

社融口径下信贷少见负增

——7月金融数据点评

报告日期：2024年8月19日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL：xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

证券分析师：万琦

电话：18702133638

E-MALL：wanq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190524070001

Contents

1

政府债支撑，社融同比多增

2

M1同比持续回落破新低

3

总量增速继续放缓，政策逆周期调节可能性加大

- 7月社会融资规模新增7708亿元，市场预期新增1.02万亿元，前值3.30万亿元。
- 7月人民币贷款新增2600亿元，市场预期新增4561亿元，前值2.13万亿元。
- 7月M2同比增长6.3%，市场预期6.4%，前值6.2%；M1同比下降6.6%，市场预期下降4.5%，前值下降5.0%

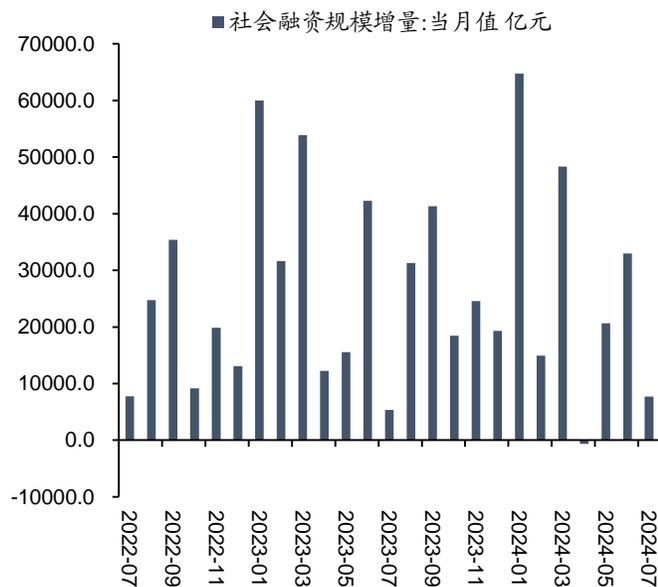
单位：亿元		当月新增						同比多增						
		2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	
社融	总	社融规模	7708	32999	20623	-658	48335	14959	2342	-9266	5063	-12907	-5532	-16651
	表内融资	人民币贷款	-767	21927	8197	3349	32920	9773	-1131	-10486	-4022	-1082	-6567	-8411
		外币贷款	-889	-807	-487	-310	543	-9	-550	-616	-149	9	116	-319
	表外融资	信托贷款	-26	748	224	142	681	571	-256	902	-79	23	726	505
		委托贷款	346	-3	-9	89	-465	-172	338	53	-44	6	-640	-95
		未贴现承兑银行汇票	-1075	-2046	-1331	-4490	3552	-3686	888	-1355	464	-3145	1760	-3617
	企业直接融资	企业债券	2028	2100	285	1707	4237	1423	738	-149	2429	-1233	880	-2239
		非金融企业境内股票融资	231	154	111	186	227	114	-555	-546	-642	-807	-387	-457
政府融资	政府债券	6911	8476	12266	-937	4626	6011	2802	3105	6695	-5485	-1389	-2127	
信贷	总	人民币贷款	2600	21300	9500	7300	30900	14500	-859	-9200	-4100	112	-8000	-3600
		短期贷款及票据融资	-2070	8778	2615	763	12208	-2335	-547	-2764	-143	1837	-14	-8349
		中长期贷款	1400	12902	5514	2434	20516	11862	-640	-7661	-3868	-3079	-6532	-101
	居民部门	居民人民币贷款	-2100	5709	757	-5166	9406	-5907	-93	-3930	-2915	-2755	-3041	-7988
		居民短期贷款	-2156	2471	243	-3518	4908	-4868	-821	-2443	-1745	-2263	-1186	-6086
		居民中长期贷款	100	3202	514	-1666	4516	-1038	772	-1428	-1170	-510	-1832	-1901
	企业部门	企业人民币贷款	1300	16300	7400	8600	23400	15700	-1078	-6503	-1158	1761	-3600	-400
		企业短期贷款	-5500	6700	-1200	-4100	9800	5300	-1715	-749	-1550	-3001	-1015	-485
		企业中长期贷款	1300	9700	5000	4100	16000	12900	-1412	-6233	-2698	-2569	-4700	1800
		企业票据融资	5586	-393	3572	8381	-2500	-2767	1989	428	3152	7101	2187	-1778
M0、M1、M2	同比 (%)	M0	12	11.7	11.7	10.8	11	12.5						
		M1	-6.6	-5	-4.2	-1.4	1.1	1.2						
		M2	6.3	6.2	7	7.2	8.3	8.7						
	存款	人民币存款	-8000	24600	16800	-39200	48000	9600	3200	-12500	2200	-34591	-9100	-18500
		住户存款	-3300	21400	4200	-18500	28300	32000	4793	-5336	-1164	-6500	-774	24074
		非金融企业存款	-17800	10000	-8000	-18725	20725	-29900	-2500	-10601	-6607	-17317	-5330	-42800
		财政性存款	6453	-8193	7633	981	-7661	-3798	-2625	2303	5264	-4047	751	-8356
非银行业金融机构存款	7500	-1800	11600	-3300	-1500	11574	3370	1520	8379	-6212	-4550	16737		

