



宏观点评

融资需求虽疲弱、货币政策或保持观望 ——7月份货币信贷数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4月份货币信贷数据点评》

《社融增速或现高点、三季度末或开始下行——6月货币信贷数据点评》

《流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力——7月央行公开市场操作点评》

《总量货币政策宽松或已有限——二季度货币政策执行报告点评》

投资要点：

● 2022年7月份金融统计数据概览：

2022年8月12日，央行公布2022年7月份金融统计数据，由于7月底国股银票转贴现利率大幅下降，市场已经预期7月份新增社融和信贷或同比少增，而实际数值印证了此前的预期：

(1) 社会融资规模：7月份新增社会融资规模7561亿元，同比少增3191亿元；截止7月末，社会融资规模存量同比增长10.7%，与去年7月份持平，较6月末环比回落0.1个百分点。

(2) 信贷增长：7月份新增信贷6790亿元，同比少增4042亿元，截止7月末，本币信贷余额同比增长11.0%，环比回落0.2个百分点，较去年同期回落1.3个百分点。

(3) 货币供应：截止7月末，M2同比增长12.0%，环比和同比分别上升0.6个和3.7个百分点；M1同比增长6.70%，环比和同比分别回升0.9个和1.8个百分点。

(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差回落0.3个百分点至5.30%；社融-M2剪刀差在负值区域延伸，扩张至-1.30个百分点；信贷-M2剪刀差环比下降0.8个百分点，扩张至-1.0个百分点。

● **总量增长：需求淡季的超预期滑落。**从季节性上看，7月份是信贷投放的传统淡季，但是新增社融规模仅有7561亿元，创下2022年以来最低水平，甚至低于4月至5月疫情扰动期间，显示融资需求乏力是当前阻碍信用扩张的最大因素。从新增社融结构来看：(1) 7月实体经济信贷投放同比多减1059亿元、企业债券净融资同比少2357亿元，实体经济“信贷+企业债券”两项合计同比少增3416亿元，在7月份信用利差收窄的低利率环境下，象征内生融资需求的“信贷+企业债券”融资继续滑落，表明经济终端需求复苏迟缓导致融资需求低迷；(2) 支撑社融新增的最大分项依旧是政府债券融资，7月份政府债券融资同比多增2178亿元，保持了上半年的多增趋势，但是在实体经济融资需求趋弱的环境下，政府债券融资独木难支，由于存在“2021年财政后置、2022年财政前置”的财政周期错位，社融增速或大概率将在三季度见顶后回落。

● **非金融部门消费和投资意愿低迷。**从7月份新增信贷的结构来看，人民币贷款增量同比少增4042亿元，其中：(1) 居民贷款同比少增2842亿元，房地产销售依旧是主要拖累项，表征按揭贷款增量的居民中长期贷款同比少增2488亿元，7月

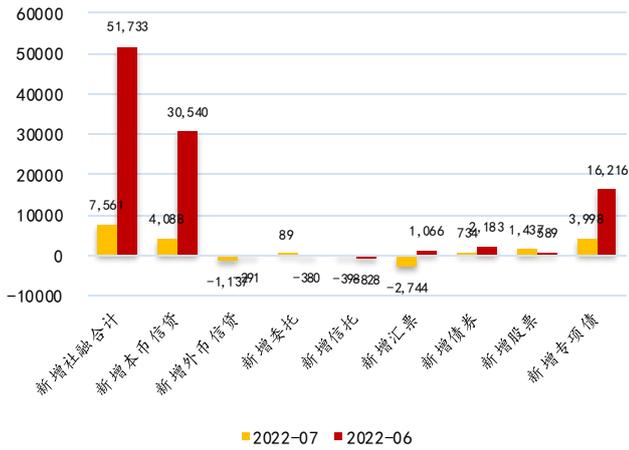
份突发的房地产行业“停贷风波”影响居民部门购房意愿、提前还贷制约中长期信贷增长；（2）非金融企业部门贷款同比少增 1457 亿元，结构上，“票据冲量”特征明显，票据融资同比多增 1365 亿元、短贷+票据项目同比多增 42 亿元，表征投资意愿的中长期信贷同比少增 1478 亿元。与此同时，M2 同比增速达到 12%、企业现金流活性提高，M1 增速抬升至 6.70%，表明留抵退税等“泛财政”因素继续改善居民和企业部门现金流，但是非金融部门投资和消费意愿较低、储蓄意愿继续上升。当前影响非金融部门信用扩张的核心还是在于有效需求复苏迟缓：7 月份以来由于局部区域疫情反复、房地产部分区域风险暴露，影响非金融企业部门投资意愿，收入增长预期减弱和房地产“停贷风波”拖累居民部门加杠杆。

- **宏观流动性：“资产荒”继续延续。**在上半年本币存款增加 18.82 万亿元的基础上，7 月份本币存款增量只有 447 亿元，但是相比去年 7 月负增长 1.13 万亿元，反而同比多增 1.17 万亿元。从新增存款结构来看，居民部门同比多增 1.02 万亿元，企业部门同比多增 2700 亿元，财政存款同比少增 1145 亿元，非银存款同比少增 1531 亿元。从 M2 构成来看，7 月份 M2 同比多增 1.23 万亿，M1 同比多增 4537.5 亿元，而在构成 M1 部分中，单位活期存款同比多增 4419 亿元，流通中货币（M0）同比多增 118.24 亿元。如果将 M2 和 M1 之间的差异看做企业和居民定期存款的增量，7 月份居民和企业定期存款同比多增 7745.84 亿元，在经过 6 月份的下滑之后，居民和企业储蓄意愿出现回升，虽然 M1 同比增速走高，拉低 M2 和 M1 之间的剪刀差，但是 M1 增速提高却并不意味着经济活性上升。M2 增速继续保持在高于社融和信贷增速的水平，显示对于商业银行体系而言，负债增速依旧高于资产增速，“结构性资产荒”压力依然存在，但是这主要由于央行利润上缴和财政存款拨付等“泛财政”因素继续投放流动性，经济融资需求低迷导致资产创造乏力，从前者来看，8 月中下旬流动性投放节奏或减缓：一方面根据央行在二季度货币政策执行报告中的表述，截止 7 月底已经完成 1 万亿利润上缴，根据全年完成 1.1 万亿的目标来看，还有 1000 亿左右有待尽快完成上缴；另一方面 6 月末已经完成发行但还未使用的专项债资金大约有 1.2 万亿，这一部分若要在 8 月底之前形成实物工作量，那么 7 月份或是财政资金拨付的主要时期。支撑流动性维持宽松的“泛财政”供给因素或在 8 月中下旬减弱，而能否结束“资产荒”则是需求侧能否创造出足额的信贷和债权类资产。
- **货币政策：效应观察期或保持观望。**尽管 7 月份新增社融规模创下 2022 年以来最低，但是我们认为本月调降 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价的概率依然很低。7 月份“宽信用”受阻，制约信用扩张的主要因素是有效需求复苏迟缓，因此总量型货币政策或保持观望，等待财政政策发力推动需求扩张。此外，7 月份出口增速继续超预期上升，而基建方面，随着 3000 亿政策性金融债+8000 亿元政策性信贷推动实物工作量逐渐落地，也让政策对基本面有信心，货币政策仍处在观察期，本月 MLF 政策基准利率、LPR 报价等或保持观望。
- **市场：狭义流动性继续宽松、广义流动性走向中性**
由于货币政策在三季度面临“短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”等内外部均衡挑战，总量型货币政策空间较窄，央行或更加突出结构性政策工具的作用，从狭义流动性来看，二季度货币政策执行报告已经显示，央行大概率不会主动回笼流动性，资金利率或还会在相当长时间内低于政策利率，但是或通过本月 MLF 缩量续做巩固 7 月份以来引领流动性收敛的信号，同时等待二季度以来

