

再度“坍缩”的社融，预期差在哪？

2022年08月13日

➤ 2022年8月12日，国家统计局公布7月金融数据，对此我们分析如下：

➤ 7月金融数据反映哪些信息？

7月新增社融总量大幅下滑、结构转弱，特别是6月超预期修复的信贷，在7月却未能延续回暖态势，再次同比大幅少增，尤其是信贷部分，反映出当前阶段各部门需求仍处弱复苏状态，其中月内还有疫情的影响，宽信用进程仍受阻。

进一步聚焦全面弱化的信贷：

(1) 7月票据融资高于季节性水平，为新增信贷唯一支撑项，反映实体经济融资需求仍弱，更多的还是依靠银行票据进行冲量；

(2) 从企业中长贷来看，其同比再次转弱，印证了企业需求有所回落，核心症结一是地产，二是基建，而制造业贷款预计难以形成较大支撑，尽管7月国内出口表现较好，但毕竟还受到了疫情反复、海外大宗走弱、国内地产预期转差、高温天气等多种因素影响；

(3) 企业现金流改善，短贷同比少增，受益于留抵退税和宽信用政策发力；

(4) 居民短贷再次同比走弱，反映疫情反复下消费修复斜率仍待观察；

(5) 居民中长贷继续走弱，主因地产需求仍无明显起色。

展望未来，节奏上来看社融难言乐观，今年地方债发行前置有所透支，当前经济弱复苏，政策不做大力度刺激的情形下，社融信贷的变化仍需观察政策调整，央行仍需引导社融信贷平稳增长。

➤ **债市怎么看？**

很清晰，7月社融信贷再度出现“坍缩式”下滑，反映了当前居民和企业部门需求较弱，微观主体经营活力不足，经济整体处于弱复苏状态，在此情形下央行不具备引导流动性环境收紧的前提，资金面对应便会呈现逐步收敛，而非收紧的态势。

但展望未来，前期地方债发力靠前，目前已基本完毕，后续从节奏上来看社融信贷仍不容乐观，逻辑上来说还需央行从总量层面发力，引导社融信贷平稳增长，流动性环境维持合理充裕是基本前提。随着前期财政投放助力流动性宽裕这一因素逐步退出，央行投放上或有一定边际变化，但降准和降低政策利率的概率不高，而5年期LPR调降有其必要性。

于市场而言，政策刺激力度有限，叠加央行仍会维持流动性合理充裕环境，决定了利率上下均有限度，如无降息，流动性环境维持合理充裕之下，短期内债市可保持乐观，但中期还需关注宏观经济图景的变化以及政策的应对。从策略上来说，当前短端品种空间较小，一定程度提升久期优于信用进一步下沉，杠杆当前仍较为确定，未来继续关注资金面的边际变化，做应对调整。

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.2022Q2公募基金转债持仓分析：公募基金增配转债，行业配置热点轮动-2022/08/11
- 2.可转债打新系列：小熊转债：知名创意小家电企业-2022/08/11
- 3.可转债打新系列：中陆转债：工业金属锻件行业领先企业-2022/08/11
- 4.可转债打新系列：顺博转债：国内再生铝合金锭铸造领先企业-2022/08/11
- 5.利率专题：货币政策的居“中”之道-2022/08/11

目录

1 新增社融大幅走弱，且幅度超市场预期	3
2 新增信贷全面走弱，票据冲量支撑	6
3 “M2-M1”剪刀差进一步收窄，财政仍在发力	9
4 社融再度“坍缩”，债市怎么看？	10
5 风险提示	11
插图目录	12

2022年8月12日，央行公布7月金融数据：

(1) 7月社会融资规模增量为7561亿元，同比少增3191亿元。2022年1-7月社会融资规模增量累计为21.77万亿元，比上年同期多2.89万亿元。

(2) 7月人民币贷款增加4088亿元，同比少增4303亿元。

(3) 7月末M2同比增长12.0%，M1同比增长6.7%，“M2-M1”剪刀差较上月下行0.3pct。

总体来看，7月新增社融总量回落、结构转弱，市场对于7月金融数据偏弱已有预期，然而实际下降幅度仍有超预期，如何看待7月社融表现？对此我们解读如下：

1 新增社融大幅走弱，且幅度超市场预期

7月新增社融7561亿元，同比少增3191亿元；社融同比增速10.7%，较上月下行0.1pct；社融增速（剔除政府债）9.1%，较上月下行0.2pct。

其中：7月人民币贷款增加4088亿元，同比少增4303亿元；企业债融资增加734亿元，同比少增2357亿元；政府债融资增加3998亿元，同比多增2178亿元；非标融资减少3053亿元，同比少减985亿元。

