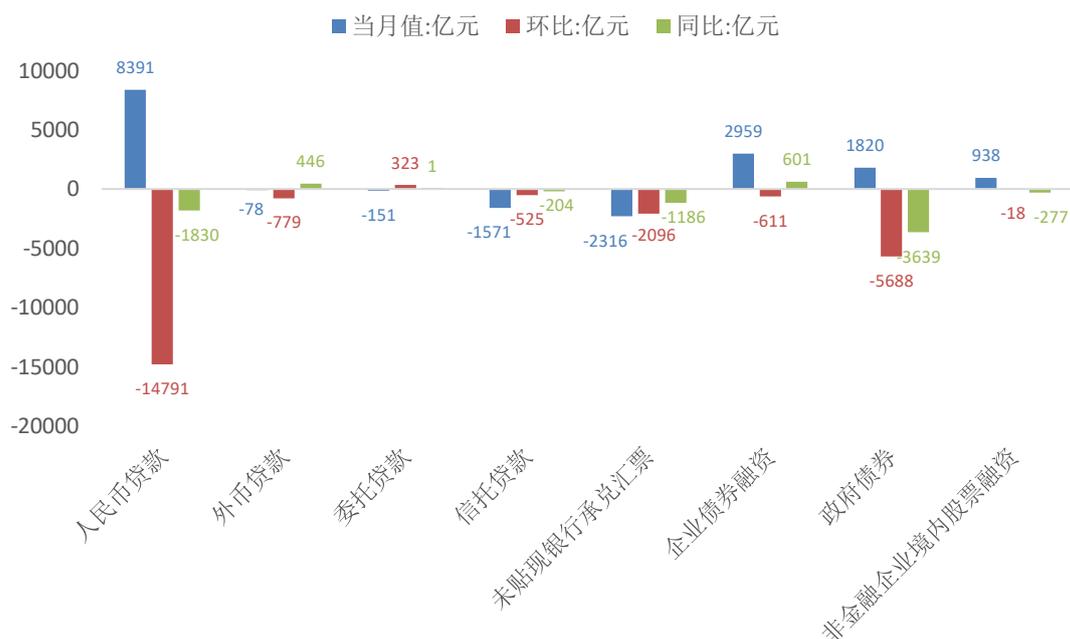


数据来源：WIND

从分项来看，除投向实体经济的人民币贷款环比少增约1.48万亿、同比少增1830亿外，新增政府债券融资和表外票据融资环比、同比缩量幅度也比较大。其中，7月国债净融资较大幅度为负，地方债发行放量也不及预期，影响政府债券融资环比少增5688亿，同比少增3639亿，成当月社融同比少增的主要拖累项；7月表外票据融资环比多减2096亿，同比多减1186亿，不过，当月票据承兑发生量环比虽大幅下降，但同比增加，显示7月表外票据融资同比多减除因票据融资放量带动表外票据转为表内外，也与到期量较大有关。

从其他分项来看，企业债券融资方面，5月积压的发债需求在6月集中释放，7月信用债净融资规模回落，当月企业债券融资环比少增611亿，但因去年同期利率快速回升导致债券融资萎缩，同比实现601亿的多增。政策高压下，7月信托贷款继续快速压降，环比多减525亿，同比多减204亿。7月企业股票融资表现稳定，环比、同比小幅少增。最后，7月新增外币贷款环比季节性回落，同比则少减446亿，或因美元贷款利率下降支撑企业外币贷款需求。