引致流动性宽松的央行利润上缴、财政存款拨付等因素消退后的自然收敛；从广义流动性来看，新增社融和信贷乏力主要是需求侧疲弱，而非供给端流动性投放不够，货币政策或继续观望有效需求的复苏情况。在狭义和广义流动性的组合搭配下，债券市场或延续“结构性资产荒”的行情；股票市场或延续成长+小盘风格。

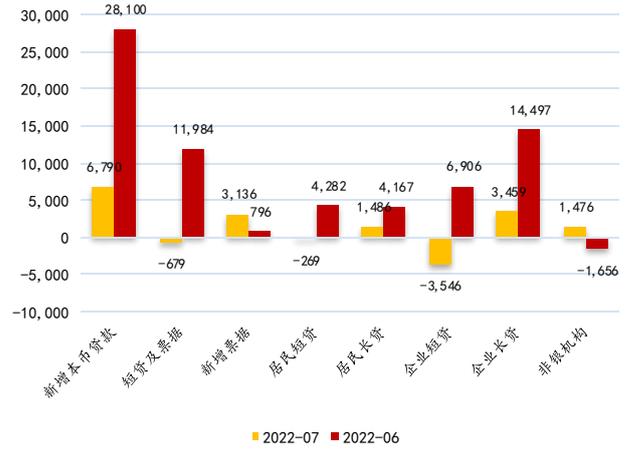
- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**(1) 房地产行业风险继续扩散；(2) 财政政策效应不及预期；(3) 政策性金融工具效应不及预期。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



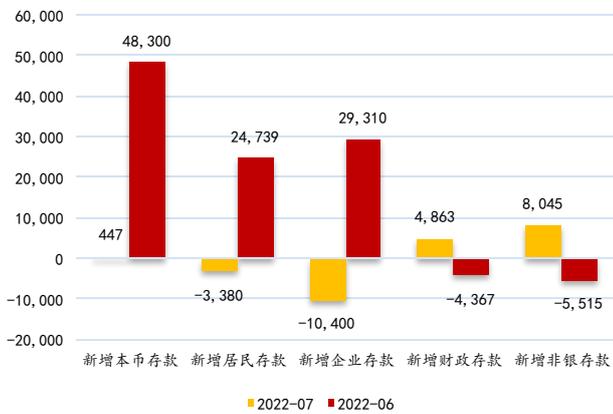
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



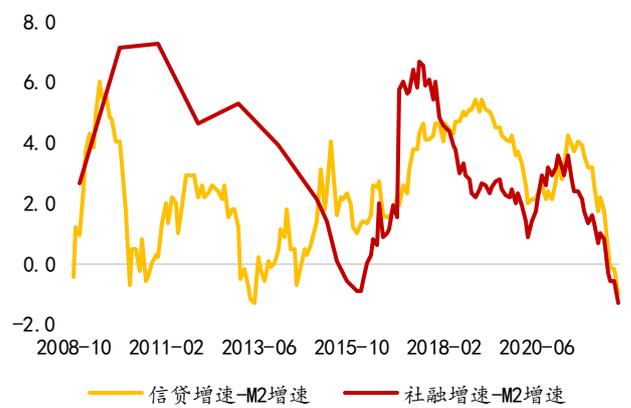
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2 增速“剪刀差”（单位：%）

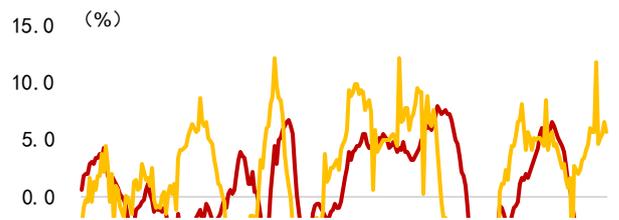


资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：非金融企业部门内生融资需求低迷



图 6：CPI-PPI 剪刀差与 M2-M1 剪刀差继续收敛（单位：%）



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_45178