具体而言：

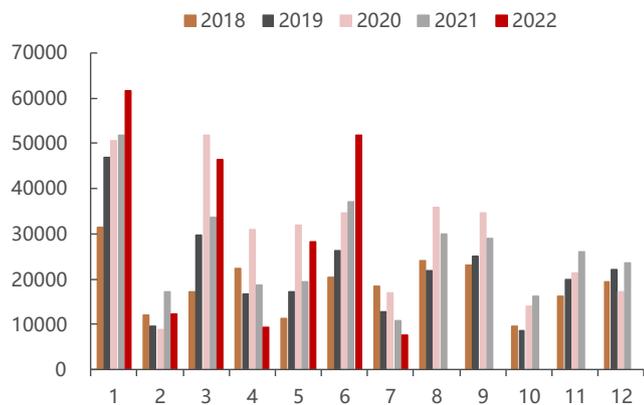
(1) 7月新增社融同比少增，下降幅度有所超预期，其中人民币贷款以及企业债券是最大拖累项；而政府债融资对7月新增社融形成弱支撑，主要受益于国债加速发行，净融资较6月放量，地方债早在6月已基本发行完毕。此外，非标在去年低基数效应下表现为同比少减，对7月新增社融形成一定支撑。

(2) 实体融资需求仍偏弱：一方面，表内企业中长贷同比少增，表外票据融资亦同比多减，反映实体融资需求仍恢复较慢，其中7月还有疫情反复的影响；另一方面，企业债同比大幅少增，显著弱于季节性水平，拆解结构来看，其中地产债和城投债融资是主要拖累，地产债风险仍在释放，金融机构对其投放仍处边际减弱的状态，而城投一方面受到供给端监管的约束，另一方面专项债集中发行以及政策性金融机构加大投放下或缓释了一部分资金投放压力。

总结来看，7月新增社融总量大幅下滑、结构转弱，特别是在6月超预期修复的信贷，在7月却未能延续回暖态势，再次同比大幅少增，尤其是信贷部分，反映出当前阶段各部门需求仍处弱复苏状态，其中月内还有疫情的影响，宽信用进程仍受阻。

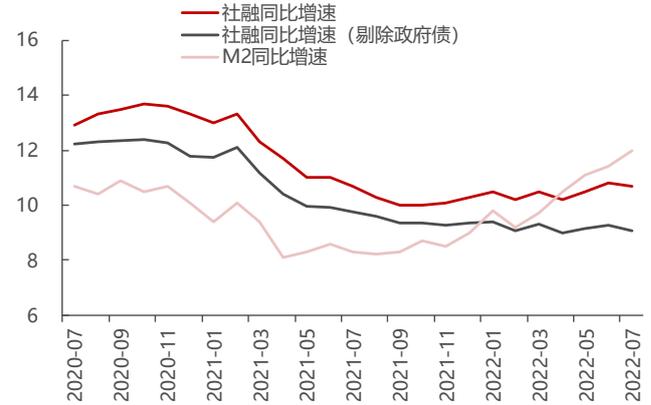
进一步而言，7月新增信贷总量结构大幅转弱，我们进行具体拆解。

图1: 新增社融季节性比较 (亿元)



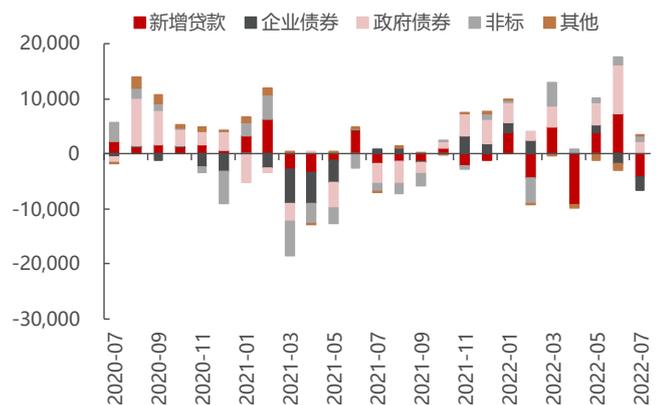
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 社融增速及 M2 增速 (%)



