

宏观点评 20220812

井喷后的塌方，宽信用还有戏吗？

2022年08月12日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ **事件：**7月人民币贷款增加6790亿元，同比少增4042亿元；7月社会融资规模增量为7561亿元，同比少增3191亿元；7月M0同比增长13.9%，M1同比增长6.7%，M2同比增长12%。

■ **信贷刚爆发就跌入冰点，毫无疑问今年金融数据的波动之大，历史少见。**以新增信贷为例，继4月之后，7月新增信贷再次在淡季坠入冰点——新增信贷仅增加6790亿元，不及预期，而你可能无法想象的是今年前7月中有4个月的新增信贷刷新同期历史新高。

大起大落背后，一方面是稳增长刺激政策在上半年集中发力，另一方面则反映了信用传导路径异常脆弱，地产风险和疫情压力下私人部门（尤其是家庭部门）加杠杆如履薄冰。回顾上半年，我们可以明显看到一旦出现疫情反复或者地产风险加剧，信用扩张会迅速降温。往后看，政策靠前发力后，下半年后劲存疑，稳定信用的重要手段是加固传导渠道，一是控制好地产风险，各地用好用足支持地产的政策，二是疫情管控要更加灵活和高效，毕竟信心比黄金更加重要。

■ **7月人民币贷款与社融大幅低预期，出现超季节性下滑。票据转贴利率年内第四次出现“零利率”行情，足见7月信贷需求再次萎靡。票据冲量现象依然存在，信贷的结构性问题未见明显好转。另一方面，目前留抵退税影响已经减退，但M2-M1规模扩张速度依然较快，M2与社融同比增速差再次扩大。在房地产景气度较低、资产荒问题的影响下，我们认为当前流动性宽裕的现象将持续存在。**

7月信贷脉冲由阶段性高点滑落。总体来看，在政府债务支持减弱的情况下，未来宽信用前景堪忧。7月新增人民币贷款与社融分别为6790亿元和7561亿元，而彭博一致预期分别为11250亿元和13500亿元，大幅低于预期，并出现超季节性下滑。这一下滑拖累信贷脉冲滑落阶段性高点，下降0.27个百分点。一方面显示出信贷需求的下降，另一方面表明信贷对经济增长的支撑力度有所减弱。

■ **新增人民币贷款：7月的信贷结构再次转弱，7月末票据转贴利率年内第四次出现“零利率”行情，月末再次出现票据冲量现象，有效需求依然不足。可见今年的信贷对政策的依赖程度较高，政策支持力度一旦减弱就又会呈现出现票据冲量、总量下滑的情况，预计今年以来金融数据的一冷一热怪圈还将延续。7月企业与居民户贷款分别为2877和1217亿元，分别同比少增1457亿元和2832亿元。具体来看，本月居民与企业短贷全部呈现少增态势，对信贷的拉动主要依靠票据，重现了今年4月的颓势。**

从信贷结构来看，7月票据融资占比大幅上升，银行对企业与对居民户贷款占比分化加剧。在信贷需求弱、短贷到期量较大的影响下，7月银行冲票据问题的较为明显，新增票据占比由上月的3%大幅上升至46%。呈现出短贷、长贷全部同比少增，票据一枝独秀的现象。

从市场利率情况来看，7月再次出现了月末票据冲量现象。票据转贴利率在月中较为平稳，但在月末再次出现如2月、4月、5月的大幅下行，暗示了本月票据冲量现象的再度出现，银行资产荒压力较大。

■ **社融：信贷为本月拖累社融的最大因素，而政府债务对社融的托底作用也已减弱，多个因素拖累社融同比增速回落0.1个百分点至10.7%。**

7月人民币贷款规模重现了4月的同比少增局面，金融机构口径较社融口径下的人民币贷款差额较大，7月非银贷款对实体经济的支持力度增强。社融口径下的人民币贷款不含非银贷款，本月两口径信贷差额达2702亿元，同比多增293亿元。

政府债务对社融的支撑力度减弱。7月政府债券同比多增规模降幅较为明显。在上半年专项债发行前置影响下，目前正值专项债发行空窗期，7月新增专项债规模仅为613亿元。据我们统计，8月、9月新增专项债计划仅为

