

2021年8月12日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

严监管与弱需求并存，7月社融不及预期

内容提要

央行公布2021年7月金融数据:(1)新增人民币贷款10800亿元,市场预期10920亿元,前值21200亿元。(2)社会融资规模10600亿元,市场预期15200亿元,前值36689亿元。(3)M2同比8.3%,市场预期8.7%,前值8.6%;M1同比4.9%,前值5.5%。

隐性债务新规、地产严监管下信用被动收缩,冲击信贷需求和社融,7月严监管和弱需求并存,政府债券融资的大幅下行和表内贷款回落是本月金融数据不及预期的主要拖累,社融增速延续回落但未出现系统性收缩,经济动能放缓但仍处在修复进程,严监管叠加高基数,三季度社融增速下行或仍持续,四季度低基数及财政后倾支撑下社融企稳反弹概率较大。

从政策应对来看,货币政策稳健中性基调不改,跨周期调节框架下弹性加大、预留空间,四季度降准补充流动性或再现,但降息难有期待;财政政策更加积极,上半年支出进度偏慢下有发力空间,但政策兼顾今明两年风险的定调下,政策发力仍需保留一定空间,财政或托而不举,财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑,保持经济运行在合理区间的定位下,经济失速下行压力不大。

从资产表现来看,债市受到流动性充裕和经济动能放缓的提振,严监管环境下的缺资产格局也支撑利率债的配置需求,但前期利率下行过快下市场已经走在政策前面,债市形成了较强的降息预期,1年期存单利率已低于同期MLF政策利率30bp,止盈压力和降息预期可能落空的风险下债市短期扰动增加,叠加8-9月地方债发行小高峰、美联储政策取向扰动,利率短期存在上行调整压力。股市方面,不同于2018年全面信用收缩下带来的股市重挫压力,本轮信用收缩仍偏局部,城投和地产是信用收缩主要部门,债市缺资产环境下推动无风险利率下行,股市流动性和估值仍受到一定支撑,结构性行情延续。

风险提示

美联储QE退出进度超预期,地方债供给节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



央行公布 2021 年 7 月金融数据：

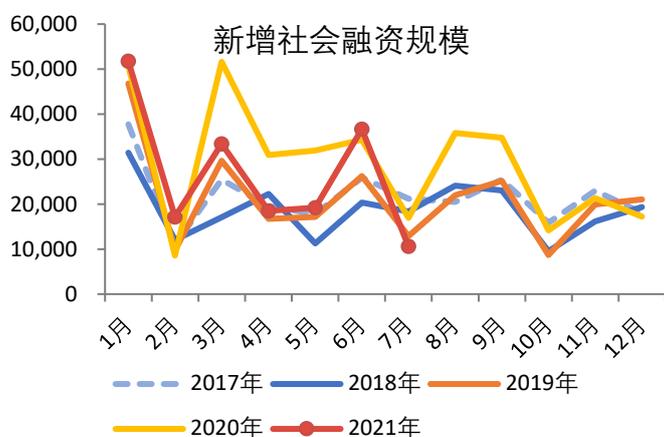
- (1) 新增人民币贷款 10800 亿元，市场预期 10920 亿元，前值 21200 亿元。
- (2) 社会融资规模 10600 亿元，市场预期 15200 亿元，前值 36689 亿元。
- (3) M2 同比 8.3%，市场预期 8.7%，前值 8.6%；M1 同比 4.9%，前值 5.5%。

一、7 月社融严监管与弱需求并存

隐性债务新规、地产严监管下信用被动收缩，冲击 7 月信贷需求和社融，7 月社融结构严监管与弱需求并存。一方面，受城投及地产严监管政策影响，企业与居民中长期贷款均有所下滑并低于去年同期水平。7 月企业中长期贷款新增 4937 亿元，同比少增 1031 亿元，中长期贷款占比明显低于去年同期水平，主因隐形债务监管影响下，城投专项债配套融资受到限制，基建相关的长期项目融资也受到一定限制；而地产严监管持续加码下居民中长期贷款也有所回落。

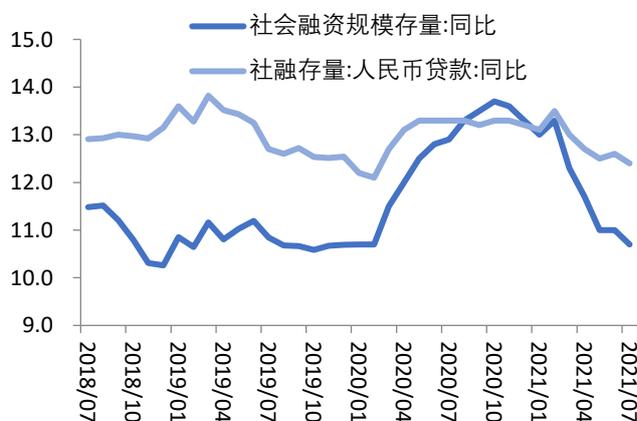
另一方面实体融资需求也有所走弱，表内外票据明显分化。企业贷款自 4 月以来就延续了“短贷较低、票据融资较高”的融资结构，企业短期营运流动性补充需求走弱，而实体融资需求弱化下银行依赖票据冲量。且票据利率持续走低，与同业存单利差处于偏低水平，也反映银行票据冲量的动力较强。而 7 月区域疫情、暴雨洪涝天气、限产限电等也对实体供给端带来一定的外生冲击。

