

宏观点评

7月社融超预期大降的背后

事件: 2022年7月新增人民币贷款0.68万亿, 预期1.15万亿, 去年同期1.08万亿; 新增社融0.76万亿, 预期1.39万亿, 去年同期1.08万亿; 社融增速10.7%, 前值10.8%; M2同比12%, 预期11.6%, 前值11.4%; M1同比6.7%, 前值5.8%。

核心结论: 规模大幅低于预期、结构再恶化, 6月信贷冲量的季节性回落之外, 本质还是需求不足、信心不足, 尤其是地产再恶化、疫情再反复; 往后看, 宽信用的关键是稳地产、扩基建, 货币政策将延续宽松, “降息”降准仍可期(8-9月可能降5年期LPR, 9-10月可能对冲性降准)。

1、7月信贷社融规模大幅低于季节性和预期, 结构再度恶化, 与7月以来高频表现和7月PMI相印证, 也进一步指向7月经济将明显回踩, 本质上反映的还是内需不足、信心不足。 规模上, 新增社融0.76万亿, 大幅低于季节性水平和市场预期(均在1.35万亿以上), 社融增速仅小降至10.7%(主因低基数); 结构上, 居民短贷再度转为负增、居民按揭再度大幅少增、企业中长贷同比再度少增、票据冲量特征再度显现, 指向消费疲软、地产低迷、企业投资意愿不足。

2、继续提示: 当前并不具备货币政策转向的条件, 延续宽松仍是大方向; 不过, 鉴于7月以来银行间流动性十分充裕、资金价格大幅走低, 叠加债市“滚隔夜”现象明显, 8月MLF可能“量缩价稳”。 7月以来DR007持续明显低于政策利率, 同业存单利率也明显低于MLF利率, 指向银行间市场流动性十分充裕, 背后主要原因还是信贷需求不足和存量政策落地带来的财政资金投放增加。倾向于认为, 8月MLF到期操作大概率“量缩价稳”, 但这更多是“根据流动性供需变化灵活调整的正常现象”, 并不代表政策转向, 后续降准“降息”仍然可期。

3、往后看, 社融增速可能稳中趋降, 有4点关注: 1) 稳地产相关政策, 包括8-9月可能降5年期LPR, 北上深等核心一二线可能的放松、四大AMC介入进展、地产救助基金进展等, 也需关注地产销售恢复情况; 2) 8月MLF可能缩量续作; 3) 补资金缺口的增量政策, 主要是专项债务限额以及政策性、开发性金融工具的落地情况, 要紧盯专项债务限额是用于置换隐债还是用于投资基建, 以及央行可能的对冲性降准; 4) 基建的中观数据表现(水泥、沥青、挖掘机等)。

4、具体看, 7月信贷社融的主要特征如下:

1) 新增信贷规模大幅低于市场预期, 也低于季节性, 结构再度恶化; 居民按揭贷款虽延续正增长, 但同比大幅少增; 居民短期贷款再度转为负增, 指向疫情冲击等影响下居民消费疲软; 企业中长期贷款明显回落, 且再度转为少增, 与企业投资意愿转弱、6月可能集中释放部分贷款需求等因素有关; 票据冲量特征再度显现, 新增规模明显超季节性。

>总量看, 7月新增信贷6790亿, 同比少增4010亿, 明显低于季节性(也是2017年以来同期最低水平), 也大幅低于市场预期的1.15万亿。其中, 居民贷款新增1217亿, 同比少增2842亿, 同比少增幅度再度走阔(此前连续两个月收窄); 企业贷款新增2877亿, 同比再度转为少增1457亿(此前连续两个月多增); 非银行贷款新增0.15万亿, 同比少增298亿。

>居民按揭贷款虽延续正增长, 但同比少增幅度明显走阔, 疫情等冲击下居民消费再度走弱。7月居民短期贷款减少269亿, 同比少增354亿, 指向在疫情冲击等因素影响下居民消费再度走弱; 7月居民按揭贷款新增1489亿, 环比少增2681亿、同比少增2488亿, 与地产销售数据表现一致(7月30城商品房销售面积同比大幅回落至-33%)。

>企业融资总量、结构均恶化, 中长期贷款再度转为少增, 票据冲量特征再度显现。7月企业短贷减少3546亿, 同比多减969亿; 企业中长期贷款新增3459亿, 同比再度转为少增1478亿(6月同比多增6130亿), 体现的还是企业投资意愿不足有关(7月BCI企业投资前瞻指数回落至54.1%), 也可能与前期企业贷款需求集中释放有关(6月企业中长期贷款大幅增加1.45万亿)。票据融资新增3136亿, 同比多增1365亿, 明显高于季节性(近三年均值678亿), 票据冲量特征再度显现, 7月末国股银票转贴利率也大幅下行。

