



大公国际：社融同比多增，政府债提供支撑——7月社融数据解读

技术研究部（研究院） | 宏观债市团队 | 赫彤 |

2024年8月20日

摘要：7月社融同比多增，债券发行成本持续下行使债券成为社融主要支撑项，社融结构持续调整。人民币贷款减少，居民和企业均出现去杠杆现象，实体经济融资意愿偏弱，进一步促需求、提信心的政策加码预期提升。政府债券、企业债券净融资额同比增长，为拉动社融的主要分项。M1和M2剪刀差走阔，短期资金需求走弱，指向消费需求不足。

7月社融同比多增，债券发行成本持续下行使债券成为社融主要支撑项，社融结构持续调整。7月新增社融7,708亿元，同比多增2,342亿元，增量低于近三年同期均值，人民币贷款同比少增及政府债券、企业债券净融资额同比增长是主要原因。7月末社会融资规模存量为395.72万亿元，同比增长8.2%，较6月末回升0.1个百分点。7月人民币贷款减少767亿元，2023年以来首次减少，同比多减1,131亿元。在货币延续宽松的背景下，推动社会整体融资成本稳中有降，政策在债市得到充分展现。央行2月5年期以上LPR降息25BP，节奏和幅度均超去年，远超市场预期，7月调降1年期LPR和5年期以上LPR，第二次降息节奏快于去年，并调降7天逆回购、SLF、MLF，政策利率传导信用债发行利率延续下行趋势，企业融资由信贷转向债券直融趋势有所显现，社融结构正在发生较为明显的变化。

人民币贷款减少，居民和企业均出现去杠杆现象，实体经济融资意愿偏弱，进一步促需求、提信心的政策加码预期提升。7月新增人民币贷款同比大幅减少，其中居民贷款同比多减、企业贷款和非银贷款同比少增，其中企业中长期贷款延续少增趋势，居民短期贷款延续少增趋势，分别显示出企业受终端需求偏弱影响扩产意愿不足，同时居民消费意愿不足，企业和居民均出现不同程度的去杠杆现象。实体经济普遍融资意愿偏弱，其背后的原因是超长期特别国债、专项债等财政投放仍有提速空间，经济整体需求存在不足、信心有待提升。从结构上来看，7月末人民币贷款余额占比社融存量的62.6%，同比持平，仍是社融最大组成分项，保持主导地位。从政策的落地效果来看，专项债发行提速带来投资预期增长尚需时日，老旧小区改造、保障性住房建设、更新换新政策带来的贷款预期回升或将在未来得以实现。总体看来，我国经济增长面临一定挑战，促经济发展政策需看后续落地效果，短期内或将出台新增政策强化逆周期调节，加快推进经济发展。分部门看，7月新增居民贷款减少2,100亿元，同比多减93亿元，一方面

显示出居民在经济形势预期下消费意愿偏弱，另一方面或与提前还贷意愿有所增长相关。从地产数据来看，商品房住宅销售面积、销售额、个人按揭贷款等行业指标呈下降趋势，目前地产政策落地效果对于信贷的拉动作用偏弱。企业贷款少增，一是PMI中出厂价格指数处于收缩区间且环比下行影响生产意愿，PPI同比延续下行，制造业或处于季节性淡季；二是原材料库存、产成品库存仍处于收缩区间，需求不足形势下企业补库意愿有待回升、对未来信心有待修复；三是特别国债、专项债等财政落地形成实际资金拨付节奏有待加快、效果有待提升。价格、生产、库存、财政拨付等指标均指向企业融资意愿偏弱，但更新换新等政策或将提升对企业信贷的拉动作用。

政府债券、企业债券净融资额同比增长，为拉动社融的主要分项。7月政府债券净融资额为6,911亿元，同比增长2,802亿元，企业债券净融资额为2,028亿元，同比增长738亿元，政府债券和企业债券为社融的主要拉动分项。这与7月债券一级市场表现呈现出一致性。降息等宽松货币政策影响下信用债发行成本低位运行，利于信用债净融资额扩张。7月信用债净融资额达4千亿元，环比增长55%，同比增长46%，增幅较大。货币政策整体保持宽松，7月LPR、7天逆回购、SLF、MLF均下调，信用债平均发行利率保持下行趋势。7月信用债平均发行利率同比下行在100BP以上，下行幅度较大。7月末信用债存量同比增长2万7千亿元。专项债发行提速，净融资额保持稳定增长。7月地方政府债净融资额为1千9百亿元，保持较稳定规模，平均发行利率同比下行在50BP以上，7月末地方政府债存量规模同比增长4万8千亿元。二十届三中全会提出合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例，专项债在支持国家重点战略发展方向上将发挥重要作用。

M1和M2剪刀差走阔，短期资金需求走弱，指向消费需求不足。7月末，M1同比下降而M2同比增长，M1和M2增速剪刀差走阔。M1连续4个月同比下降，与存款减少相关，指向消费需求不足，企业投资扩张意愿偏弱。M2增长或与降准的持续影响相关。存款端，7月人民币存款减少8,000亿元，同比少减3,200亿元，其中居民存款减少3,300亿元，同比少减4,793亿元，非金融企业存款减少17,800亿元，同比多减2,500亿元，财政存款增加6,453亿元，体现出专项债发行提速，财政发力或将加快。

展望未来，债券将在一定时期成为社融的主要向上拉动分项，债券发行利率下行、风险偏好等因素将使债券发行人、投资人均更多在债市寻求融资或资产结构优化。货币政策及债券利率方面，社融增量同比减少，信贷同比少增，当前我国经济增长面临的挑战持续居多，政策加码预期增长，货币政策将大概率维持稳中偏宽，根据最新PMI等主要宏观指标走势、地产政策落地节奏及效果、以及社

融变化程度，下半年存在降准预期，或将对债市形成一定支撑，预计信用债平均发行利率低位震荡。**社融结构方面**，人民币贷款下降债券净融资额增长，债券成为支撑社融的主要分项，在债券利率低位震荡预期下，未来一定时期内，债券将是社融的主要拉动项。**流动性偏好方面**，居民对地产宽松政策落地效果呈观望情绪，房地产价格若走低将提升居民将资金向债券等保值资产转移意愿，叠加全球经济不确定因素较多使投资者避险及保值情绪提升，M1 和 M2 剪刀差或将随着金融挤水分影响消退，其分化态势有望改善。**对债券发行人预期方面**，在债券发行成本持续稳中有降的背景下，信贷下降债券净融资额增长成为近期必然趋势，发行人或将利用此窗口期更多选择债券直融，优化债务融资结构，AA+级发行人、级别较低发行人或将利用发行成本较低窗口期通过增信等方式拓宽债券融资渠道，并优化期限配置。**对债券投资人预期方面**，在地产行业持续筑底修复的背景下，地产价格或存在易跌难涨局面，这意味着避险情绪增长，资金将更多寻求波动性较低的资产，或将对债市形成一定支撑。但也应该看到，央行在 8 月 9 日的《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》中提出央行将灵活调整公开市场逆回购操作力度，既维护半年末流动性平稳，又避免债市情绪进一步过热，旨在向投资者提示债市风险。当前债市利率处于历史较低值，后续根据经济数据改善形势和新增政策，利率可能出现反弹风险。随着三季度专项债发行提速，流动性可能出现阶段性紧张，或将对债市形成一定扰动。另外近期债券基金¹销售热度较高，一旦回调可能会引发类似 2022 年年末理财风波的情形，加大债市风险。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

¹ 据中国证券投资基金业协会数据，截至 6 月末，债券基金 2,490 只，净值 68,896.29 亿元，数量和净值环比均增长。