数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

01 政府债支撑，社融同比多增

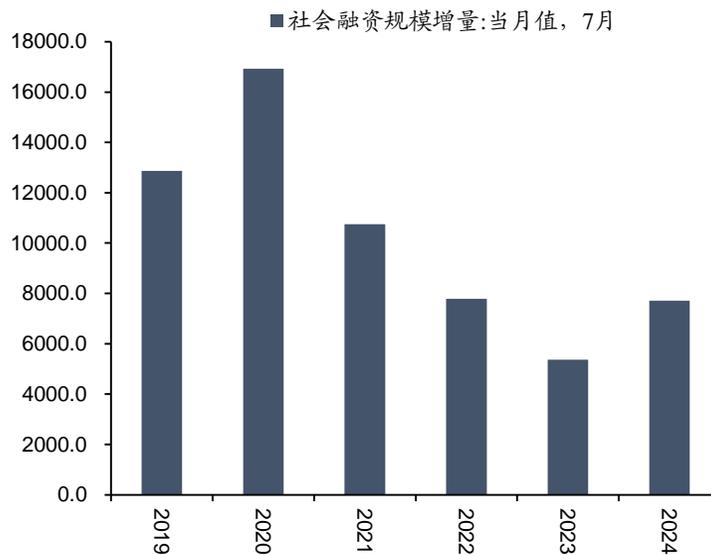
- 中国7月社融新增7708亿元，同比多增2342亿元，低于市场预期并且处于2019年以来同期的偏低位。
- 信贷仍对社融新增构成主要拖累。从结构上来看，有两点延续了上月特征：一是政府债券同比多增的积极贡献依旧十分明显；二是信贷规模仍然是社融同比的主要拖累分项，其中社融口径下的人民币贷款少见出现了单月负增长（上一次负增为2005年7月份）。边际变化在于，本月未贴现银行承兑汇票由上月的同比明显多减变为同比少减，对于本月社融拖累减弱。此外本月企业债券同比多增，对于整体社融同比的贡献转为正向。

社融当月新增规模



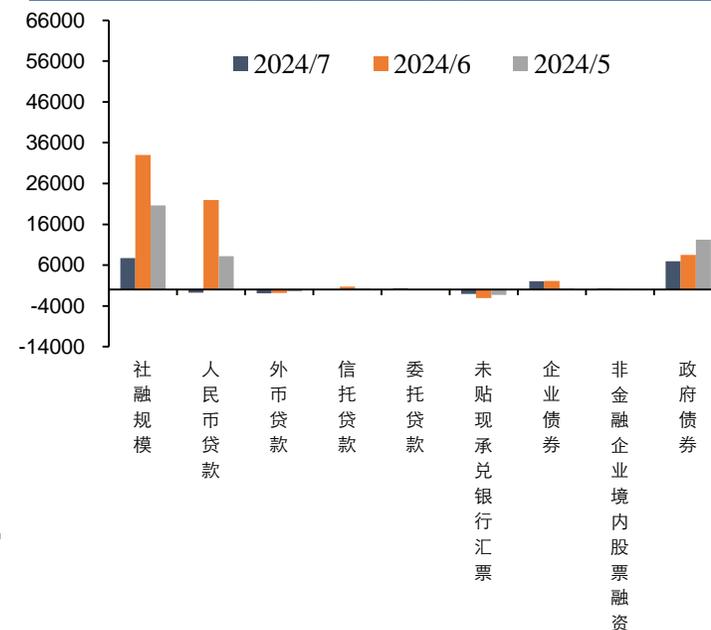
数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

社融7月新增规模



数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

社融各分项新增规模



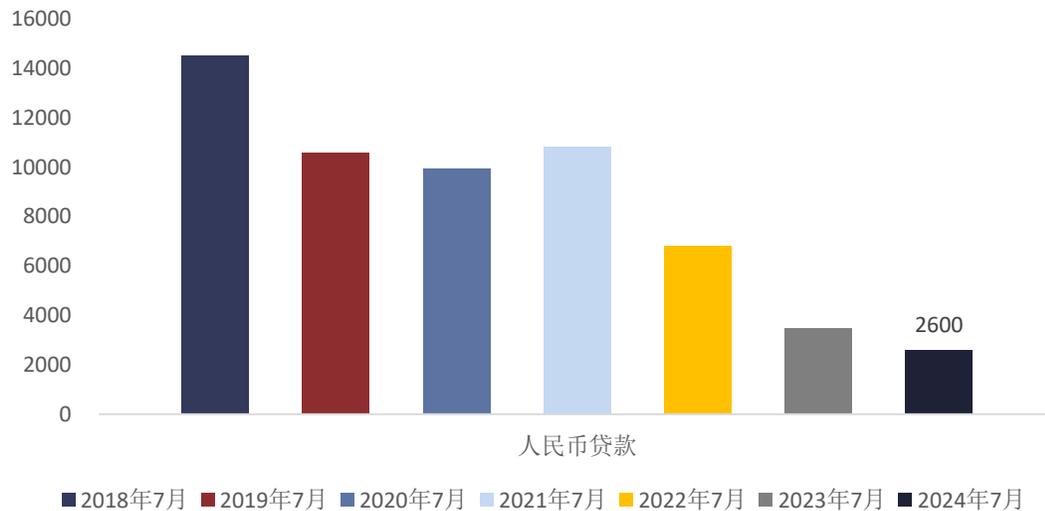
数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑，社融同比多增

