

不及预期下反映偏弱的需求

——7月社融数据点评

摘要

- **需求回落下社融增量不及预期，人民币贷款走弱。**7月末，社融存量同比增长10.7%，增速回落。7月社融增量为7561亿元，不及预期，比去年同期少增3191亿元；其中对实体经济发放的人民币贷款同比少增4303亿元。7月，新增人民币贷款不及预期，一方面在于7月本为信贷发放的传统小月，且上月信贷超预期增长引发了后续增量的回落，随着国内疫情的妥善控制，短期社融增速或企稳回升，中期随着经济复苏企业情况好转增速或趋于平稳，但需要注意海外经济下行和地缘政治冲突所产生的风险。
- **政府债券发行放缓，表外融资表现渐弱。**7月直接融资占比在表外融资回落较多下提升明显，其中政府债券融资仍是直接融资的最大贡献项，本月政府债券融资7月新增政府债券融资规模达3998亿元，同比多增但较上月环比少增12218亿元。7月新增地方专项债受额度占满影响发行速度大幅趋缓。7月企业债券融资同比少增2357亿元，7月下旬，证监会、国家发改委、全国工商联三部门联合印发《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》，或将利于之后企业发债。7月表外融资放缓，未贴现银行承兑汇票减少明显。
- **企业融资意愿较低，居民消费和购房热情仍待改善。**7月，人民币贷款增加6790亿元，同比少增4042亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加2877亿元，企业短期贷款减少较多，中长期贷款也表现较弱，票据融资环比多增。央行在第二季度货币政策执行报告提出不仅要发挥贷款市场报价利率的改革效能，降低企业综合融资成本。7月，住户贷款同比少增2842亿元。其中居民短期贷款减少269亿元，同比多减354亿元，一方面疫情有所反复，居民消费需求受到一定影响，另一方面，618大规模线上购物节对于提前消费的拉动减弱，本月居民短期贷款在两个月后再次减少。6月，居民中长期贷款同比少增2488亿元，在疫情及经济下行压力影响下，居民购房热情仍然不佳。房地产回暖仍需要时间，若疫情后续改善，居民购房热情或有所改善。
- **M2增速继续回升，人民币存款同比多增。**7月M2同比增长12%，增速回升。7月，人民币存款增加447亿元，信贷加速投放加上消费需求回落，带动存款同比多增1.18万亿元。7月财政性存款同比少增，住户存款同比多增，疫情影响尚未消退，居民出行和购房需求不高，非金融企业存款同比多增2700亿元，企业纳税后存款同比仍增长，反映出市场经济预期有所减弱。M1同比增长6.7%，M1与M2剪刀差较上月减少0.3个百分点。预计M1增速在基数回落下或稳中有升，M2在积极政策的支持下仍在高位。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内支持投资多管齐下，美国通胀增速放缓（2022-08-12）
2. 温和的CPI，超预期回落的PPI——7月通胀数据点评（2022-08-11）
3. 在彼河侧：全球视角下我国货币政策的方向（2022-08-08）
4. 三重因素下超预期增长，可否持续？——7月贸易数据点评（2022-08-08）
5. 国内经济回升需巩固，欧美衰退风险再升温（2022-08-05）
6. PMI转“冷”，复苏后劲如何看？——7月PMI数据点评（2022-08-01）
7. 国内多发“绿色”政策，海外鲍威尔报之以“鸽”（2022-07-29）
8. 稳中有进，所宜坚守——7.28中央政治局会议解读（2022-07-29）
9. 加快构建“双循环”，海外焦点在欧洲（2022-07-22）
10. 结构性调整下，细说房地产对经济的影响（2022-07-18）

