

总量研究

宽信用还能走多远？

——2022年7月金融数据点评

要点

事件：2022年8月12日，中国人民银行公布2022年7月货币金融数据。人民币贷款新增6790亿元，前值2.81万亿元；社融新增7561亿元，前值5.17万亿元，存量同比增速10.7%，前值10.8%；M2增速12.0%，前值11.4%。

核心观点：7月新增社融明显低于市场预期和去年同期水平，主要源于表内信贷和企业债券融资同比大幅收缩。政府端，政府债券融资节奏明显前置，1-7月已完成全年预计新增额度的71.9%；企业端，7月国内疫情再度呈现扩散态势，制造业景气度明显回落至收缩区间，产需双双走弱拖累企业部门融资需求；居民端，部分楼盘持续停工冲击居民购房信心，商品房销售大幅走弱拖累按揭贷款需求。

向前看，若疫情能够趋于平稳，叠加政策层积极推进“保交楼”和定向信贷支持，社融增速仍有望小幅震荡上行，全年增速有望达到11.0%，疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，是最大的不确定性来源。

总量：波动难掩趋势，宽信用仍将延续

7月新增社融和信贷明显低于市场预期和去年同期，但1-7月新增累计值仍明显高于去年同期。在疫情反复、房地产市场波动等因素扰动下，今年以来，社融和信贷当月新增的季节性波动明显增强，呈现出“同比明显多增-同比明显少增”间隔出现的态势。但若从累计新增来看，1-7月累计新增社融21.76万亿元，同比多增2.95万亿元；1-7月累计新增信贷14.36万亿元，同比多增5244亿元，趋势上总体延续着平稳增长态势。

结构：政府部门延续支撑，企业部门由拉动转拖累，居民部门拖累增强

1-7月政府债券净融资额达5.05万亿元，占全年预计净融资额的71.9%，明显高于稳增长压力同样较大的2019年和2020年同期。7月国内疫情再度呈现扩散态势，制造业景气度明显回落至收缩区间，产需双双走弱拖累企业部门信贷需求；同时，房地产市场部分领域风险继续发酵，对房地产企业融资和居民部门的购房需求产生明显拖累，房地产相关融资再度大幅收缩。

展望：社融增速有望延续震荡上行态势，全年增速有望达到11.0%，疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，是最大的不确定性来源。

政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但若地方政府充分用好专项债务限额，或者中央提前下达明年专项债新增额度，政府债券融资仍有望持续支撑新增社融，在较强的宽信用政策诉求下，无须担心政府融资的缺席。

企业层面，考虑到央行增设专项金融工具和政策性银行调增信贷额度的支持，基建项目仍有望继续推进落地，基建配套融资需求预计仍将保持旺盛。另外，政策层积极推进“保交楼”和定向信贷支持，也将改善房地产行业的融资环境。

居民层面，居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动，但对新增社融的拖累作用大概率将明显弱于上半年。

货币：资金活力持续修复，货币供给维持充裕

二季度以来，央行持续向财政部上缴结存利润，财政退税减费向企业部门持续注入短期流动性，7月M1-M2同比增速由6月的-5.6%收窄至-5.3%，表明资金活力呈现出持续修复态势。同时，实体信用扩张速度明显弱于货币扩张速度，流动性充裕有望继续维持。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwah@ebsecn.com

相关研报

房地产投资有哪些新变化 —— 光大宏观周报 (2022-07-03)

LPR下行空间多少：投资回报率的视角 —— 流动性洞见系列八 (2022-06-30)

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七 (2022-05-24)

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六 (2022-04-11)

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五 (2022-03-31)

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四 (2022-01-25)

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三 (2021-12-23)

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二 (2021-12-06)

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一 (2021-11-21)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

1. 波动难掩趋势，宽信用仍将延续.....	3
2. 资金活力持续修复，货币供给维持充裕	7
3. 风险提示	7

图目录

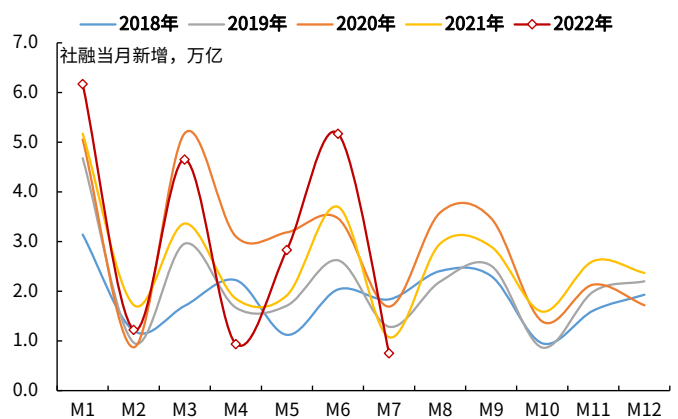
图 1：今年以来，社融当月新增季节性波动明显增强.....	3
图 2：今年以来，信贷当月新增季节性波动明显增强.....	3
图 3：今年以来，社融累计新增明显强于去年同期	3
图 4：今年以来，信贷累计新增明显强于去年同期	3
图 5：信贷和企业债券拖累 7 月社融大幅低于预期	4
图 6：企业和居民部门融资对新增社融拖累增强	4
图 7：今年以来，专项债发行节奏明显前置	5
图 8：7 月政府债券融资同比多增 2178 亿元.....	5
图 9：疫情扰动下制造业景气度产需双双走弱.....	5
图 10：7 月企业中长期贷款再度回落	5
图 11：汽车零售季节性缺口再度转弱.....	6
图 12：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口再度走阔	6
图 13：货币增速剪刀差收窄，资金活力持续修复	7
图 14：货币供需差维持低位	7

1. 波动难掩趋势，宽信用仍将延续

7月新增社融和信贷明显低于市场预期和去年同期，但1-7月新增累计值仍明显高于去年同期。7月新增社融7561亿元，明显低于市场预期(Wind一致预期为1.39万亿元)，同比少增3191亿元；7月新增信贷6790亿元，明显低于市场预期(Wind一致预期为1.15万亿元)，同比少增4042亿元。

在疫情反复、房地产市场波动等因素扰动下，今年以来，社融和信贷当月新增的季节性波动明显增强，呈现出“同比明显多增-同比明显少增”间隔出现的态势。但若从累计新增来看，1-7月累计新增社融21.76万亿元，同比多增2.95万亿元；1-7月累计新增信贷14.36万亿元，同比多增5244亿元。因而，今年以来，社融和信贷当月新增虽然波动明显增强，但趋势上总体延续着平稳态势。

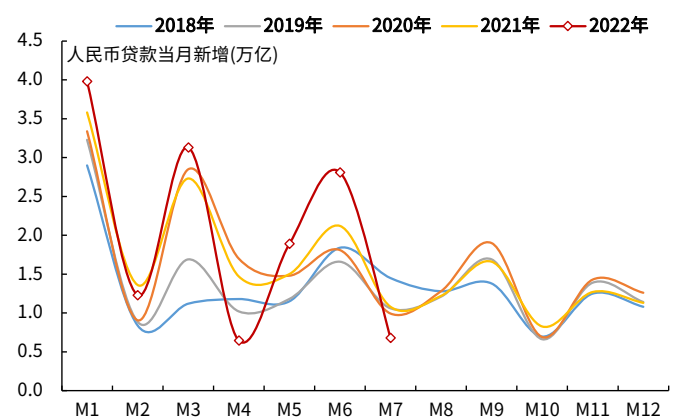
图 1：今年以来，社融当月新增季节性波动明显增强



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

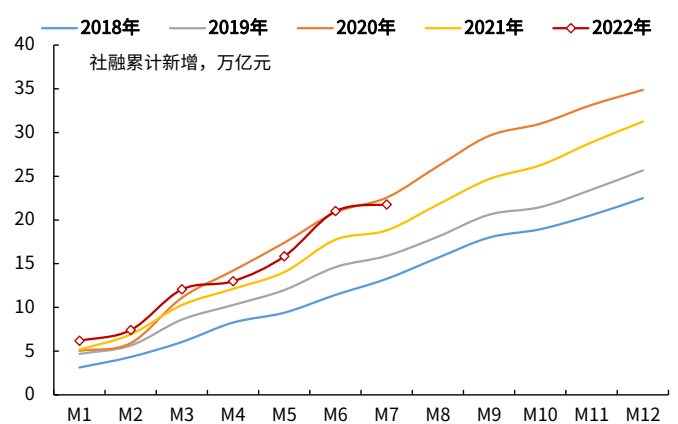
图 2：今年以来，信贷当月新增季节性波动明显增强



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

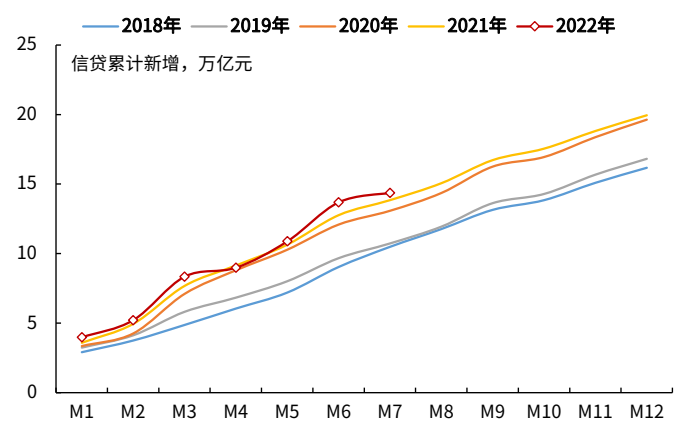
图 3：今年以来，社融累计新增明显强于去年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 4：今年以来，信贷累计新增明显强于去年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

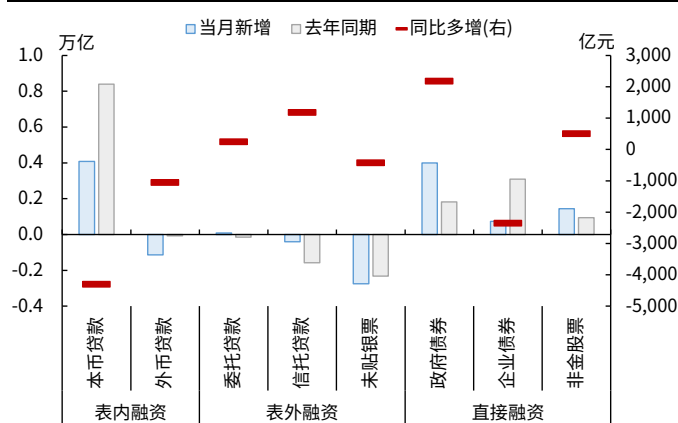
数据截至 2022 年 7 月

结构层面,7月国内疫情再度呈现扩散态势,制造业景气度明显回落至收缩区间,产需双双走弱拖累企业部门信贷需求;同时,房地产市场部分领域风险继续发酵,对房地产企业融资和居民部门的购房需求产生明显拖累,房地产相关融资再度大幅收缩。

从融资途径来看,社融口径下的表内人民币贷款同比少增 4303 亿元,企业债券融资同比少增 2357 亿元,是 7 月新增社融明显低于市场预期的主要拖累因素;同时,政府债券融资同比多增 2178 亿元,信托贷款融资同比多增 1173 亿元,是 7 月新增社融的主要支撑因素。

从融资主体来看,政府部门净融资同比多增 2178 亿元,是 7 月新增社融的主要支撑项;居民部门净融资同比少增 2842 亿元,企业部门净融资同比少增 2527 亿元,是 7 月新增社融的主要拖累因素。其中,居民部门对新增社融的拖累作用再次走阔,企业部门对新增社融由拉动转为拖累。

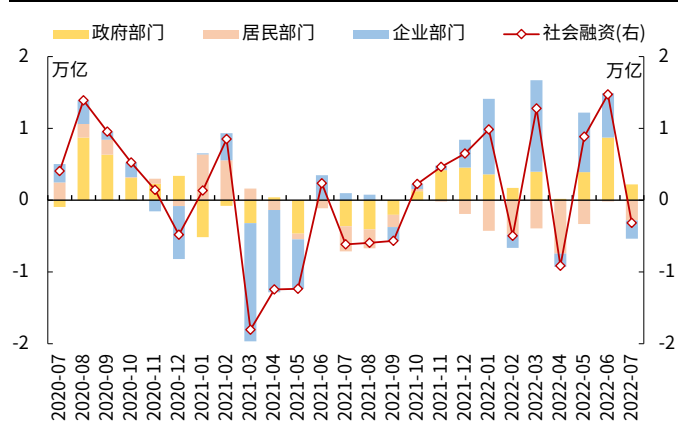
图 5: 信贷和企业债券拖累 7 月社融大幅低于预期



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 6: 企业和居民部门融资对新增社融拖累增强



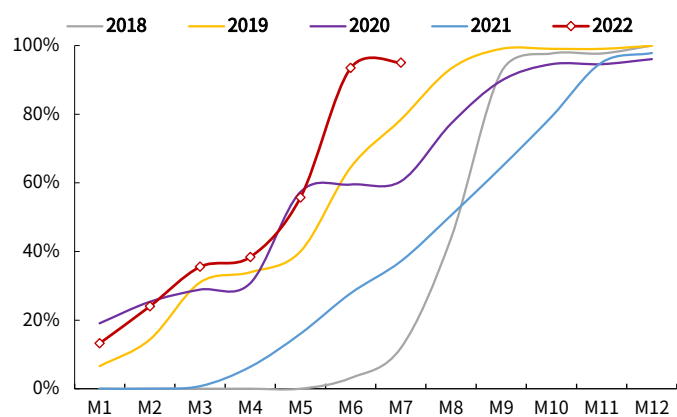
资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

政府端来看,政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的,为 3.37 万亿元的赤字额度叠加 3.65 万亿元的专项债新增额度,也就是说,今年政府部门融资净额大约在 7.02 万亿元上下,与去年基本相当,对新增融资的拉动相对有限。因而,在不考虑新增政府债务额度的情况下,政府部门净融资对新增融资的影响,关键在于融资节奏,而非融资高度。从目前的政府部门融资节奏来看,今年前 7 个月政府部门净融资额达 5.05 万亿元,占全年预计净融资额的 71.9%,明显高于稳增长压力同样较大的 2019 年和 2020 年同期。

另外,在 7 月 29 日召开的政治局会议上,要求“财政货币政策要有效弥补社会需求不足,用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额”。根据财政部发布的数据,2021 年末全国专项债务限额为 18.17 万亿元,而 2021 年专项债务余额为 16.70 万亿元,余额距离限额仍有 1.47 万亿元的差距。若下半年地方政府可以充分利用债务限额,预计仍有 1.55 万亿元的新增专项债额度。

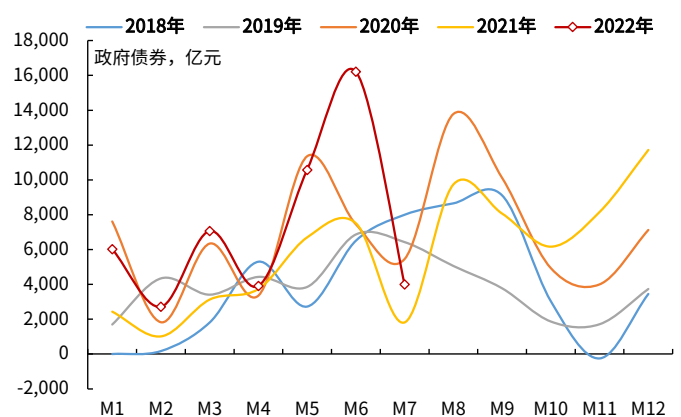
图 7: 今年以来, 专项债发行节奏明显前置



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 8: 7 月政府债券融资同比多增 2178 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

企业端来看, 7 月企业部门新增信贷 3049 亿元, 同比少增 1082 亿元, 其中, 对公中长期贷款同比少增 1478 亿元, 明显低于近年来季节性水平。归因来看, 对公贷款同比少增主要源于三个方面的因素:

一则, 7 月国内疫情再度呈现扩散态势, 制造业景气度明显回落至收缩区间, 生产和新订单 PMI 分别下降至 49.8% 和 48.5%, 反映市场需求不足的企业超五成。另外, 生产经营活动预期指数有所回落, 较上月下降 3.2 个百分点至 52%, 创 2022 年以来最低水平, 生产活动走弱带动短期融资需求回落。

二则, 上半年专项债发行进度已达全年预计额度的 93.5%, 7 月专项债发行和落地速度明显回落, 带动基建配套融资需求走弱。

三则, 近期部分地区出现楼盘烂尾和断贷风波, 在房地产市场风险进一步发酵的背景下, 房地产企业融资渠道收窄。

图 9: 疫情扰动下制造业景气度产需双双走弱

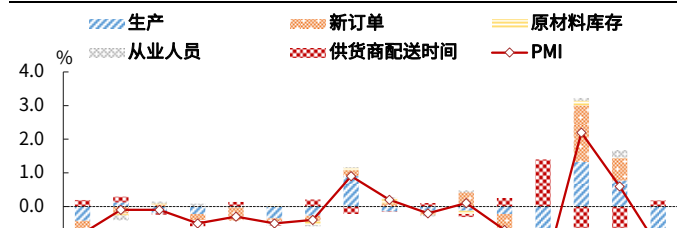
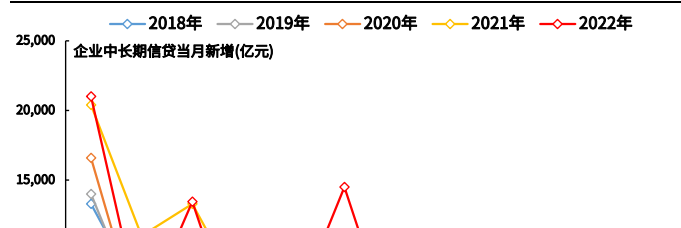


图 10: 7 月企业中长期贷款再度回落



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_45153

