

# 央行逆周期调节的货币政策空间打开

——7月社融数据点评



YONGXING SECURITIES

## 核心观点

**事件：**2024年8月13日，央行公布7月金融统计数据：7月末广义货币M2同比增长6.30%，高于前值0.1个百分点；狭义货币M1同比下降6.60%，增速回落1.60个百分点。7月末社会融资规模存量同比增长8.2%。

**7月社融呈现出直接融资增长较快、政府融资支撑效应显著等特点。**7月新增社融初值为7,708亿元，同比增速为8.20%，较前值升0.1个百分点。社融口径下7月新增人民币贷款为-767亿元，自2005年7月后首次降为负值。直接融资较快增长：7月政府债券净融资6,911亿元，比上年同期多2,802亿元，对社融增速支撑显著。我们认为，2024年下半年政府融资有望进一步支撑社融增速；7月企业债券净融资2,028亿元，同比多增738亿元。此外，7月新增非标融资减少755亿元，同比少减970亿元。

**信贷需求略显低迷，更多属于短期扰动。**金融机构口径下7月新增人民币贷款2,600亿元，同比少增859亿元。从企业端来看，票据融资冲量现象较为凸出。从居民端来看，7月居民短期和中长期贷款分别减少2,156亿元和增加100亿元。地产销售虽然呈现积极变化但依旧处于低位，对居民中长期信贷拉动作用有限。我们认为，7月信贷波动更多属于短期扰动，长期来看需进一步跟踪居民和企业端真实信贷需求是否存在实质性变化。

**M1和M2增速延续低位运行。**7月M1同比增速为-6.60%，较前值降1.60个百分点；M2同比增速为6.30%，高于前值0.10个百分点。M1-M2剪刀差与前值绝对值有所走阔。

## 投资建议

**央行逆周期调节的货币政策空间打开。**近期金融数据的短期波动，我们认为原因或在于当前货币政策正经历转型，而数据波动释放的潜在信号或更值得把握。我们此前报告中提及我国货币政策注重把握和处理短期与长期、稳增长与防风险、内部与外部三方面的关系，而三者侧重点的变化势必会带来政策的边际变化。此前央行货币政策虽然面临内部净息差、外部汇率“双重约束”，但是随着多家商业银行下调存款挂牌利率、全球流动性环境趋于改善，我国货币政策或存在边际调整的可能。一方面，七月政治局会议提出“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，未来我们预计财政或延续发力，政府融资对社融的支撑不改；另一方面，央行二季度货币政策执行报告中也指出下一阶段“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境”，在当前信贷数据短期波动、长期有待修复背景下，我们认为下一阶段央行货币政策空间或打开，在坚持以我为主基础上，下半年或加强逆周期调节，货币供给的变化有望提振信贷需求。我们认为，债市短期受市场情绪等偶发性因素影响，现券收益率出现震荡，大幅调整后仍是机会。

## 风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年08月20日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080003

## 相关报告：

《债牛趋势仍在，短期波动加大》

——2024年03月22日

《两会聚焦“新质生产力”》

——2024年03月13日

《经济动能回正》

——2024年03月10日

## 正文目录

1. 信贷需求低迷或更多表现为短期波动.....	3
2. M1 增速进一步放缓.....	5
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	7

## 图目录

图 1: 社融口径下其及各分项当月值(亿元).....	4
图 2: 社融口径各分项变动情况(亿元).....	4
图 3: 当月新增人民币信贷分项较上年同期变化(亿元).....	4
图 4: 居民部门与制造业融资需求(亿元).....	4
图 5: 政府债发行进度.....	5
图 6: 企业债发行规模(亿元).....	5
图 7: 非标融资(亿元).....	5
图 8: 近 3 年政府债券及企业债发行(亿元).....	5
图 9: M1、M2 同比涨跌幅(pct).....	6
图 10: 企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差; pct).....	6
图 11: 新增人民币存款(亿元).....	6

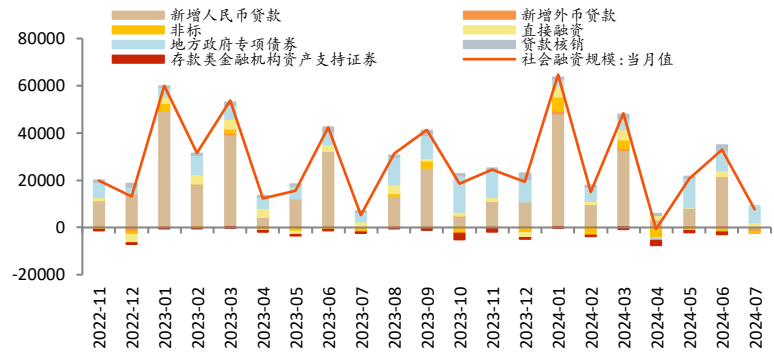
**事件：**2024年8月13日，央行公布7月金融统计数据：7月末广义货币M2同比增长6.30%，高于前值0.1个百分点；狭义货币M1同比下降6.60%，增速回落1.60个百分点。7月末社会融资规模存量同比增长8.2%；2024年前七个月社会融资规模增量累计为18.87万亿元，比上年同期少3.22万亿元。

## 1. 信贷需求低迷或更多表现为短期波动

7月社融呈现出直接融资增长较快、政府融资支撑效应显著等特点。7月新增社融初值为7,708亿元，同比增速为8.20%，较前值升0.1个百分点。社融口径下7月新增人民币贷款为-767亿元，比上年同期减少1,172亿元，也是自2005年7月后首次降为负值。直接融资较快增长：7月政府债券净融资6,911亿元，比上年同期多2,802亿元，对社融增速支撑显著。我们认为，2024年下半年政府融资有望进一步支撑社融增速；7月企业债券净融资2,028亿元，同比多增738亿元。此外，7月新增非标融资减少755亿元，同比少减970亿元，其中，委托贷款增加346亿元，同比多增338亿元；信托贷款减少26亿元，同比多减256亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1,075亿元，同比少减888亿元。

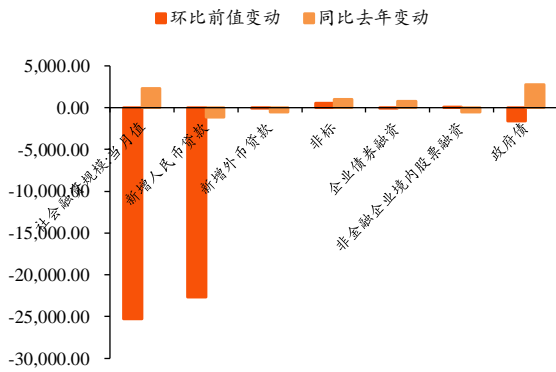
**信贷需求略显低迷，更多属于短期扰动。**金融机构口径下7月新增人民币贷款2,600亿元，同比少增859亿元。从企业端来看，票据融资冲量现象较为凸出。具体来看，7月票据融资规模为5,586亿元，占企业新增贷款比重上升；而企业中长期贷款增加1,300亿元，企业短期贷款减少5,500亿元，较上月和上年同期均有所减少；7月整体企业贷款增加1,300亿元，同比少增1,078亿元。从居民端来看，7月居民贷款减少2,100亿元，同比多减93亿元。其中，居民短期和中长期贷款分别减少2,156亿元和增加100亿元。地产销售虽然呈现积极变化但依旧处于低位，对居民中长期信贷拉动作用有限。我们认为，信贷需求低迷或更多表现为短期波动：一方面，7月作为传统信贷小月，季节性因素拖累信贷增量；另一方面，6月末部分金融机构冲量现象，导致本月信贷增量较小。综合来看，我们认为7月信贷波动更多属于短期扰动，长期来看需进一步跟踪居民和企业端真实信贷融资需求是否存在实质性变化，同时央行此前也指出金融数据“挤水分”也会“在下半年持续产生影响”，因此信贷需求有待进一步观察验证。

图1:社融口径下其及各分项当月值(亿元)



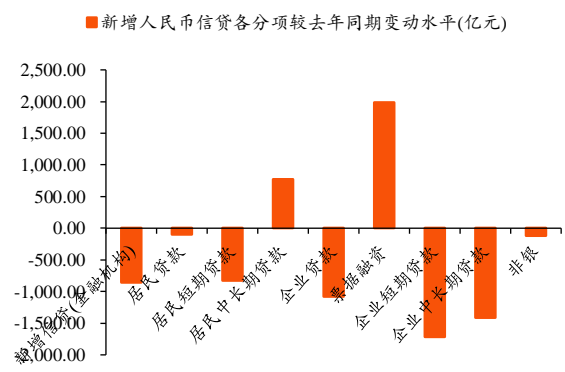
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:社融口径各分项变动情况(亿元)