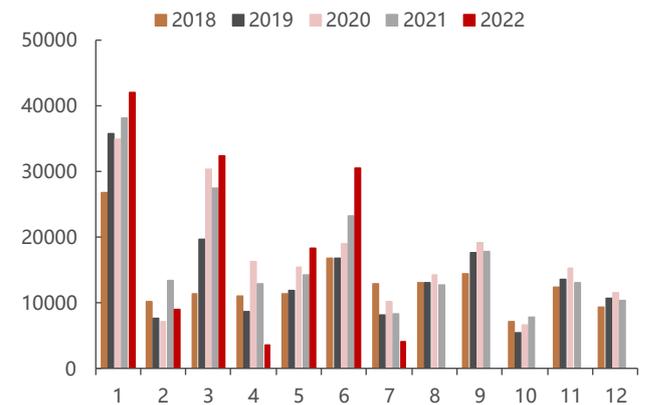
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 新增社融结构同比变动 (亿元)



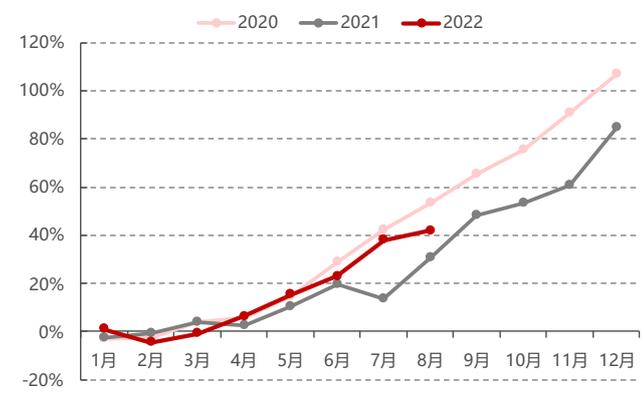
资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 新增贷款季节性比较 (亿元)



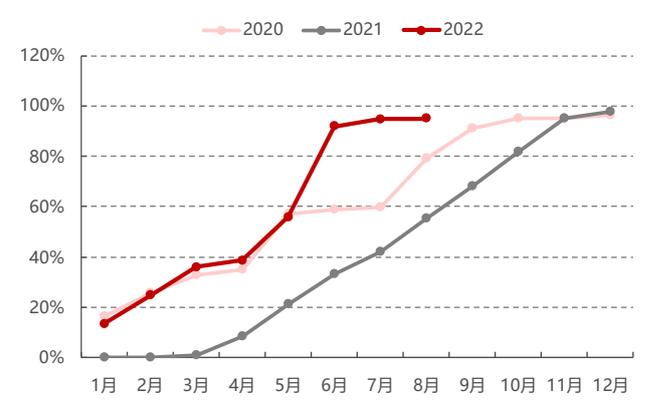
资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 国债净发行进度 (%)



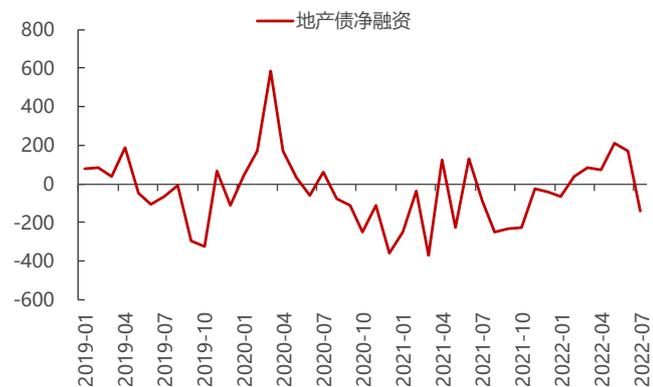
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 地方债发行进度 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7：地产债净融资（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：城投债净融资（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 新增信贷全面走弱，票据冲量支撑