信贷方面，

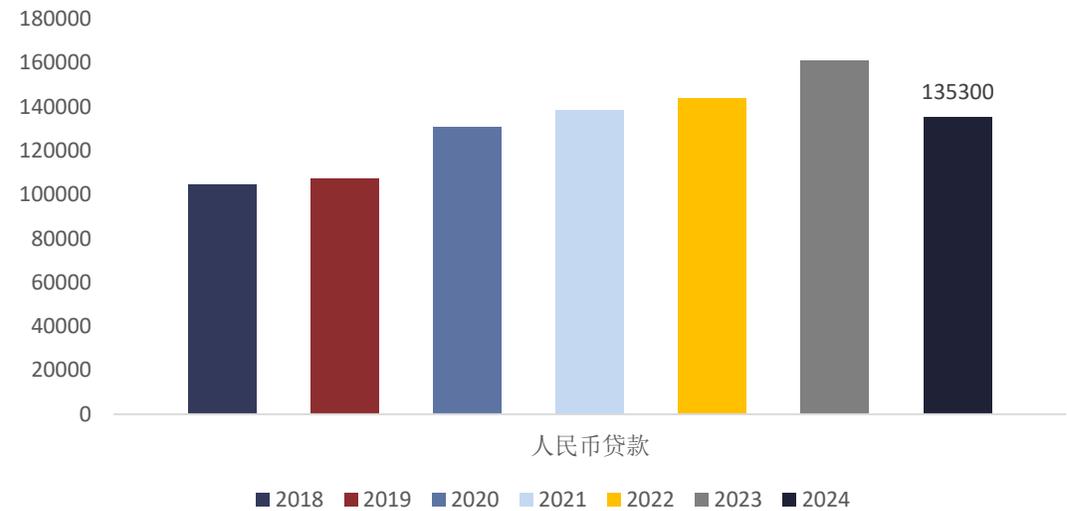
- **总量角度，同比持续少增。**7月新增人民币贷款2600亿元，不及市场预期，表现弱于季节性。同比少增859亿元，少增规模相比6月有所收敛，这可能是因为6月作为季末月份往往会出现信贷冲量现象，所以去年6月的基数比较高，而随着去年7月基数边际上走低，同比少增的规模也相应收缩。
- **结构角度，居民及企业信贷表现延续弱势。**7月居民部门以及企事业单位信贷均同比少增，其中企业短贷以及中长贷分别较去年同期多减、少增。居民部门再次出现净偿还。此外本月票据融资新增规模同比明显扩张，也是信贷的主要支撑项。票据冲量现象凸显。