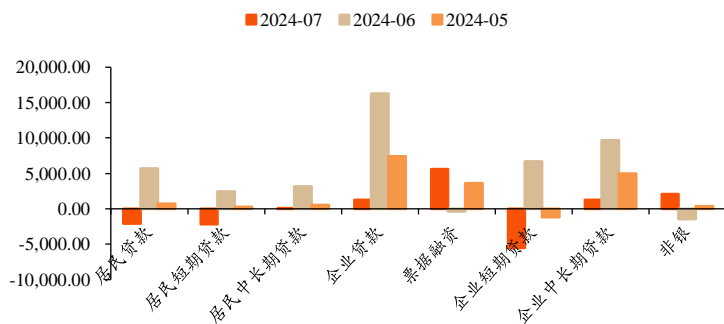
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:当月新增人民币信贷分项较上年同期变化(亿元)



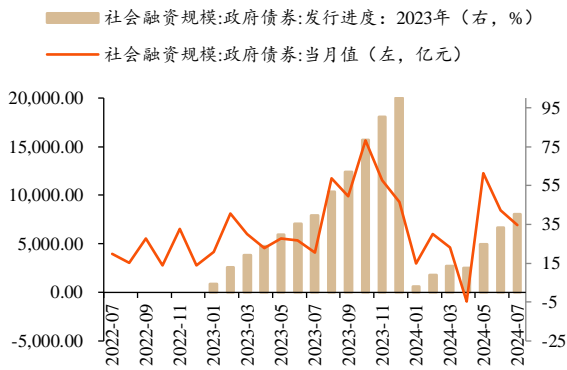
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:居民部门与制造业融资需求(亿元)



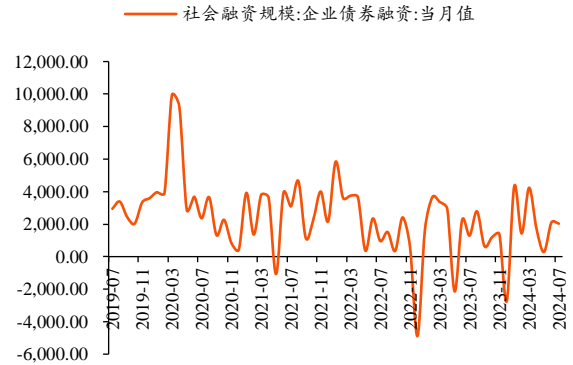
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:政府债发行进度



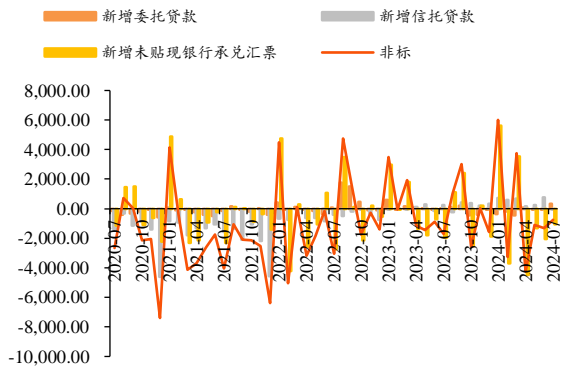
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:企业债发行规模(亿元)



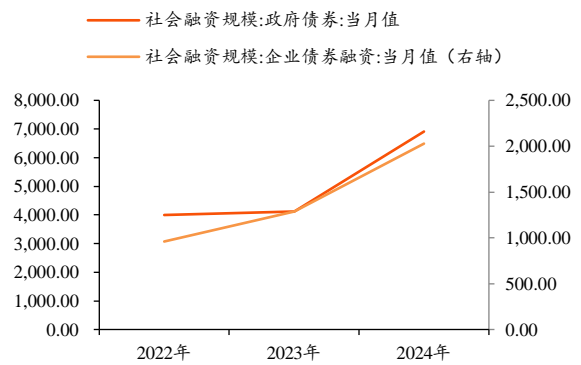
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:非标融资(亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

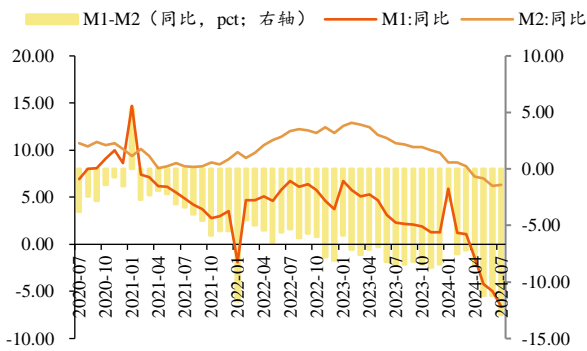
图8:近3年政府债券及企业债发行(亿元)



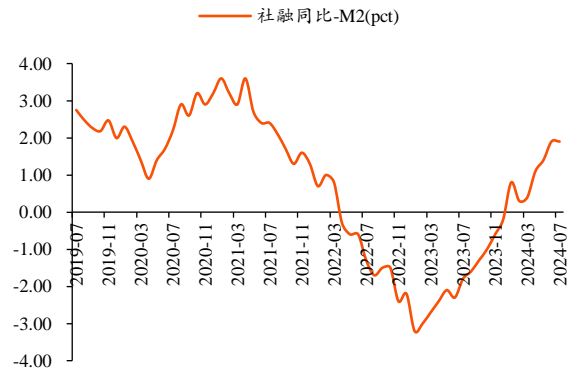
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2. M1 增速进一步放缓

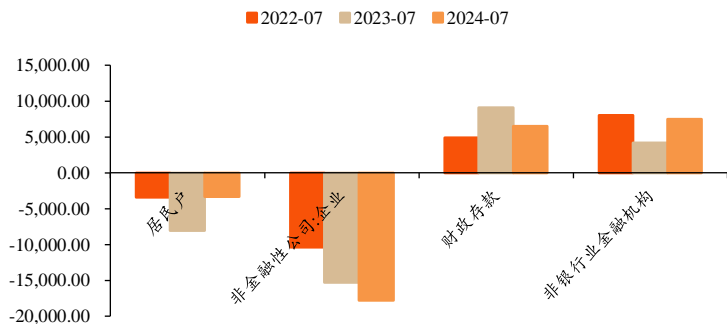
“挤水分”效应持续影响，M1 和 M2 增速延续低位运行。7 月 M1 同比增速为-6.60%，较前值降 1.60 个百分点；M2 同比增速为 6.30%，高于前值 0.10 个百分点。M1-M2 剪刀差与前值绝对值有所走阔。此外，7 月份社融与 M2 增速差维持在正区间为 1.90%，与前值一致。从存款数据来看，7 月住户存款减少 3,300 亿元，比上年同期少减 4,793 亿元；非银行业金融机构增加 7,500 亿元，同比多增 3,370 亿元；而非金融企业存款减少 17,800 亿元，同比多减 2,500 亿元。此外，7 月财政性存款增加 6,453 亿元，同比少增 2,625 亿元。

**图9:M1、M2 同比涨跌幅(pct)**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**图10:企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差; pct)**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**图11:新增人民币存款(亿元)**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 3. 投资建议

**央行逆周期调节的货币政策空间打开。**近期金融数据的短期波动我们认为原因或在于当前货币政策正经历转型，而数据波动释放的潜在信号或更值得把握。我们在此前报告中<sup>1</sup>提及我国货币政策注重把握和处理短期与长期、稳增长与防风险、内部与外部三方面的关系，而三者侧重点的变化势必会带来政策的边际变化。此前央行货币政策虽然面临内部净息差、外部汇率“双重约束”，但是随着多家商业银行下调存款挂牌利率、全球流动性环境趋于改善，我国货币政策或存在边际调整的可能。一方面，七月政治局会议提出“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，未来我们预计财政或延续发力，政府融资对社融的支撑不改；另一方面，央行二季度货币政策执行报告中指出下一阶段“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境”，在当前信贷数据短期波动、长期有待修复背景下，我们认为下一阶段央行货币政策空间或打开，在坚持以我为主基础上，下半年或加强逆周期调节，货币供给的变化有望提振信贷需求。我们认为，债市短期受市

<sup>1</sup> 详情请见《货币政策转型中的变与不变》，甬兴证券研究所，2024年07月25日。

场情绪等偶发性因素影响，现券收益率出现震荡，大幅调整后仍是机会。

#### 4. 风险提示

**地缘政治风险：**俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

**美联储货币政策超调：**美联储加息或者降息步伐会有随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

**海外经济增速不及预期：**海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

**国内物价变化超市场预期：**国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

**上市公司业绩不及预期：**上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

**市场波动超预期：**市场波动存超预期可能。



## 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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。