图5 7月社融各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源: WIND, 东方金诚整理

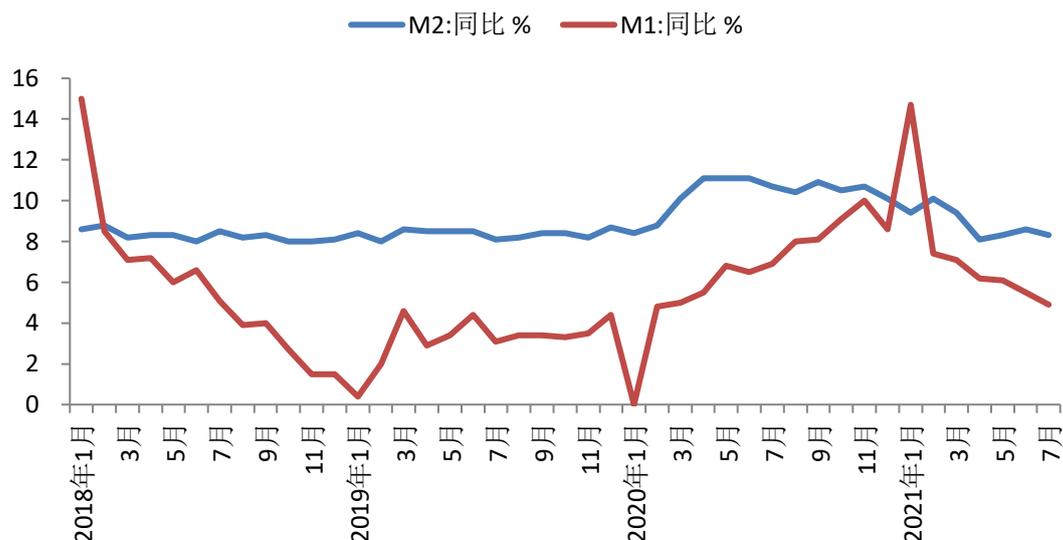
三、7月末 M2 增速回落，直接原因是当月贷款走弱影响存款派生；7月末 M1 增速下滑 0.6 个百分点，当月房地产市场降温是直接原因，同时实体经济活跃程度可能也有所下降。

7月末，M2 同比增速较上月末小幅回落 0.3 个百分点至 8.3%，低于市场预期。直接原因是当月人民币贷款较弱，存款派生相应放慢。值得一提的是，上年同期 M2 增速基数其实下行了 0.4 个百分点，因此基数因素并非本月 M2 增速下滑的原因。另外，7月财政存款增加 6008 亿，符合季节性规律，但比去年同期多增了 1136 亿。由于财政存款不计入 M2，其多增也会拉低 M2 增速。本月 M2 同比增速回落，广义货币供应量增速在底部徘徊，显示本轮“紧信用”过程仍未出现明确的上行拐点。

存款方面，7月的一个重要特征是居民存款大幅减少而非银存款增长近万亿，符合银行季末考核后，居民存款回流非银机构的一般规律。当月企业存款由升转降，但同比少减 2400 亿，既与当月企业债券融资同比修复直接相关，也与包括票据融资在内的企业信贷同比多增有一定关系。

7月末，M1 增速同比较上月末下滑 0.6 个百分点至 4.9%，在上月已处明显低位的增速基础上进一步下滑。我们认为，一个直接原因是当月房地产市场显著降温，高频数据显示，7月 30 城新房销量降幅比上月进一步扩大。历史数据显示，M1 增速与房地产市场热度存在较强关联。另外，7月官方制造业及非制造业 PMI 均现不同程度回落，特别是制造业 PMI 降幅较大，表明近期实体经济活跃度受到了一定影响，也是拖累 M1 增速下行的部分原因。

图6 M2 与 M1 增速



数据来源：WIND

总体上看，7月人民币贷款和社融数据均不及预期，且贷款同比多增主要由票据冲量支撑，政策面重点支持的企业中长期贷款结束了此前连续 16 个月的同比多增。M2 增速也未能延续此前两个月的小幅反弹势头。这些数据表明，7月金融数据仍处于本轮“紧信用”过程的磨底阶段。我们判断，7月金融数据整体偏弱，不排除短期波动的影响，也与近期宏观经济修复势头有所减弱，以及政策上对楼市及平台融资的压力不减有一定关联。

我们预计，央行降准对信贷和社融的提振效应将在 8 月有所体现，预计 8 月金融数据有望全面回升，年初以来的“紧信用”过程正在接近尾声。这意味着 7 月金融数据处于本轮“紧信用”过程的底部区域。接下来伴随宏观政策向稳增长方向微调，信贷、社融及 M2 增速等主要金融数据将进入一轮波动上行过程。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