新增人民币贷款-单月



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

新增人民币贷款-累计

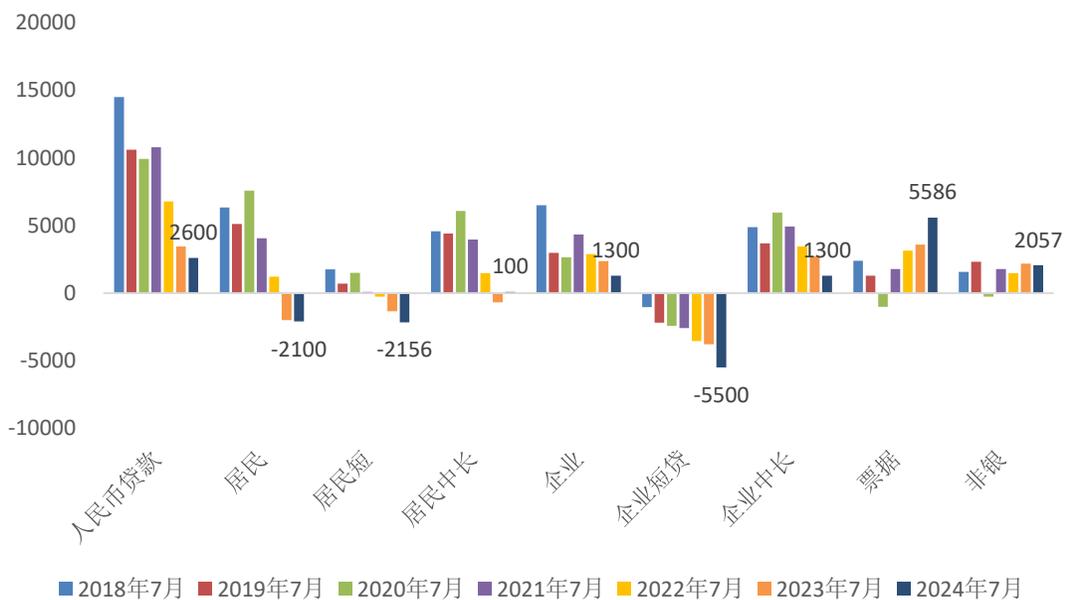


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

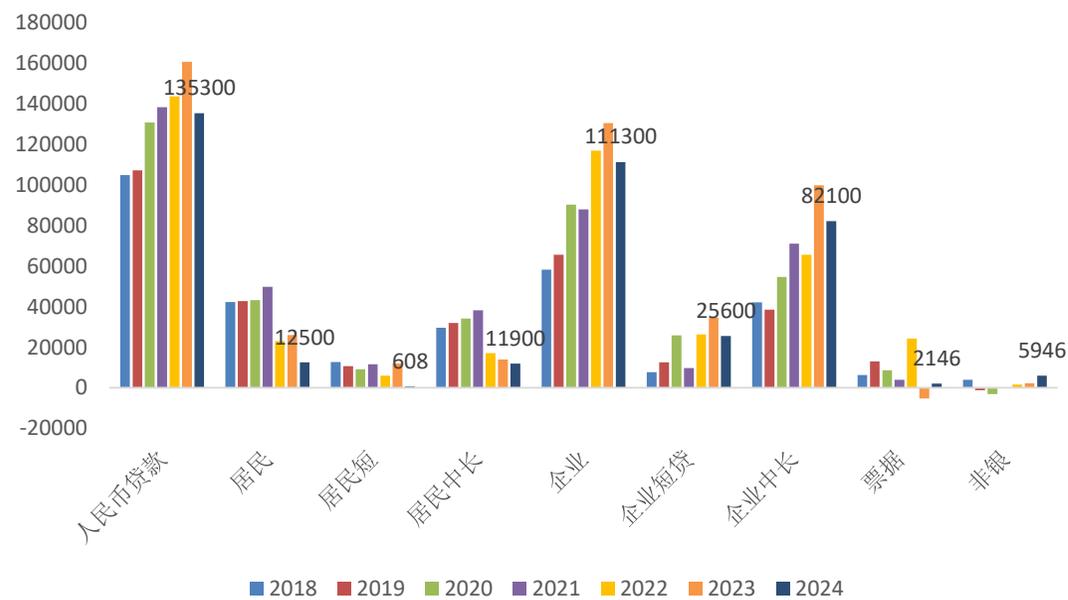
01 政府债支撑，社融同比多增

➤ 弱信贷需求、“挤水分”、信贷“规模情结”淡化等因素影响仍存。7月作为信贷小月，信贷总量的回落可部分归因于季节性因素。但无论是整体信贷还是企业及居民实体部门的信贷，新增规模均弱于季节性，表明除了短期的季节性扰动之外，本月信贷超预期回落的背后还有其他驱动因素。对此我们认为前期的三条逻辑依旧在发挥作用：一是实体有效融资需求仍待提振，这一点在7月份PMI、贸易以及通胀数据中也有体现；二是禁止“手工补息”、打击资金空转等金融数据“挤水分”操作效果持续显现；三是随银行规模情结淡化，前期虚增信贷（尤其是短期贷款）到期续作的意愿偏弱。

分项新增人民币贷款-单月



分项新增人民币贷款-累计



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

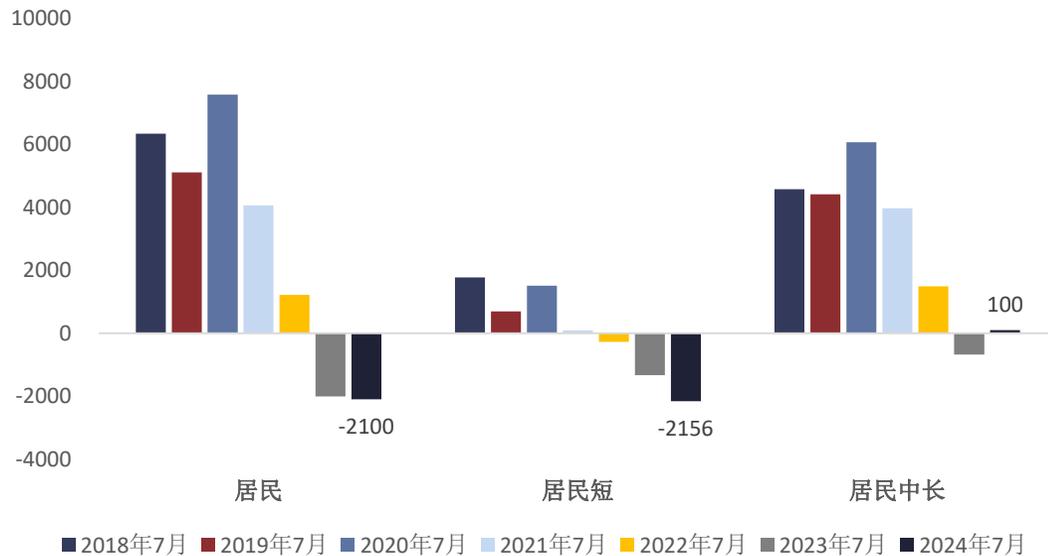
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

01 政府债支撑，社融同比多增

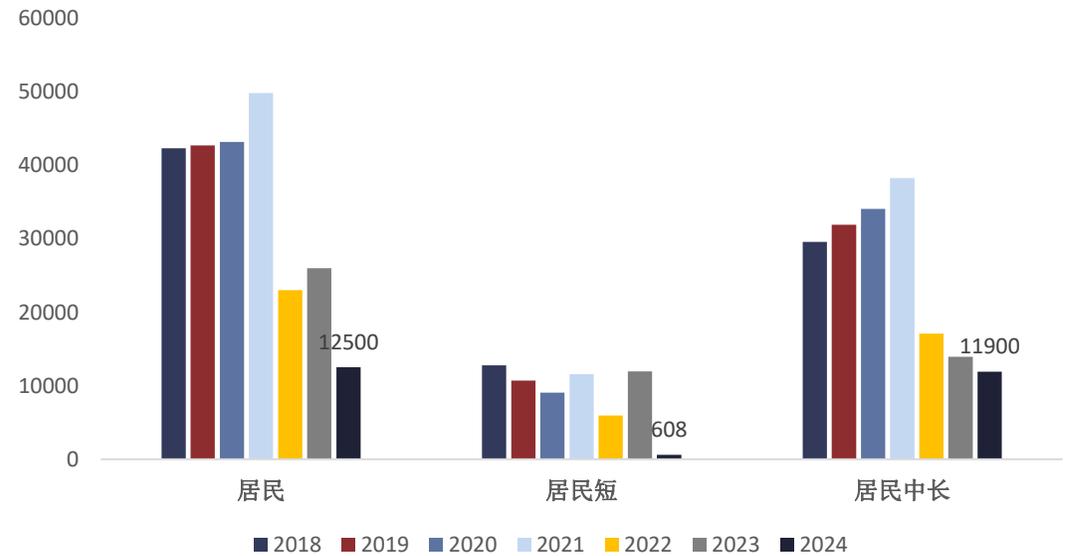
信贷方面，

➤ **居民端**，居民贷款新增-2100亿元，同比多减93亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增-2156和100亿元，同比分别多减821和多增772亿元。本月居民部门再次出现净偿还，主要拖累来自短期贷款负增，另外中长贷增量规模有限。一方面，居民消费信心疲弱，短期贷款新增规模处于历史同期偏低水平；另一方面，7月房地产市场依旧运行在低位，居民中长贷仅新增100亿元，并且同比多增的背后还包含着去年7月基数较低的影响，彼时居民提前还贷情绪较浓，因此中长贷出现了明显的净偿还。