相关研究

《二季度货币政策执行报告点评：通胀“搅局”，货币“变盘”？》

2022-08-11

《美国通胀开始熄火了吗？》

2022-08-10

《拜登对华竞争法案还有多少政治资本？》

2022-08-09

490 亿元。预计三季度政府债务对社融的支撑力度还将继续减弱，未来的关注点主要在于财政如何使用专项债限额内空间。

企业直接融资依然为同比少增。虽然本月非金融企业境内股票融资呈同比多增，但叠加企业债务融资来看，企业直融为同比少增 1858 亿元，今年企业直融情况不容乐观。

其他方面来看，7 月非标压降强度有所减弱，未贴现票据再次呈现同比少增情况。7 月委托与信托贷款少增情况再次减弱，非标融资的压降强度有所减弱。另一方面，7 月新增未贴现票据为-2744 亿元，同比多减 428 亿元，可见银行收票据力度较大，与 4 月情况相似。

- **今年房地产对社融的拖累作用较为明显，从当前一热一冷的金融数据情况来看，信贷数据能否走强还要看政策的支持力度。**今年房地产投资开发完成额、房地产贷款占比等投融资数据明显走低，以 2019 年为基期，今年上半年房地产融资（表内贷款+信托贷款+房地产企业债）拉低社融增速 1.17 个百分点。今年商品房成交面积较弱，8 月第一周的成交面积又见下滑，预计房地产对社融的拖累还将持续。
- **M2 与社融增速差再度走阔，倒挂走势说明资金“堰塞湖”问题依然存在，预计 DR007 难以在短期内回复至围绕政策性利率波动的合意区间。**

留抵退税影响减弱，关注四季度大型企业留抵退税情况。截至 7 月 20 日，今年的留抵退税总额已达 2 万余亿元，超出去年全年退税规模的 3 倍。从今年的总体规模来看，所退留抵退税规模已超出政策安排的 1.64 万亿，预计下半年留抵退税对流动性的扰动将有所减少。根据 3 月税务总局的公告，我们认为未来留抵退税对流动性的扰动将主要集中在四季度后符合要求的制造业等行业的大型企业留抵退税规模上。

目前留抵退税影响已经减退，但 M2-M1 规模扩张速度再度上升至 13.7%，M2-社融增速差走扩至 1.8 个百分点，资产荒、资金堵塞问题依然严重。在房地产景气度较低、资产荒问题的影响下，我们认为当前流动性过于宽裕的现象将持续存在，信贷需求与货币条件的宽松出现明显错配。预计资金利率还将显著低于政策性利率。

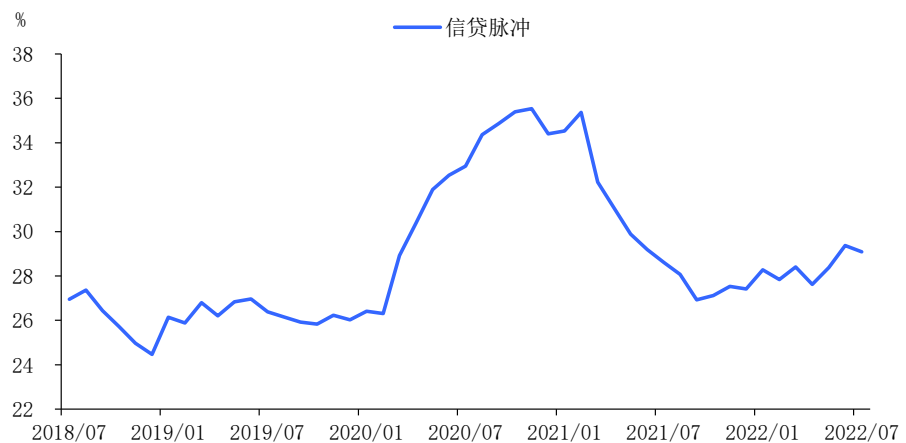
- **风险提示：货币政策超预期，财政政策超预期，防疫严峻程度超预期**

图1：7月金融数据一览

单位：%，亿元	2022-07	2022-06	2022-05	2021-07	2021-06	2021-05
M2同比增速	12.00	11.40	11.10	8.30	8.60	8.30
社融存量同比增速	10.70	10.80	10.50	10.70	11.00	11.00
社融增量	7,561	51,733	28,358	10,752	37,017	19,522
社融增量:同比变化	-3,191	14,716	8,836	-6,176	2,336	-12,344
人民币贷款	-4,303	7,358	3,936	-1,830	4,153	-1,208
外币贷款	-1,059	-992	-247	446	497	-450
委托贷款	240	94	276	1	10	-135
信托贷款	1,173	218	676	-204	-194	-958
未贴现银行承兑汇票	-428	1,287	-142	-1,186	-2,411	-1,762
企业债券融资	-2,357	-1,744	1,385	733	241	-3,956
非金融企业境内股票融资	499	-367	-425	-277	418	364
政府债券	2,178	8,708	3,881	-3,639	58	-4,661
新增人民币贷款	6,790	28,100	18,900	10,800	21,200	15,000
人民币贷款:同比变化	-4,042	6,900	3,900	873	3,100	200
居民贷款:同比变化	-2,842	-203	-3,344	-3,519	-1,130	-811
居民贷款:短期	-354	782	34	-1,425	100	-575
居民贷款:中长期	-2,488	-989	-3,379	-2,093	-1,193	-236
企(事)业单位:同比变化	-1,457	7,525	7,243	1,689	5,313	-402
企(事)业单位:短期	-969	3,815	3,286	-156	-960	-1,855
企(事)业单位:中长期	-1,478	6,130	-977	-1,031	1,019	1,223
企(事)业单位:票据融资	1,365	-1,951	5,591	2,792	4,851	-48

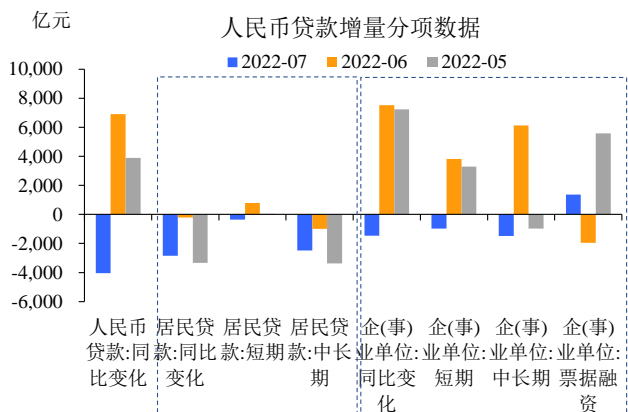
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：信贷脉冲指数由6月高点滑落



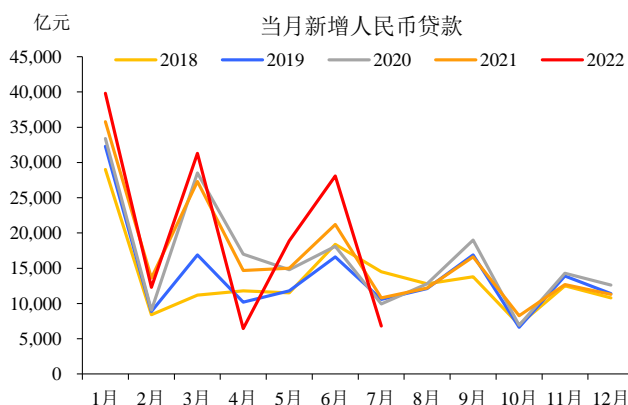
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：票据融资一枝独秀



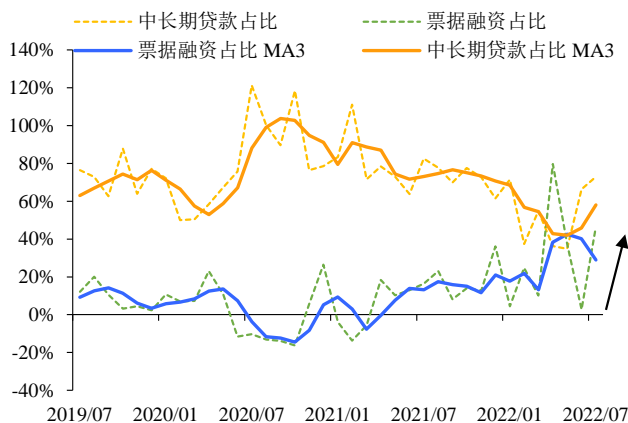
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：7月人民币贷款出现超季节性下滑



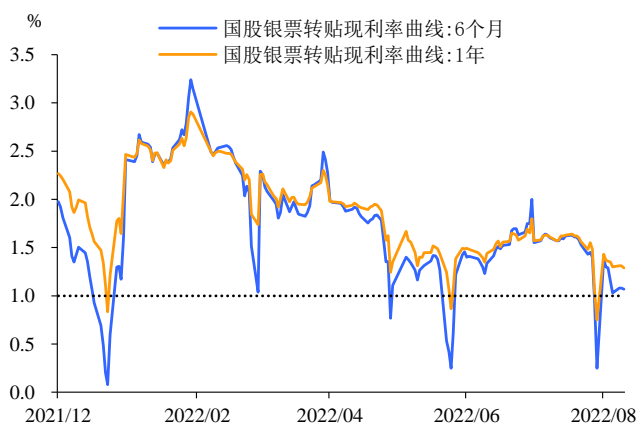
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：7月票据融资占比大幅上升