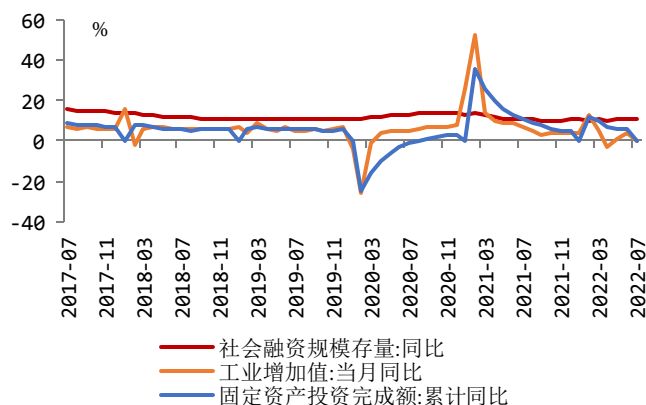
7月，社融增量及新增人民币贷款不及预期，人民币贷款增长减速明显，专项债发行在额度已接近限额下发行减缓，疫情有所反复，企业贷款和居民贷款回落明显，尤其是企业中长期贷款，企业融资需求较弱，居民消费和购房需求不佳。后续稳健货币政策将更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。后续随着疫情情况的改善，再加上基数有所回落，社融增速或稳中趋升。

1 需求回落下社融增量不及预期，人民币贷款走弱

经济景气有所回落，社融增量不及预期。7月末，社会融资规模存量为334.9万亿元，同比增长10.7%，增速较上月减少0.1个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为205.5万亿元，同比增长10.9%，增速较前值减少0.2个百分点。从结构看，7月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.4%，同比提高0.1个百分点。从社融增量看，7月社会融资规模增量为7561亿元，不及预期，比去年同期少增3191亿元，环比6月更是少增4.4万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4088亿元，同比少增4303亿元，环比6月少增2.3万亿元。7月，新增人民币贷款不及预期，一方面在于7月本为信贷发放的传统小月，且上月信贷超预期增长引发了后续增量的回落，另一方面国内疫情反复和全球经济下行对需求端产生的不利冲击较大，7月我国制造业PMI指数录得49.0%，比上月下降1.2个百分点，重新回到容枯线下。专项债方面，由于上半年地方专项债发行已接近全年限额，7月发行速度大幅趋缓，社融规模增长不及预期。

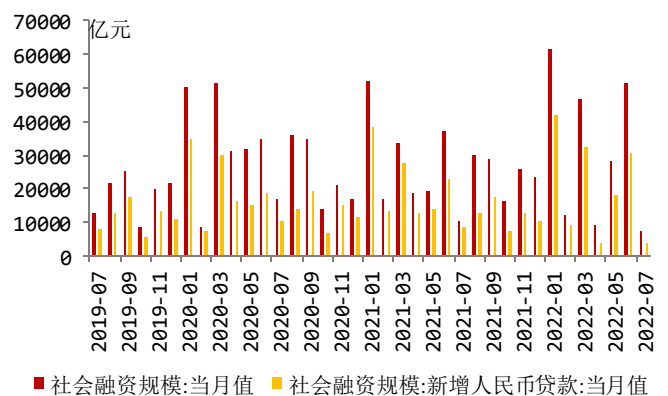
8月1日，央行召开2022年下半年工作会议，提出保持货币信贷平稳适度增长，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长；用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设。8月10日，央行发布中国2022年第二季度货币政策执行报告，强调加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能；搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持；保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。预计下半年货币政策维持稳中偏松基调，仍将以结构性货币政策工具为主要发力点，聚焦小微企业、科技创新、基础设施建设等重点领域和薄弱环节。随着国内疫情的妥善控制，短期社融增速或企稳回升，中期随着经济复苏企业情况好转增速或趋于平稳，但需要注意海外经济下行和地缘政治冲突所产生的风险。