居民新增人民币贷款-单月



居民新增人民币贷款-累计



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

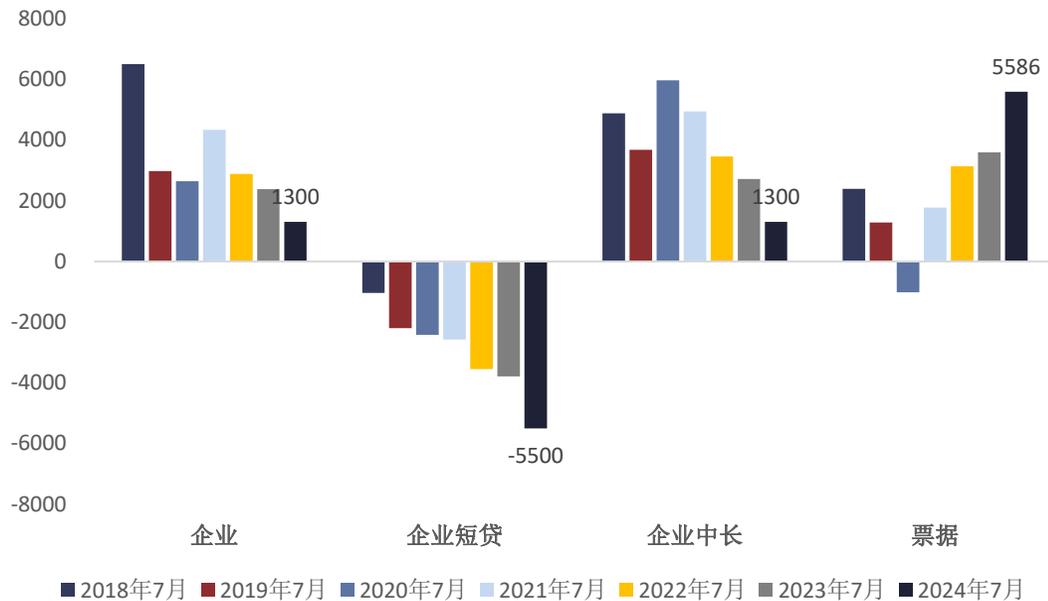
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

01 政府债支撑，社融同比多增

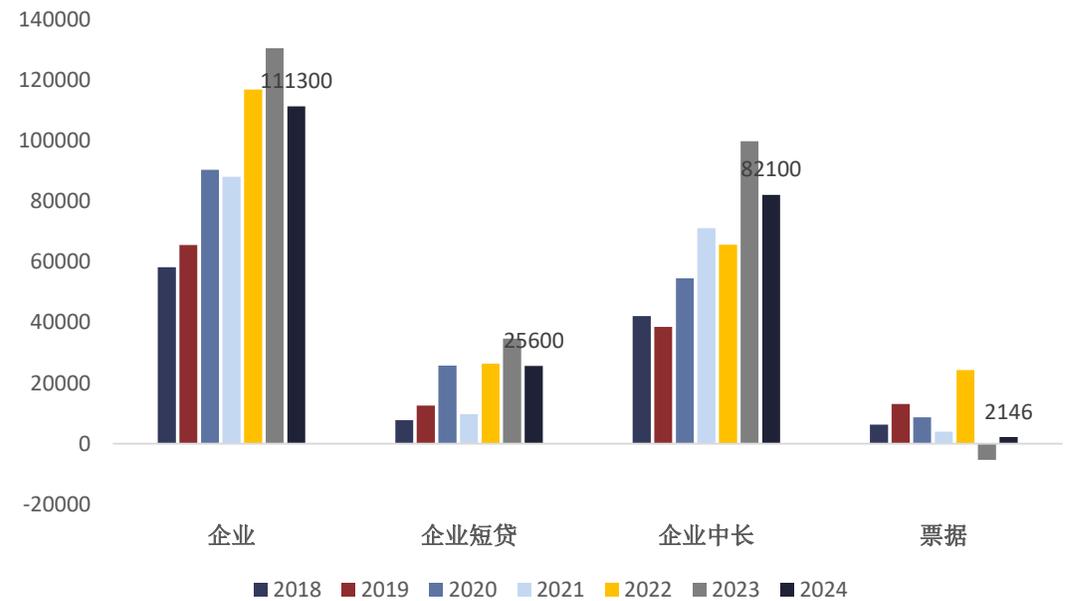
信贷方面，

- **企业端**，7月企业部门短期贷款减少5500亿元，同比多减1715亿元；中长期贷款新增1300亿元，同比少增1412亿元。企业部门偏弱的新增融资需求体现了目前经营活力有待提振，对于未来投资扩产的意愿也不算强烈。这在本月其他高频数据中也可得到印证。
- **票据冲量现象凸显**。与短贷以及中长贷需求疲弱相比，7月份票据融资明显多增，新增5586亿元，同比增加1989亿元，结合本月未贴现银行承兑汇票负增的表现来看，票据规模大增可能与有效融资需求不足背景下银行加大票据转贴、直贴力度有关。