7月新增人民币贷款6790亿元，同比少增4010亿元，各项贷款余额同比增速11.0%，较上月下行0.2pct。

其中：7月居民短贷减少269亿元，同比多减354亿元；居民中长贷增加1486亿元，同比少增2488亿元；企业短贷减少3546亿元，同比多减969亿元；票据融资增加3136亿元，同比多增1365亿元；企业中长贷增加3459亿元，同比少增1478亿元；非银贷款增加1476亿元，同比少增298亿元。

具体而言：

(1) 从票据融资看，7月票据融资高于季节性水平，为新增信贷唯一支撑项，反映实体融资需求仍弱，更多的还是依靠银行票据进行冲量。

(2) 从企业中长贷来看，其同比再次转弱，印证了企业需求有所回落，核心症结一是地产，二是基建，而制造业贷款或表现相对较好：

首先，预计7月基建配套信贷规模有所回落：一方面，6月专项债加速发行、资本金落地，或已带动可观规模的配套贷款，并一定程度透支了相关需求，因而相关贷款规模在7月呈现自然回落；另一方面，土木工程建筑业商务活动指数为58.1%，仅较前值上行0.2pct，虽仍处高景气区间，但在前期配套资金充足情况下，一定程度反映7月相关配套融资有所回落，而未能支撑基建景气度明显抬升，相关高频数据也显示了这一点（图11-12）。

其次，地产投资景气度仍低，预计相关信贷继续走弱：从高频数据看（图13-14），虽然7月百城土地成交情况边际转好，但仍难言有实质性改善。且7月建筑业投资依然由基建投资支撑，而地产投资对应仍为拖累，预计相关贷款也走弱。此外，无论是从居民端看终端需求，还是从房企端看投融资条件，当下地产始终制约着宽信用。

而制造业相关信贷难有较大支撑：7月制造业PMI数据表现弱于预期，其背后原因囊括7月疫情有所反复、海外大宗走弱、国内地产预期转差、高温天气等因素，在此情形下中上游企业有所减产，相应需求不会太旺盛。如果从贸易情况观察，7月出口金额同比+18.0%，超出市场预期，我国出口仍具韧性，这块对应的需求或许有一定支撑，但量不够。

央行Q2货政报告也指出，近年来我国信贷结构呈现“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的变化特征，截至2022年6月末，制造业贷款比重由2020年的9%回升至9.4%，普惠小微贷款占比上行至10.6%，而基建投资和房地产等资金密集型领域信贷需求均呈趋势性转弱，贷款占比分别下降至19%、25.7%。

(3) 企业现金流改善，短贷同比少增：此前与票据融资同为信贷支撑项的企

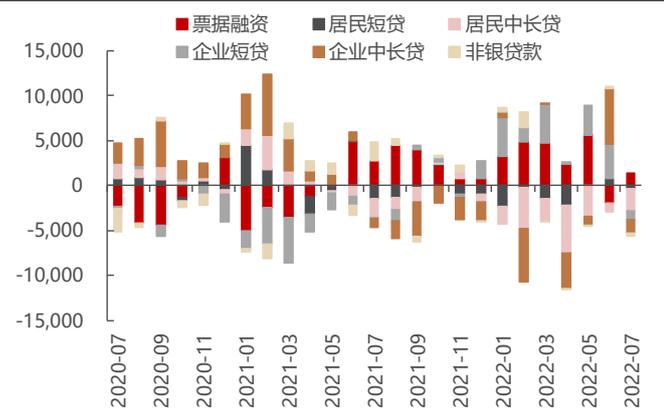
业短贷，于7月却同比少增，结合7月M1同比较上月大幅上行0.9pct来看，我们发现好的一面在于，**企业现金流在留抵退税和宽信用政策发力之下有所改善；但与之相对应的是，企业投资意愿明显弱于储蓄意愿，最终体现为企业资本开支不足、中长贷仍然走弱。**

(4) 居民短贷再次同比走弱，反映消费修复斜率仍待观察。我们曾在《社融修复：预期内的超预期》中指出，居民短贷能否进一步回暖，主要还是取决于疫情动向以及政策发力效果，其中疫情动向无疑是先决条件。而7月国内部分地区疫情仍有反复，同时就业情况仍不乐观，特别是青年群体失业率仍高，这些因素均对居民收入及预期形成负面影响，带动居民短贷表现再次转弱。