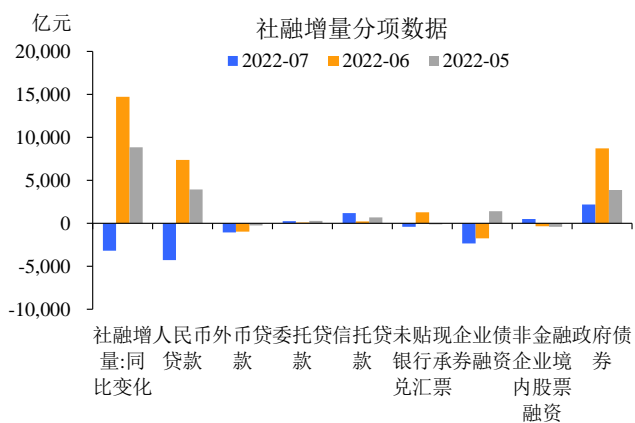
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：7月转贴利率再现“零利率”行情



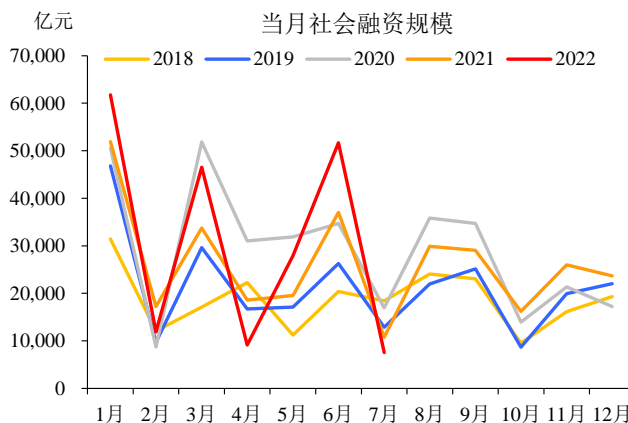
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：信贷拖累作用明显，政府债务支持力度减弱



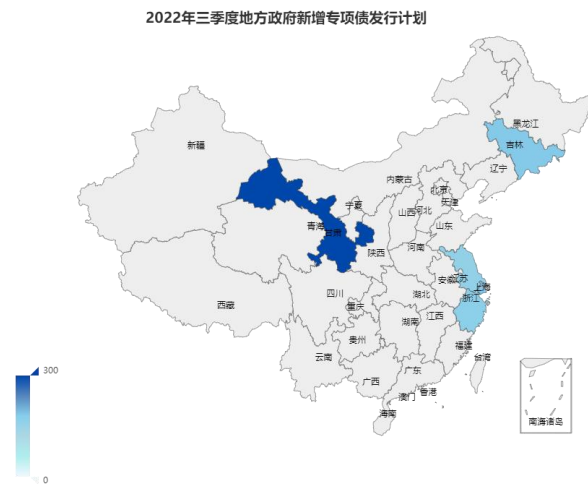
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：社融出现超季节性下滑



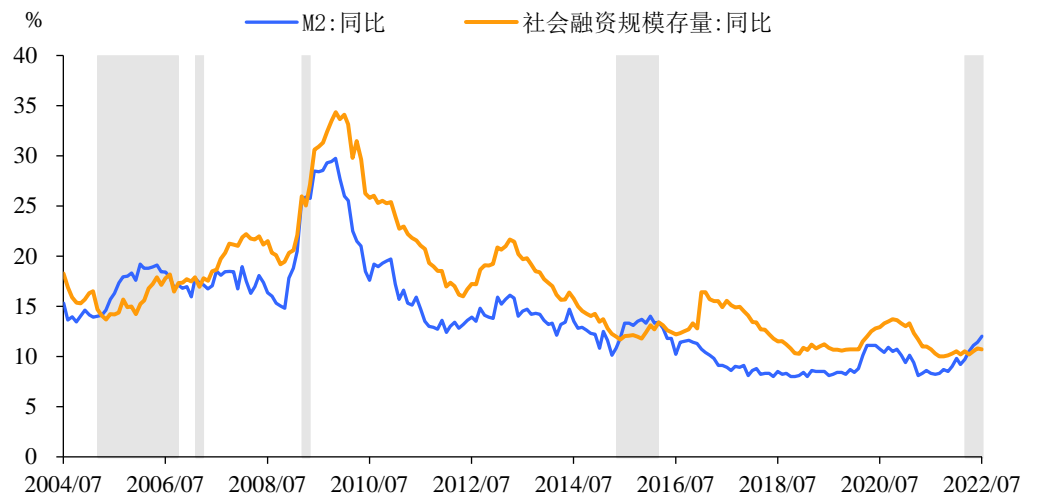
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：新增专项债对社融的支撑作用减弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：M2 与社融规模同比增速差继续拉大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