企业新增人民币贷款-单月



企业新增人民币贷款-累计



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

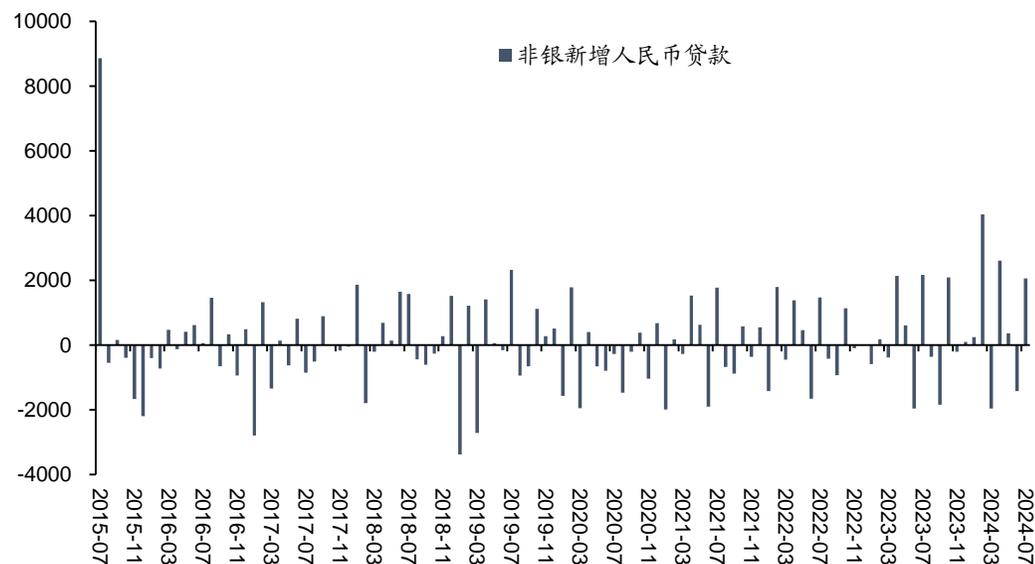
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

01 政府债支撑，社融同比多增

信贷方面，

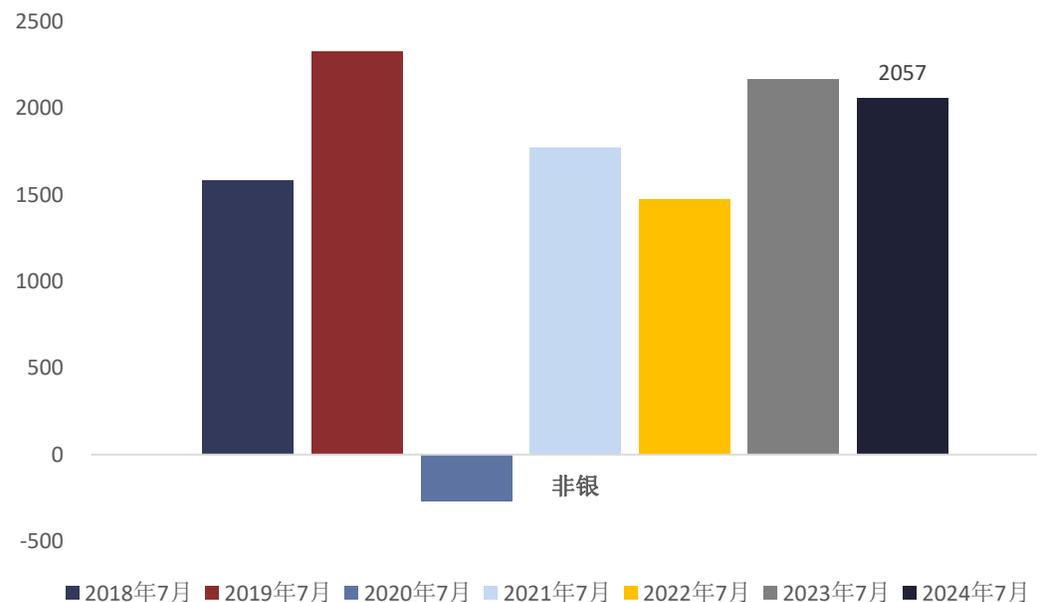
- **非银贷款新增明显。**与实体部门信贷的偏弱表现相比，本月非银贷款在历史同期水平中处于相对较高的位置，新增2057亿，同比减少113亿。鉴于非银贷款是社融与信贷口径下人民币贷款的主要差异分项，本月社融口径下人民币贷款虽然时隔多年少见地出现了负增长，信贷口径下的人民币贷款仍录得了一定的新增规模。

非银贷款当月新增



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

非银贷款7月新增



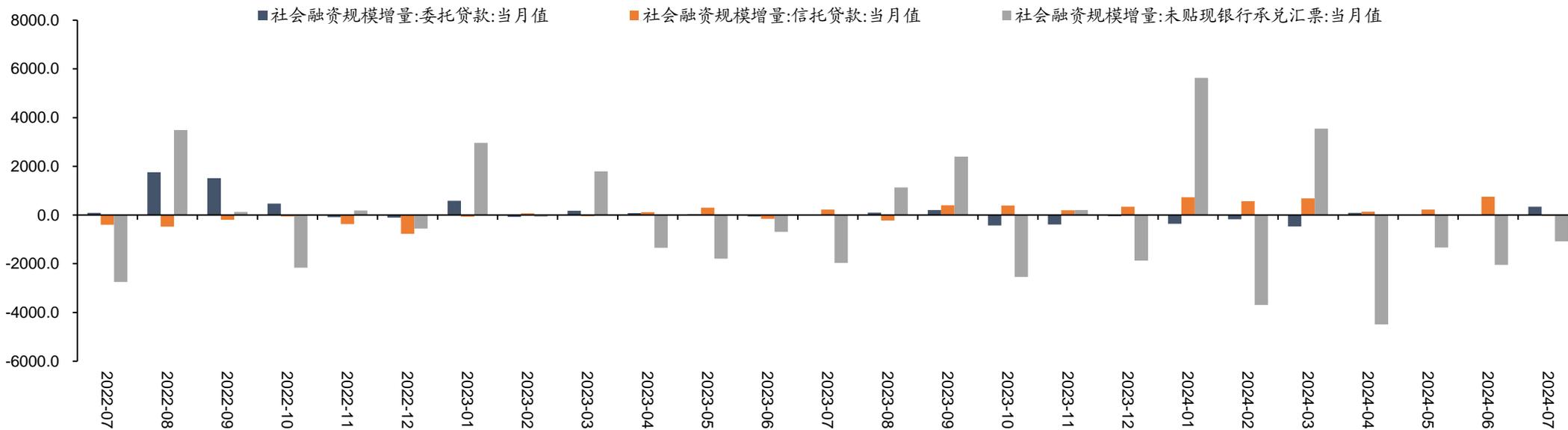
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑，社融同比多增

表外融资方面，

➤ 未贴现银行承兑汇票负增，但同比少减。7月非标融资合计-755亿元，同比少减970亿元。其中未贴现银行承兑汇票减少1075亿元，同比少减888亿元；信托贷款减少26亿元，同比多减256亿元；委托贷款增加346亿元，同比多增338亿元。未贴现银行承兑汇票是非标融资同比少减的主要拉动。

表外融资新增规模



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

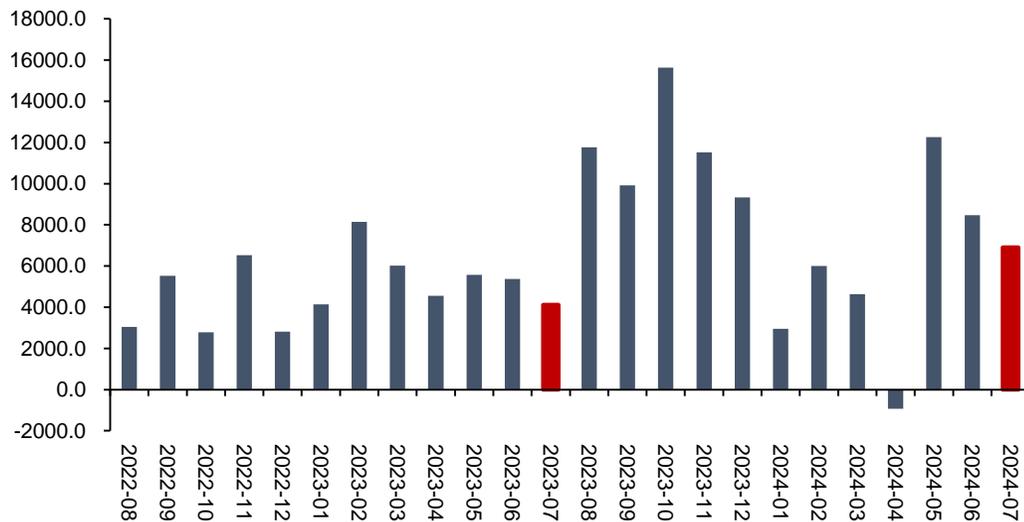
01 政府债支撑，社融同比多增

直接融资方面，本月直接融资表现相对亮眼，是社融同比多增的重要贡献。

- **政府债券方面**，7月政府债融资新增6911亿元，同比多增2802亿元。主要是中央加杠杆的拉动，国债净融资同比明显增加，但地方债净融资相比去年同期则出现小幅度的下降，这可能与地方专项债发行进度偏慢以及地方债务风险化解持续推进有关。
- **企业债券方面**，本月企业债增加2028亿元，同比增加了738亿元。其中城投债同比仍明显少增，产业债融资则为同比多增的主要贡献。低利率环境下，企业发债融资成本压力减轻，再加上银行信贷投放相对谨慎，部分企业可能以发债替代贷款进行融资。

政府债券融资

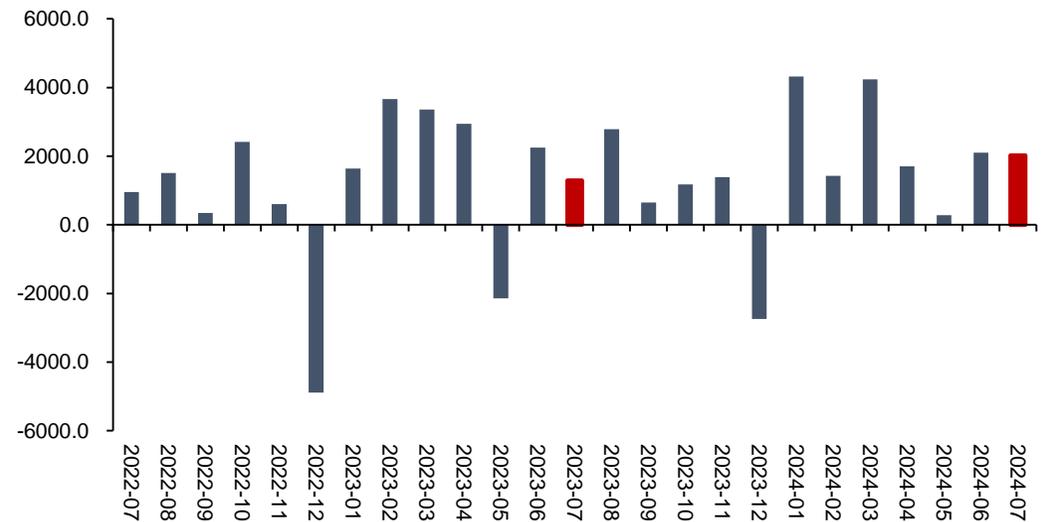
社会融资规模增量:政府债券:当月值 亿元



数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

企业债券融资

社会融资规模增量:企业债券融资:当月值 亿元

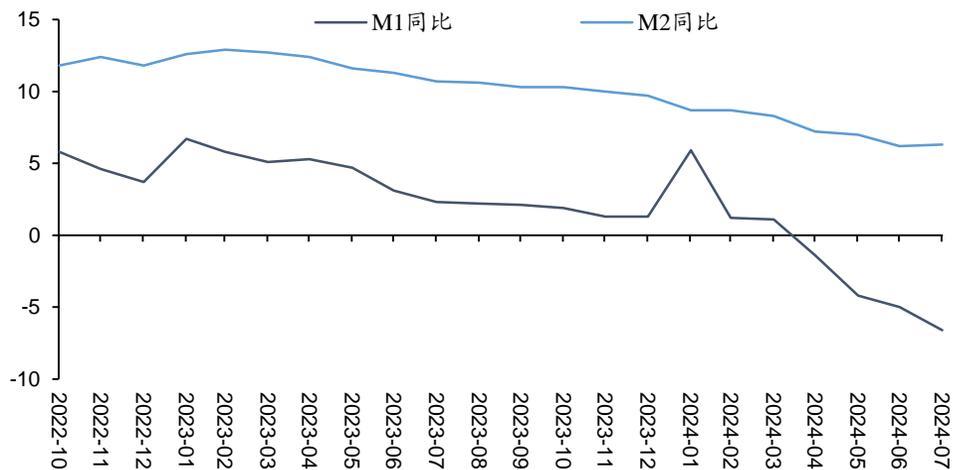


数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

02 M1同比持续回落破新低

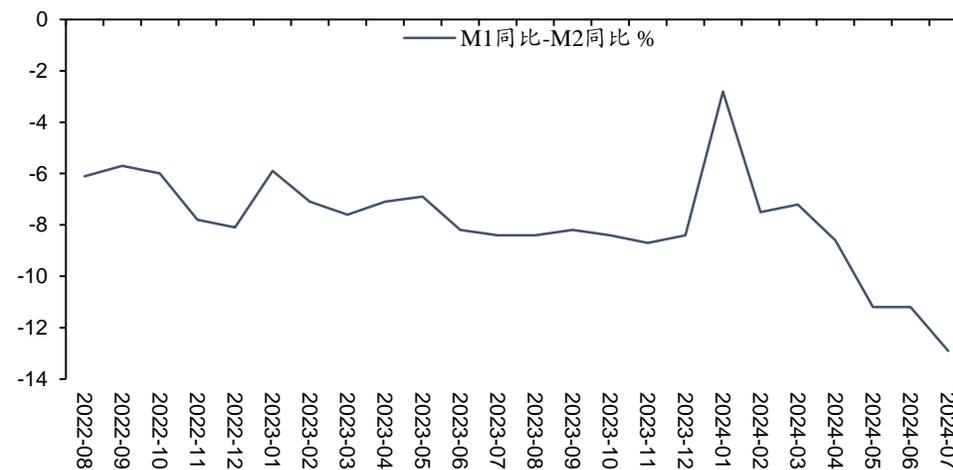
- 7月M1同比-6.6%，较上月回落1.6个百分点，连续4个月负增长并且延续了今年2月份开始的回落趋势，低于市场预期，同时也创下了数据统计以来的历史新低。M1同比的进一步下行，既有金融数据“挤水分”余波的影响，企业活期存款可能部分向理财转化。也与目前实体经济热度偏低有关，资金活化程度不高。
- 7月M2同比6.3%，相比前值小幅抬升0.1个百分点，略低于市场预计。M2同比的小幅回升更多可能受到基数的短期扰动。一方面去年同期M2增速有所回落；二则从信贷弱于季节性的表现来看，由信贷扩张派生的存款增量可能较为有限。
- 存款结构来看，7月存款减少8000亿，同比少减3200亿，其中，住户存款同比少减，非银机构存款同比多增。另外本月财政存款同比少增2625亿，或表明财政支出节奏有所加快，“及时发行并使用好超长期特别国债”、“加快专项债券发行使用”等财政工作指引可能逐渐落地显效。

M1、M2同比



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

M1-M2同比



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

03

总量增速继续放缓，政策逆周期调节可能性加大

- **数据表现与主导逻辑基本符合市场预期。**尽管7月金融数据边际上出现了一定变化，但考虑在金融数据公布之前其他高频数据已释放出经济基本面修复动能持续偏弱的信号，所以市场对于数据整体走向以及背后的驱动已有预计。
- **稳增长需求下，预计货币政策维持偏松方向。**对于有效需求不足的现实，7月以来重要会议以及报告强调加大逆周期调节力度，其中8月央行二季度货币政策执行报告指出“深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化”。预计后续货币政策维持偏松基调，不排除增量稳增长政策的推出，具体推出时机可能需对海外央行政策走向及国内政策的落地效果作进一步跟踪。

风险提示：

- 稳增长政策不及预期。
- 外部环境变化超预期。



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证券投资咨询业务资格，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。