图 1：社融存量同比增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增人民币贷款量回落明显

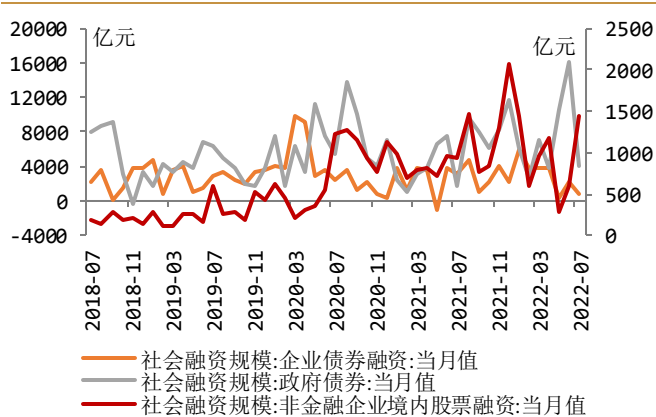


来源：wind、西南证券整理

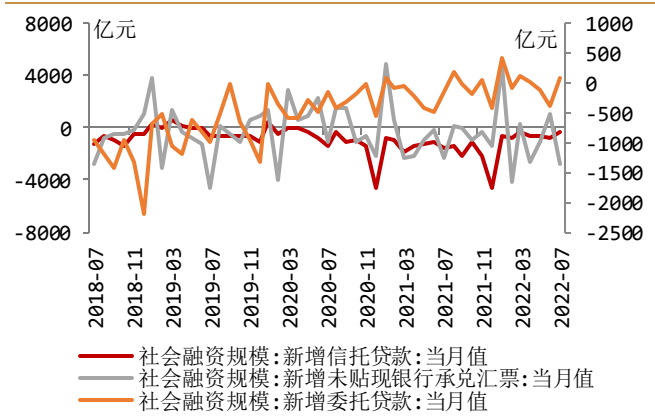
2 政府债券发行放缓，表外融资表现渐弱

从社融结构看，7月直接融资占比在表外融资回落较多下提升明显，政府债券融资和企业债券融资都有所回落。7月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为54.07%，较上月回落5个百分点，贷款有所减慢；7月新增直接融资6169亿元，同比仅多增320亿元，环比少增12819亿元，在政府债券发行放缓的背景下，直接融资新增量环比回落明显，但在表外融资占比减少较多下，新增直接融资占比升高较多，7月新增直接融资占同期社会融资规模增量的81.59%，占比较6月大幅回升44.89个百分点。其中，政府债券融资仍是直接融资的最大贡献项，本月政府债券融资7月新增政府债券融资规模达3998亿元，同比多增2178亿元，但较上月环比少增12218亿元。截至7月31日，2022新增地方政府债发行规模约为4.15万亿元，其中新增地方专项债发行规模约为3.47万亿元（含135亿元中小银行专项债），本年用于项目建设的新增专项债券额度基本发行完毕。单月来看，7月新增地方专项债约612.97亿元，受额度占满影响发行速度大幅趋缓，7月地方债发行以再融资一般债为主，新增专项债占当月地方债总发行量的15.6%，主要投向交通基础设施建设、市政和产业园区基础设施建设和保障性安居工程。7月28日中共中央政治局召开会议，指出“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”。7月29日召开的国务院常务会议再次提及“加快中央预算内投资项目实施，督促地方加快专项债使用”。在此背景下，为了充分发挥专项债撬动基建投资、稳定经济大盘的作用，年内地方专项债或存在超额增发空间。据财政部预算司统计，2022年全国地方专项债务限额218185亿元，而截至2022年6月末，全国地方政府专项债务余额202645亿元，两者存在近1.55万亿元的差距，表明后续“用足用好专项债务限额”还存在着运作空间。同时，在专项债使用范围上，财政部今年4月提出合理扩大专项债使用范围，5月国常会再次将支持范围拓展至新型基础设施等，后续专项债使用范围或继续扩展。受国内疫情反复和全球经济下行影响，下半年我国实现经济复苏压力仍然较大，亟需地方财政对基建投资给予支持，预计后续可能提前下达专项债限额并年内发行，规模或在1万亿元左右。**企业债券方面**，7月企业债券融资增加734亿元，同比少增2357亿元，环比少增1449亿元。7月下旬，证监会、国家发改委、全国工商联三部门联合印发《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》，旨在通过加强金融服务引导、市场监管规范和部门沟通协作等方式增强债券市场服务民营企业改革发展质效，或将利于之后企业发债。7月，非金融企业境内股票融资1437亿元，同比多增499亿元，环比多增848亿元。

表外融资放缓，未贴现银行承兑汇票减少明显。7月，表外融资减少3053亿元，同比少减985亿元，环比多减2911亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为-40.4%，较上月回落40.1个百分点，企业整体融资意愿不强，表外融资表现较弱。其中，未贴现银行承兑汇票减少2477亿元，同比多减428亿元，环比多减3810亿元，较上月未贴现银行承兑汇票减少明显；7月，委托贷款增加89亿元，同比多增240亿元，环比6月多增469亿元；信托贷款减少389亿元，连续27个月减少，环比少减430亿元，同比少减1173亿元，信托业态有所改善。

图 3：7 月直接融资各分项表现


数据来源：wind、西南证券整理

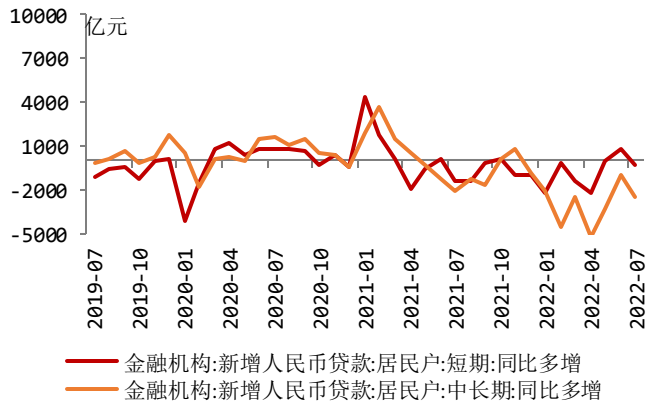
图 4：7 月表外融资分项表现


数据来源：wind、西南证券整理

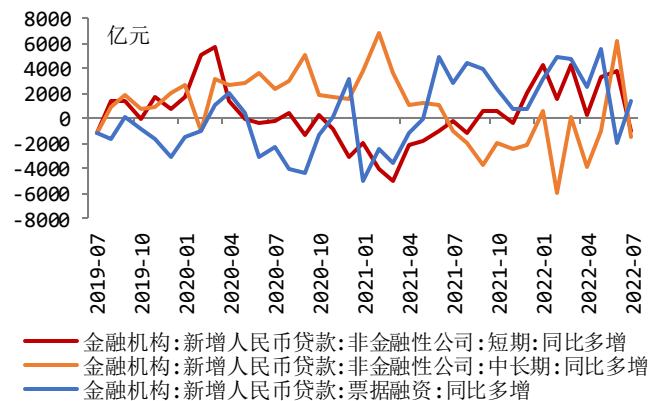
3 企业融资意愿较低，居民消费和购房热情仍待改善

企业短期贷款减少较多，中长期贷款也表现较弱，票据融资环比多增。7月，人民币贷款增加 6790 亿元，同比少增 4042 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 2877 亿元，从贷款结构来看，短期贷款减少 3546 亿元，同比多减 969 亿元，环比 6 月更是多减 10452 亿元，7 月国内疫情有所反复，部分地区运营受到影响，前上个月企业短期贷款增量较多，本月企业短期贷款回落较多。央行在第二季度货币政策执行报告提出不仅要发挥贷款市场报价利率的改革效能，还要发挥其指导作用，从而降低企业综合融资成本，6 月企业贷款加权平均利率为 4.16%，处于有统计以来低位。7 月，中长期贷款增加 3459 亿元，环比 6 月少增 11038 亿元，同比少增 1478 亿元。企业融资需求较上月有所回落，部分地区散点疫情对于企业融资需求较弱。7 月制造业采购经理人指数为 49.0%，较上月回落 1.2 个百分点，再次跌入收缩区间，经济的内生下行压力依然较大，供需两端均呈回落态势，生产端下滑快于需求。后续随着企业逐步恢复，融资需求或逐渐改善。7 月，票据融资增加 3136 亿元，同比多增 1365 亿元，环比 6 月多增 2340 亿元。后续企业投资仍需要政策支持，未来在国内政策的促进下，企业融资需求或有改善。

住户短期贷款减少，但购房热情仍不高。7 月，住户贷款增加 1217 亿元，同比少增 2842 亿元。其中，居民短期贷款减少 269 亿元，同比多减 354 亿元，且环比多减 4551 亿元，一方面疫情有所反复，居民消费需求受到一定影响，另一方面，618 大规模线上购物节对于提前消费的拉动减弱，本月居民短期贷款在两个月后再次减少。6 月，居民中长期贷款增加 1486 亿元，环比少增 2680.7 亿元，同比少增 2488 亿元，在疫情及经济下行压力影响下，居民购房热情仍然不佳。近期地产行业的流动性问题及信用问题，尤其是“停贷风波”，房企销售再次回落至消极区间。7 月 28 日，中共中央政治局会议继续强调“房住不炒”，但与 4 月政治局会议的表述相比，7 月会议在“房住不炒”前加上了“稳定房地产市场”，下半年保持房地产市场的稳定是政策的基本要义，此外强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，“保交楼、保民生、保稳定”，将成为下半年部分地方政府的重点关注领域之一，也是后续房地产市场监管的重点。房地产回暖仍需要时间，若疫情后续改善，居民购房热情或有所改善。

图 5：居民部门贷款同比少增


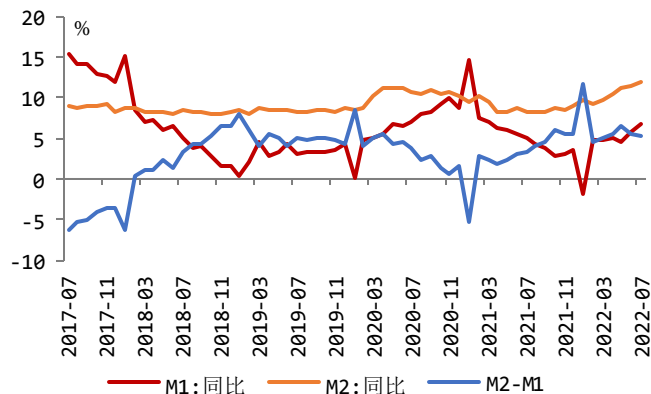
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位短期贷款和中长期贷款同比少增


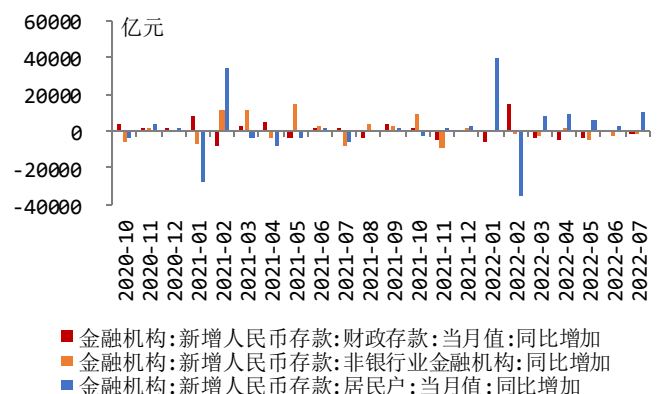
数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速继续回升，人民币存款同比多增

剪刀差小幅回落，M2 增速持续走高。7 月末，广义货币(M2)余额 257.81 万亿元，同比增长 12%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 3.7 个百分点。7 月，人民币存款增加 447 亿元，信贷加速投放加上消费需求回落，带动存款同比多增 1.18 万亿元。其中，7 月份财政性存款增加 4863 亿元，同比少增 1145 亿元；住户存款减少 3380 亿元，同比多增 1.02 万亿元，疫情影响尚未消退，居民出行和购房需求不高，存款同比增加较多；非银行业金融机构存款增加 8045 亿元，同比少增 1531 亿元；非金融企业存款减少 1.04 万亿元，同比多增 2700 亿元，企业纳税后存款同比仍增长，反映出市场经济预期有所减弱。狭义货币(M1)余额 66.18 万亿元，同比增长 6.7%，增速比上月末高 0.9 个百分点，比上年同期高 1.5 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 5.3 个百分点，较上月减少 0.3 个百分点。央行二季度货币政策执行报告强调坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力量、更高质量的支持；“保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果”。据此，后续结构性货币政策工具的力度仍大，突出金融支持重点领域和薄弱环节，藉由政策性、开发性金融工具推进基础设施建设。预计 M1 增速在基数回落下或稳中有升，M2 在积极政策的支持下仍在高位。

图 7：7 月 M2 增速回升


数据来源: wind、西南证券整理

图 8：7 月居民存款同比多增明显


来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn