

宏观点评报告

宽信用仍需蓄力

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项:

2022年7月新增社融7561亿元,新增人民币贷款6790亿元,M2货币供应量同比增长12%。

平安观点:

- 7月社融弱于预期,存量增速回落。新增社融的核心拖累因素在于表内宽信用再度受阻,加之企业债融资偏弱、表外票据“缩量”。不过,直接融资中政府债发行和企业股票融资较强,表外项目中委托贷款和信托贷款压降规模放缓,对社融构成一定支撑。
- 7月新增人民币贷款仅为去年同期的63%,票据融资“冲量”独木难支。
 - 居民“加杠杆”意愿偏弱。一方面,就业偏弱、居民对未来收入的预期悲观,以“加杠杆”方式增加消费的意愿不足;另一方面,房地产交付风险抬头,叠加房企半年度时点促销冲量活动告一段落、疫情期间积压购房需求释放殆尽,居民购房意愿不足。
 - 企业贷款需求疲弱问题仍存,短期贷款和中长期贷款同比缩量,仅票据“冲量”多增。尽管二季度金融机构企业贷款加权平均利率已下行至4.14%的历史低位,但企业经营恢复缓慢、对未来发展的信心偏弱,5、6月份释放积压信贷需求后,企业有效贷款需求不足的问题再次显现。
- “M2-社融”差值走阔。7月M1、M2增速双双回升,基本面延续修复态势、财政资金持续投放,使得企业部门现金流改善。不过,“M2-社融”同比增速的差值进一步扩大0.7个百分点。一方面,与M2关系密切的人民币存款增速提升了0.6个百分点,尤其是居民存款同比少减规模超万亿。另一方面,与社融关系密切的表内信贷走弱,人民币贷款增速下滑了0.2个百分点,实体经济融资需求不足的问题进一步显现。二者的增速差扩大,反映出实体经济融资需求的边际变化明显慢于货币供应的速度。正因此,7月短端流动性宽松态势延续,金融市场资金空转现象较为严重。
- 7月社融增速超预期回落,反映出居民和企业信贷“加杠杆”意愿偏弱、贷款有效需求不足,深层次的原因或在于信心改善有限。随着经济复苏推进,实体经济的现金流状况逐步改善,信贷投放具有适度放缓的基础;且6月信贷社融猛增也对7月形成了一定透支。基于此,二季度货币政策执行报告对信贷增长总量目标的要求进一步弱化,从“稳定增长”转为“平稳适度增长”。展望下半年,央行积极推进“稳信用”的诉求仍在,但或更加关注企业中长期贷款的增长动能。在满足基建贷款需求的同时,进一步发挥结构性工具的撬动作用,并加大对房地产领域的“托底”力度。

一、表内宽信用再度受阻

5月、6月强劲反弹后，7月社融同比大幅少增。2022年7月新增社会融资规模仅7561亿元，远低于市场一致预期的1.3万亿，且较去年同期低近3200亿元。社融存量同比增速较上月下滑0.1个百分点至10.7%，结束了连续两个月的反弹态势。从分项数据看，新增社融的拖累因素在于表内信贷、企业债融资和未贴现票据。不过，委托贷款、信托贷款、政府债融资、股票融资等分项对社融构成一定支撑。具体地：

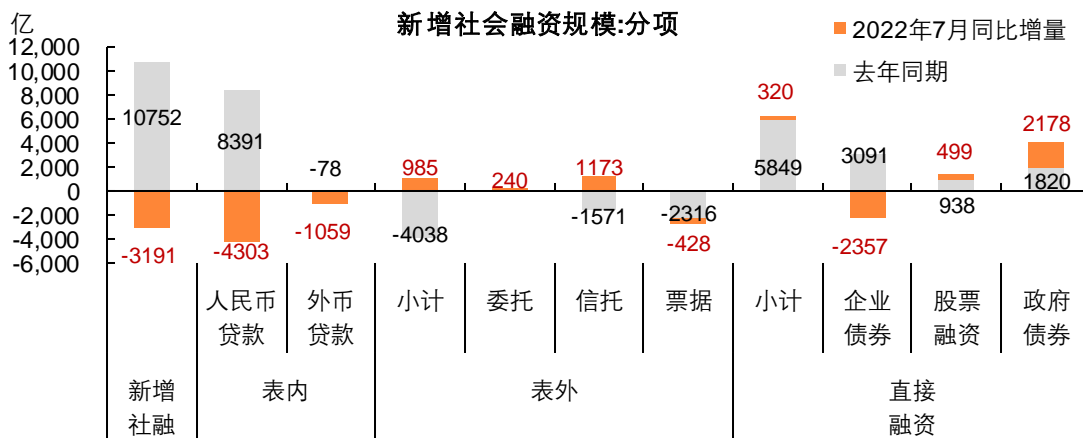
7月社融的拖累因素在于：

- 一是，表内宽信用再度受阻，是社融不及预期的核心拖累因素。1) 人民币贷款仅4088亿元，是2022年内的次低点（仅较4月高出472亿元）和2015年以来同期的最低值。2) 外币贷款减少了1137亿元，是2016年2月以来单月的最低值，依然受到人民币汇率贬值预期的冲击。本外币合并看，表内信贷相比2021年同期共减少5362亿元。
- 二是，企业债融资偏弱、表外票据“缩量”，二者也对社融构成一定拖累。1) 7月企业债净融资规模仅734亿元，同比少增2357亿元，较17-21年同期也少增1911亿元。拆分来看：一方面，地方政府隐性债务严监管持续，7月城投债净融资规模同比减少超过1000亿元；另一方面，受疫情影响严重的交通运输仓储和邮政业、批发零售、住宿餐饮、文体娱乐四个行业，7月信用债净融资规模合计同比减少超700亿元。2) 未贴现银行承兑汇票7月减少2744亿元，同比多减428亿元，较17-21年同期也多减186亿元。相比之下，7月表内票据达历史同期高点，结合国股票据贴现利率7月末再度接近零利率的现象，表内票据“冲量”很可能再度挤压了表外票据的投放规模。将表内外票据合并来看，7月表内外票据融资新增392亿元，远高于去年同期和2017-2021年均值。

7月社融的支撑因素在于：

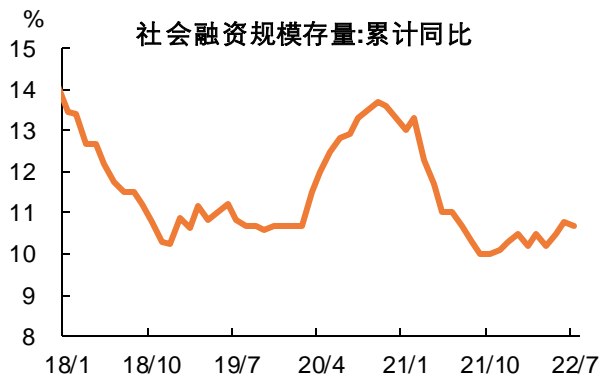
- 一是，直接融资中，政府债发行和企业股票融资较强。1) 7月非金融企业境内股票融资1437亿元，同比多增499亿元。4月末以来，A股市场明显反弹，提振企业IPO及再融资的积极性，使得7月股票融资规模滞后放量。下半年随着全面注册制的稳步推行，非金融企业股票融资规模或可维持在相对高位。2) 7月政府债券净融资3998亿元，同比多增2178亿元。尽管新增地方政府专项债发行已于6月底前基本完成，但7月国债较快发行，叠加去年同期低技术的影响，政府债发行依然对新增社融构成支撑。
- 二是，表外项目中，委托贷款和信托贷款压降规模放缓。7月委托贷款新增89亿元，信托贷款压降398亿元，二者合计相比2021年同期少减1413亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度可能有阶段性的边际松动。1-7月数据合并来看，表外委托贷款、信托贷款同比合计少减5992亿元，持续对社融构成支撑。

图表1 2022年7月新增社融的同比增量



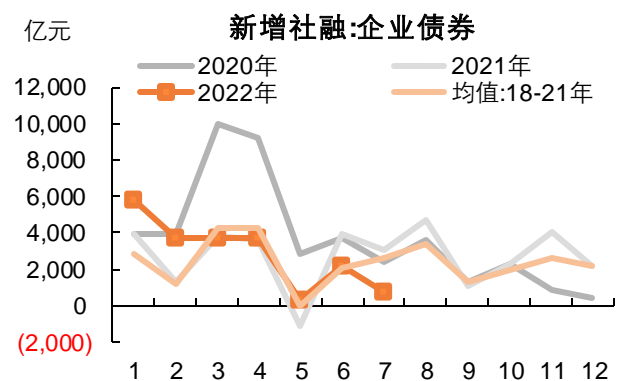
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 7月社融存量同比增速 10.7%



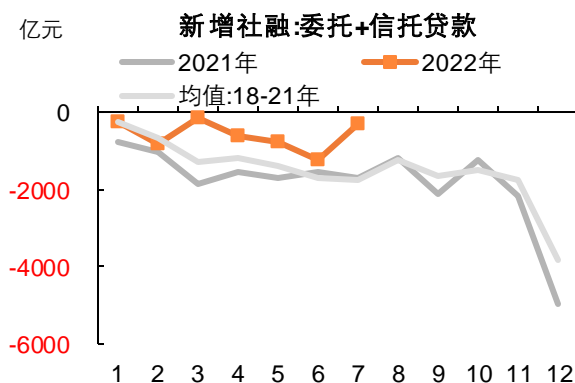
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 7月企业债融资同比大幅减少



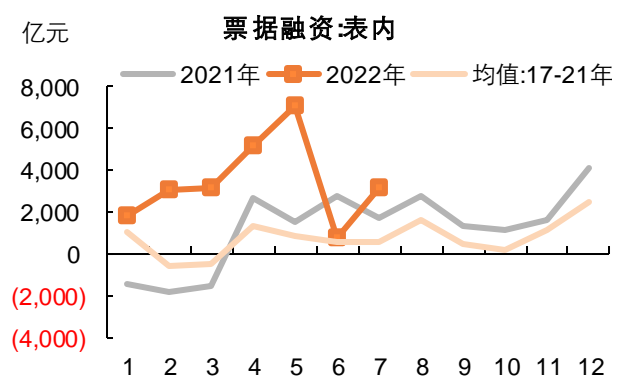
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 7月表外委托、信托贷款压降继续放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 7月表内外票据融资新增 3136 亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

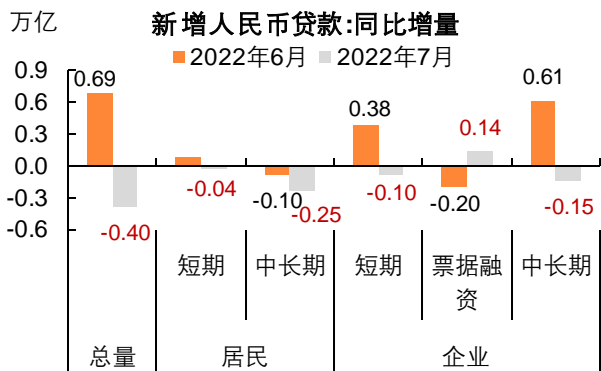
二、票据“冲量”独木难支

7月贷款需求再度走弱，新增人民币贷款约为去年同期的63%，是2017年以来同期的最低值；居民、企业的短期、中长期各贷款分项同比均现缩量，仅票据融资同比多增。7月新增人民币贷款6790亿，同比少增4010亿元，相比17-21年同期均值少增4026亿元；贷款存量同比增长11%，相比上月下滑了0.2个百分点。**具体地：**

居民“加杠杆”意愿偏弱。一方面，就业偏弱、居民对未来收入的预期悲观，以“加杠杆”方式增加消费的意愿不足；另一方面，房地产交付风险抬头，叠加房企半年度时点促销冲量活动告一段落、疫情期间积压购房需求释放殆尽，居民购房意愿不足。**具体地：1）居民短期贷款减少269亿元**，在去年同期的低基数下进一步少增269亿元，较17-21年同期均值少增近1300亿元。**2）居民中长期贷款增加1486亿元**，约为去年同期的37%，较17-21年同期均值少增逾3200亿元。

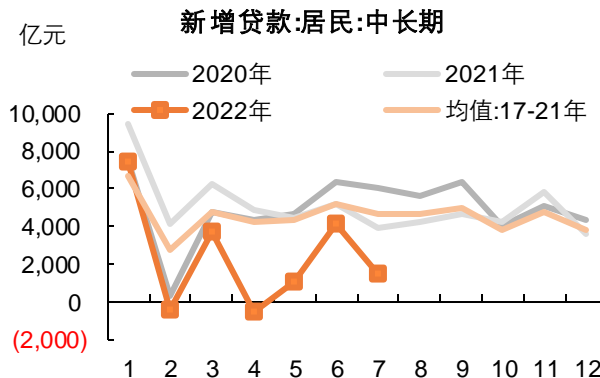
企业贷款需求疲弱问题仍存，短期贷款和中长期贷款同比缩量，仅票据“冲量”多增。尽管二季度金融机构企业贷款加权平均利率已下行至4.14%的历史低位，但企业经营恢复缓慢、对未来发展的信心偏弱，5、6月份释放积压信贷需求后，企业有效贷款需求不足的问题再次显现。**1）企业短期贷款减少3546亿元**，同比多减969亿元，较17-21年同期均值多减超2000亿元。**2）企业中长期贷款新增3459亿元**，是2021年同期的70%，较17-21年同期均值少增近1300亿元。**3）票据融资新增3136亿元**，同比多增1365亿元，较17-21年同期均值多增近2600亿元。

图表6 除票据融资外，7月各贷款分项同比缩量



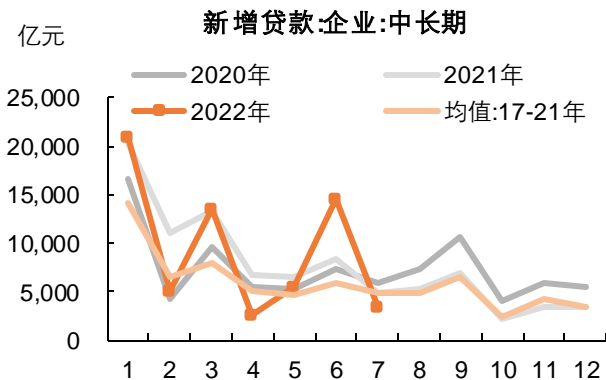
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 7月新增居民中长期贷款约为去年同期的37%



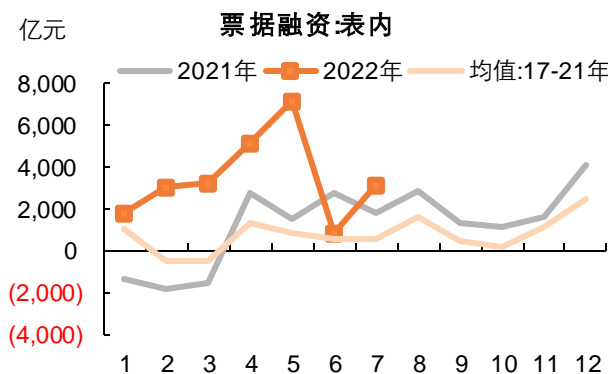
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 7月新增企业中长期贷款约为去年同期的70%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 7月表内票据同比多增，达历年同期高位



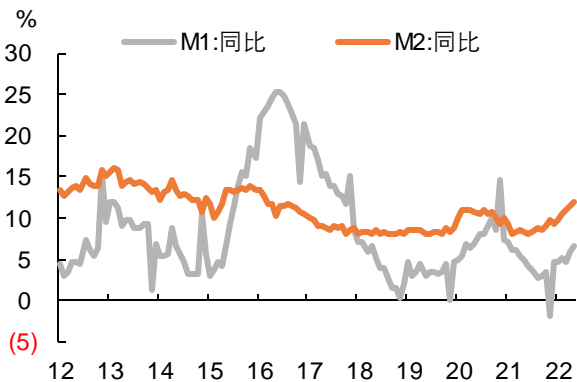
资料来源: wind, 平安证券研究所

三、“M2-社融”差值走阔

M1、M2 增速双双回升。7月 M2 同比增速上行 0.6 个百分点至 12%，M1 同比增速上行 0.9 个百分点至 6.7%，基本面延续修复态势、财政资金持续投放，使得企业部门现金流改善。

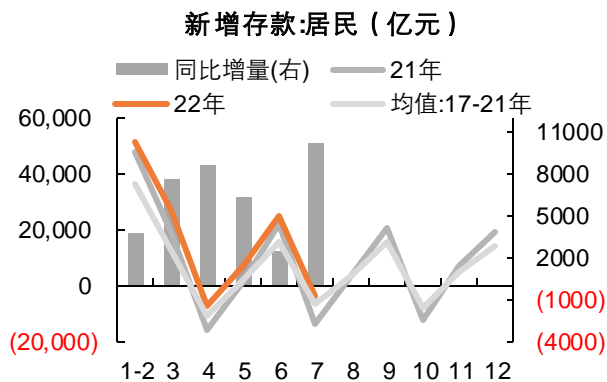
不过，“M2 - 社融”同比增速的差值进一步扩大 0.7 个百分点。M2 货币供应量的核算从存款的角度出发，其变化主要反映着银行“负债端”的供给情况。7月人民币存款余额增速 11.4%，相比上月提升 0.6 个百分点。其中，居民存款季节性减少 3380 亿元，同比少减规模高达 10220 亿元，是存款增速提升最重要的驱动因素。社会融资规模的核算从实体经济融资的角度出发，其中最重要的组成部分是贷款，其变化主要反映着银行“资产端”的需求情况。然而，7月表内信贷走弱，人民币各项贷款增速下滑了 0.2 个百分点，实体经济融资需求不足的问题进一步显现。二者的增速差扩大，反映出实体经济融资需求的边际变化明显慢于货币供应的速度。正因此，7月货币市场短端流动性宽松态势延续，但大量资金缺乏合意投向，金融市场“资产荒”和非银机构的资金空转现象较为严重。7月质押式回购加权平均利率为 1.33%，分别比上月和上年同期低 0.24 个和 0.75 个百分点。

图表10 7月M1、M2增速双双回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 7月居民存款较去年同期和历史季节性大幅少减



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033