图 1：7 月社融不及预期（亿元）



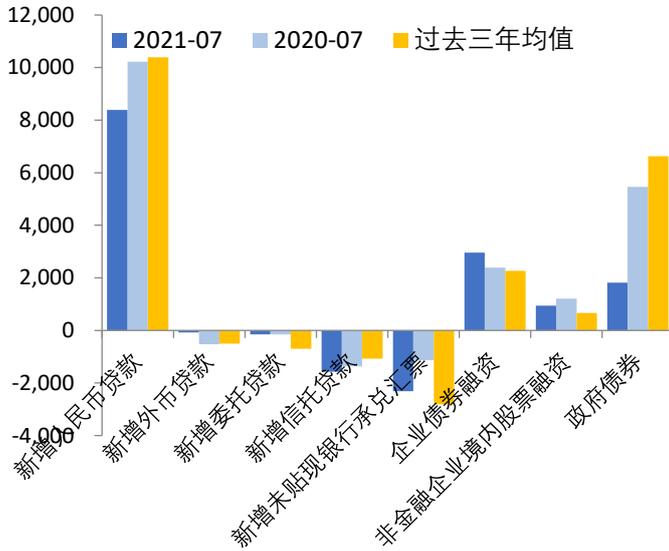
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速重回下行（%）



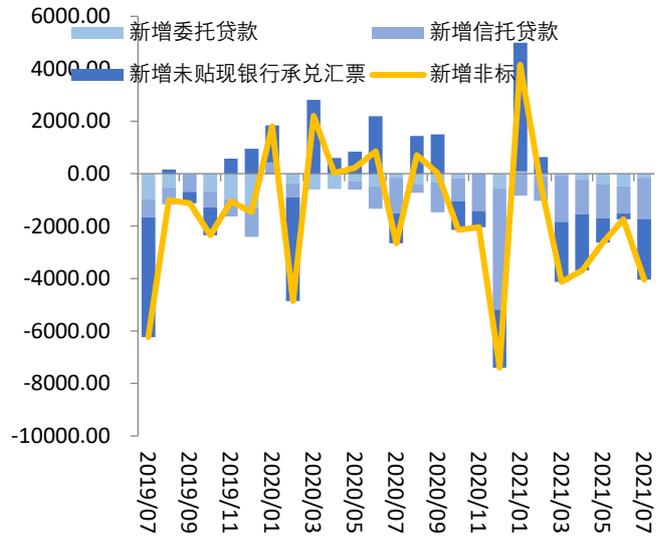
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 社融分项 (亿元)



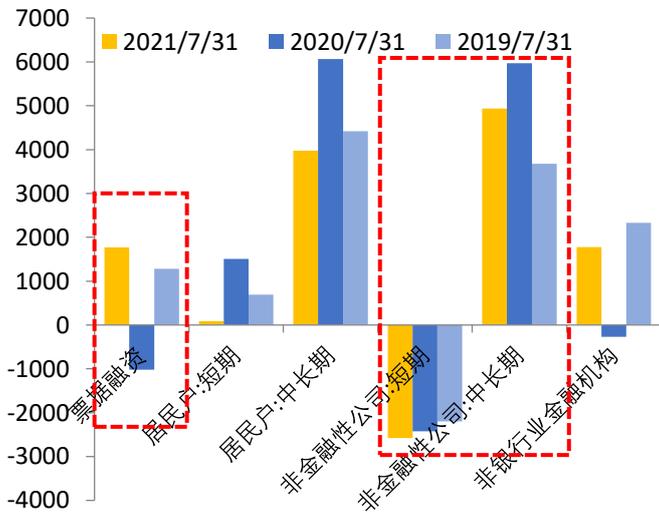
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 非标融资延续负增长 (亿元)