2) 社融规模大幅不及预期, 主因地方债拉动作用减弱和信贷低迷; 社融增速仅小降0.1个百分点至10.7%, 主因低基数。 往后看, 社融增速总体上可能稳中偏降, 实际走势主要取决于3大因素: 地产修复情况, 可紧盯稳地产的相关政策; 基建落地情况, 可紧盯水泥、沥青等中观数据; 补资金缺口的增量政策情况, 可紧盯专项债务限额和政策性金融工具的进展。

>总量看, 7月新增社融7561亿, 同比少增3191亿, 明显低于预期的1.39万亿, 也低于季节性(近三年均值1.35万亿); 7月社融存量增速较上月下行0.1个百分点至10.7%, 社融规模明显不及预期但增速却未明显下滑, 主因去年7月社融大幅下滑带来的低基数效应。

>结构看, 7月社融口径的新增人民币贷款0.41万亿, 同比少增0.43万亿, 是7月社融的主要拖累项; 政府债券融资新增0.4万亿, 同比多增0.22万亿, 是7月社融的主要拉动项, 但拉动幅度较上月明显减弱(6月政府债券同比多增0.87万亿); 企业债券融资新增734亿, 同比少增2357亿, 扣除城投融资(7月城投融资新增1014亿)后减少280亿, 也反映了实体经济融资意愿仍偏弱; 表外融资减少0.31万亿, 同比少减985亿, 信托贷款是主要贡献项。

3) M1连续2个月抬升, M2连续5个月均抬升, 低基数外, 主因财政投放加快

>7月M1同比较上月抬升0.9个百分点至6.7%, M2同比较上月抬升0.6个百分点至12%, 低基数之外, 应与财政投放加快有关(财政部要求上半年已发完的专项债在8月底要用完), 也与6月底以来水泥、沥青等基建的中观数据显著改善相印证。存款端, 7月新增存款447亿, 同比多增1.17万亿, 其中, 财政存款增加4863亿, 同比少增1145亿、连续5个月同比少增。

风险提示: 疫情、政策力度、外部环境等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

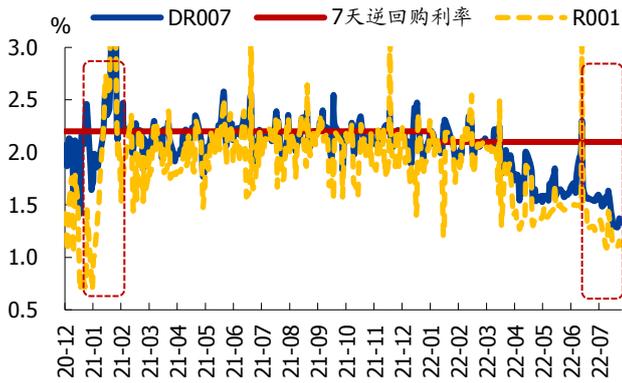
执业证书编号: S0680121120001

邮箱: murenwen@gszq.com

相关研究

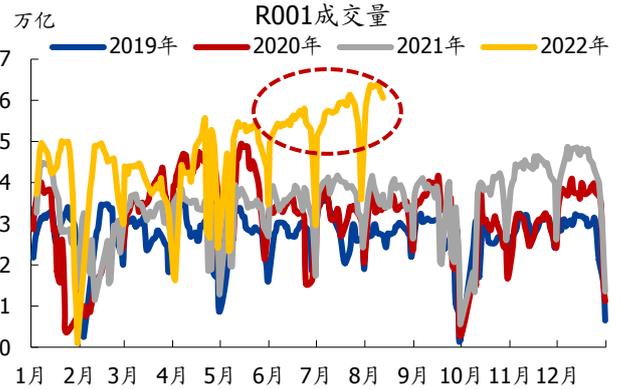
- 1、《不少新变化一年中政治局会议 7 大关注点》
2022-07-29
- 2、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》
2022-07-14
- 3、《好多新提法—央行二季度货币政策报告 7 大信号》
2022-08-11
- 4、《社融大超预期的背后》2022-07-11
- 5、《连续 3 天 30 亿逆回购的背后—兼评央行 Q2 调查问卷》2022-07-06
- 6、《回踩再确认, 后续怎么走?—7 月 PMI 5 大信号》
2022-07-31

图表1: DR007持续低于7天逆回购利率, R001近期回落至1%附近



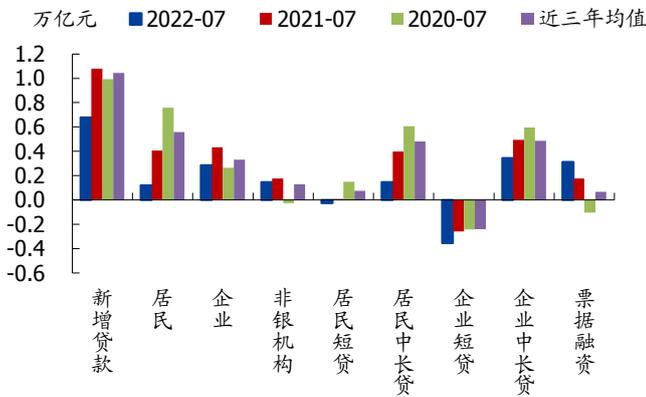
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 近期R001成交量突破6万亿, 指向债市滚隔夜加杠杆现象突出



资料来源: 国盛证券研究所

图表3: 7月新增贷款明显低于季节性



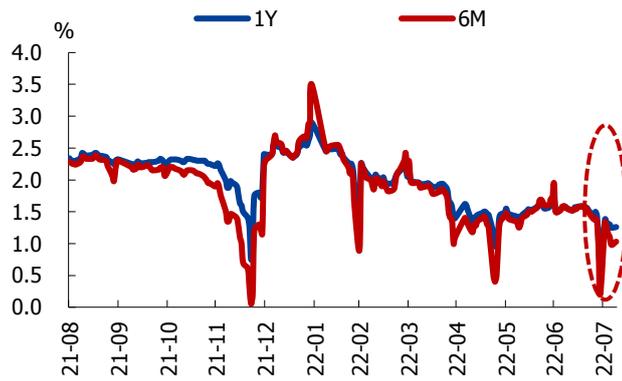
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 7月商品房销售面积再度回落



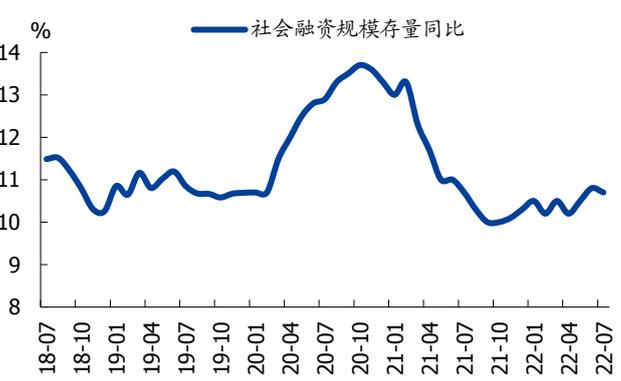
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 7月末国股银票转贴利率大幅下行



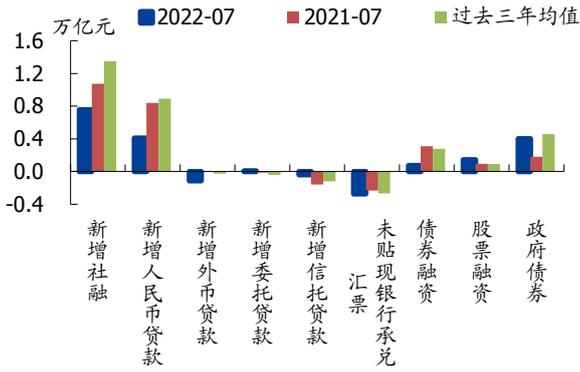
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 7月存量社融增速回落至10.7%



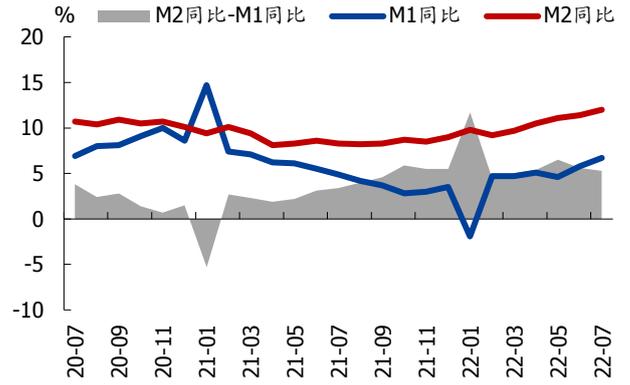
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 7月新增社融大幅低于季节性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: M2-M1剪刀差继续收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_45171



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn