



# 彭文生：流动性淤积



7月新增社融不及预期，同比大幅少增，信贷结构也明显恶化。

7月新增社融7561亿元，大幅低于市场预期的1.4万亿元，同比少增3191亿元，这次社融单月的增量创下2016年7月之后的新低。其中，7月新增信贷6790亿元，大幅低于市场预期的1.1万亿元，相比去年同期少增4010亿元。投向实体的贷款同比大幅少增，且接近八成为票据融资。在全部的新增信贷当中，新增对实体部门的贷款为4088亿元，相比去年同期少增4033亿元，其中票据融资3136亿元，占到了全部对实体新增贷款的76%、全部新增贷款的46%。与此同时，居民中长期贷款同比少增2488亿元、企业中长期贷款同比少增1478亿元。

政策推动供给扩张，但需求的改善十分缓慢，导致今年新增社融的波动性大幅上升。回顾6月新增社融达到5.17万亿元、同比多增1.47万亿元，大幅超出市场预期。与此同时，新增贷款结构也明显改善，票据融资仅占全部新增贷款的3%。但7月的数据马上就出现了大幅下滑。

这样的大上大下在刚刚过去的7个月中已经出现了3次，背后的核心原因是供给和需求在向着不同的方向运动，政策端通过财政扩张、信贷额度扩张等方式加强社融的投放，但是经济内生需求较弱、贷款需求难以出现持续性的上升，因此社融时强时弱，市场既不敢在社融高增的时候相信需求的可持续性，也不敢在社融低迷的时候轻视政策的力量。

今年社融增速的上升幅度相比历史上各轮稳增长周期更慢、更少。7月社融同比增速为10.7%，较2021年12月上升0.4个百分点。即使将央

行利润上缴计算到社融当中，那么调整后的社融增速在 11.0%左右，较 2021 年 12 月上升 0.7 个百分点。历史上，2015 年 5 月社融同比增速见底之后，12 个月之内上升了 2.7 个百分点；2020 年 2 月-12 月社融同比增速上升了 2.6 个百分点。

与社融增速形成对比，M2 增速大幅上升，其中财政扩张贡献大半，也不能排除居民赎回投资产品对 M2 的影响。7 月 M2 同比增速上升到 12%，续创 6 年来的新高。影响 M2 的因素来自两个方面，一个是存款性金融机构的资产端，另一个是存款性金融机构的负债端。资产端的扩张可以提振 M2 的增速，包括国内信贷、对外净资产（主要是央行的外汇占款）、对政府净债权（扣除政府存款）。负债端的调整也会影响 M2 增速，负债端包括 M2、非 M2 的存款、银行自有资本的变化（包括发行的股票、债券、存留的利润、计提的拨备等）。简单来说，M2 可以归结为以下公式：

$$M2 = \text{存款性金融机构资产} - \text{存款性金融机构非 M2 负债}$$

进一步拆分来看：

$$M2 = (\text{国内信贷} + \text{对外净资产} + \text{对政府净债权}) - (\text{非 M2 的存款} + \dots)$$

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_45130](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45130)