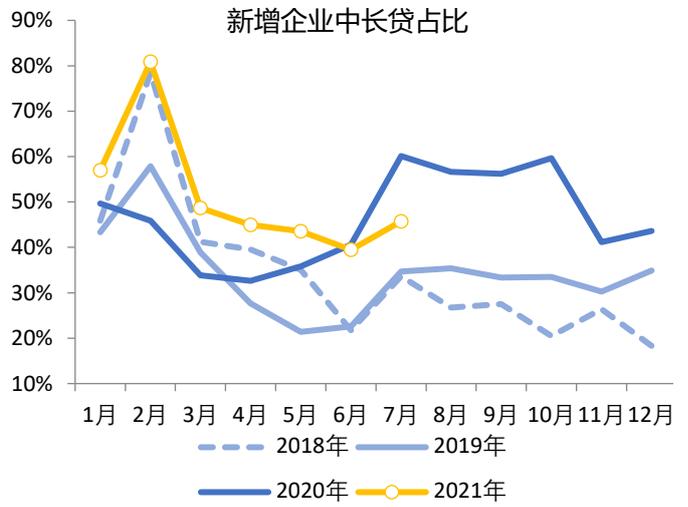
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 企业贷款延续短贷低、票据融资高 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 企业中长贷占比明显低于去年同期 (%)



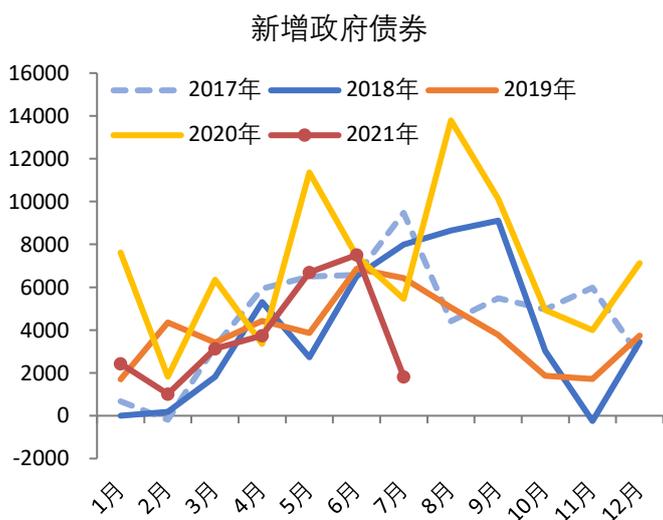
资料来源: Wind, 优财研究院

二、政府债券融资下行是社融主要拖累

政府债券融资的大幅下行是本月金融数据不及预期的主要拖累，下半年政府债发行压力较大，财政发债后倾下四季度社融有所支撑。7月国债到期量较大，7990亿元的到期量为仅次于17年8月的次高水平，因此国债净供给较低，截至7月底，国债净供给进度仅为13.8%，下半年国债发行压力较大。根据披露计划，8-9月可能是地方债发行高峰。

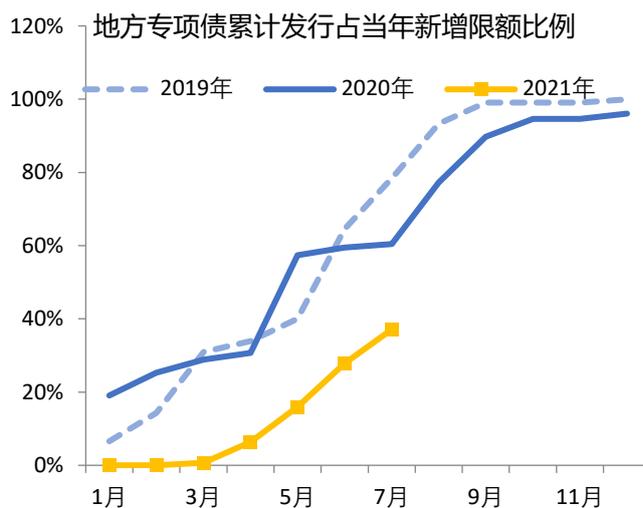
下半年财政更加积极，但“做好两年政策衔接、今年底明年初形成实物工作量”的要求下不宜高估财政发力及基建上行力度，财政真正发力在明年上半年。今年年初以来，在外需偏强+地产韧性的结构下，经济处在“稳增长”压力不大的背景下，财政逆周期发力必要性不高，专项债也告别了2020年“大干快上”的思路，财政发行节奏明显偏慢。近日据报道称，地方将预留部分专项债额度12月发行，这也符合政治局会议“做好两年政策衔接、今年底明年初形成实物工作量”的要求，下半年财政更加积极的定调下仍不宜高估财政发力及基建上行力度，而明年财政前置将支撑基建投资。

图 7：政府债券发行快速回落（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：专项债发行进度明显偏慢（%）

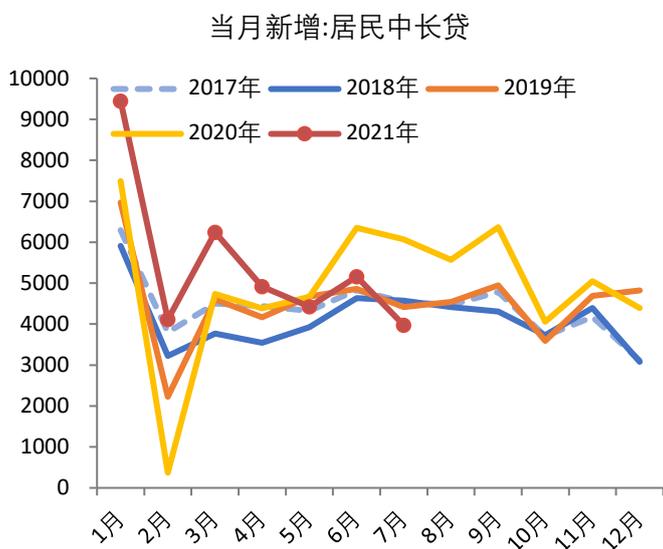


资料来源：Wind，优财研究院

三、地产严监管持续加码下居民融资减速

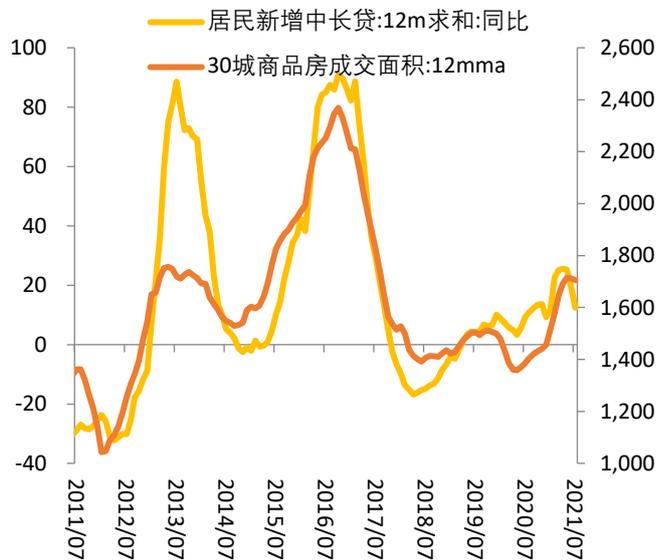
地产严监管持续加码下居民融资减速。7月贷款新增4059亿元，同比少增3519亿元。其中，短期贷款和中长期贷款分别新增85和3974亿元，同比分别少增1425和少增2093亿元。近期地产严监管持续加码，房贷额度收紧、部分城市房贷利率上行、购房政策收紧，房地产走弱压力进一步增加，居民中长期贷款增速下滑斜率变大，居民短贷较弱也说明政策严查违规消费贷流入楼市已有所见效。

图9：居民中长贷回落至低于季节性（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图10：房贷拐点初现（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

四、核心观点

隐性债务新规、地产严监管下信用被动收缩，冲击信贷需求和社融，7月严监管和弱需求并存，社融增速延续回落但未出现系统性收缩，经济动能放缓但仍处在修复进程，严监管叠加高基数，三季度社融增速下行或仍持续，四季度低基数及财政后倾支撑下社融企稳反弹概率较大。年初以来，受到去年高基数、房地产三道红线、地方隐性债务约束以及地方债发行节奏较慢的影响，宏观流动性快速收紧。8-9月将迎来地方债发行的小高峰，但在去年的高基数下，三季度社融增速下行或仍持续，不过收缩节奏有望放缓。而去年年末信托贷款集中处置下形成一定的低基数效应，叠加今年财政后倾的支撑，四季度社融企稳反弹概率较大。

从政策应对来看，货币政策稳健中性基调不改，跨周期调节框架下弹性加大、预留空间，四季度降准补充流动性或再现，但降息难有期待；财政政策更加积极，上半年支出进度偏慢下有发力空间，但政策兼顾今明两年风险的定调下，政策发力仍需保留一定空间，财政或托而不举，财政真正明显发力或是明年上半年。“推动今年底明年初形成实物工作量”的表述下今年四季度和明年上半年的经济仍有积极支撑，保持经济运行在合理区间的定位下，经济失速下行压力不大。

从资产表现来看，债市受到流动性充裕和经济动能放缓的提振，严监管环境下的缺资产格局也支撑利率债的配置需求，但前期利率下行过快下市场已经走在政策前面，债市形成了较强的降息预期，1年期存单利率已低于同期MLF政策利率30bp，止盈压力和降息预期可能落空的风险下债市短期扰动增加，叠加8-9月地方债发行小高峰、美联储政策取向扰动，利率短期存在上行调整压力。股市方面，不同于2018年全面信用收缩下带来的股市重挫压力，本轮信用收缩仍偏局部，城投和地产是信用收缩主要部门，债市缺资产环境下推动无风险利率下行，股市流动性和估值仍受到一定支撑，结构性行情延续。

重要提示

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>