(5) 居民中长贷继续走弱，地产需求仍无明显起色。从高频数据看，相比投资端，地产需求暂未有明显起色，或拖累地产景气度，居民中长贷延续走弱。

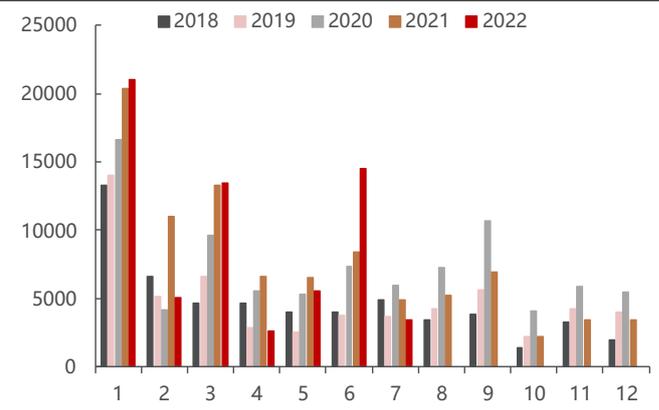
展望未来，节奏上来看社融难言乐观，今年地方债发行前置有所透支，当前经济弱复苏，政策不做大力度刺激的情形下，社融信贷的变化仍需观察政策调整。

图9：新增信贷结构同比变化（亿元）



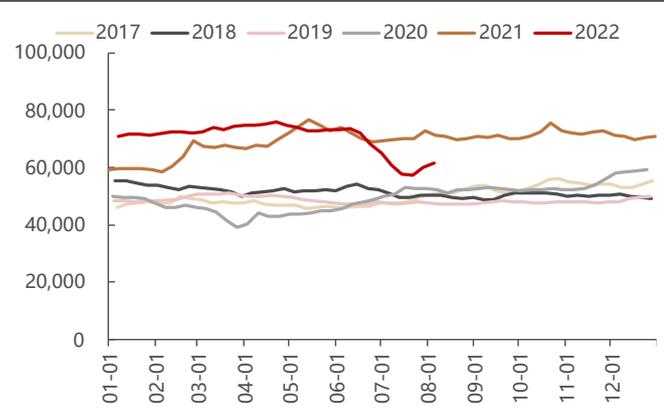
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：企业中长贷季节性比较（亿元）



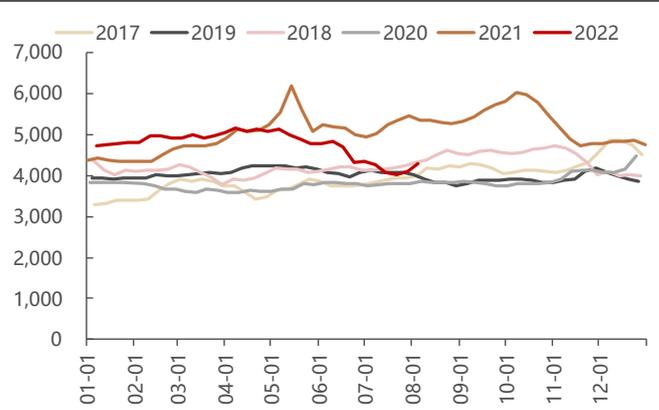
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：无氧铜杆价格（元/吨）



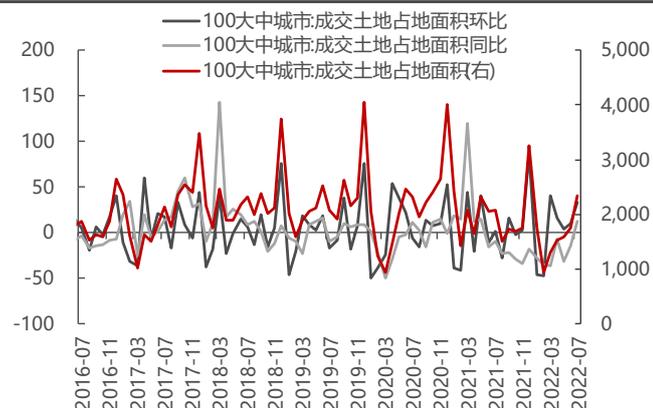
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：螺纹钢价格（元/吨）



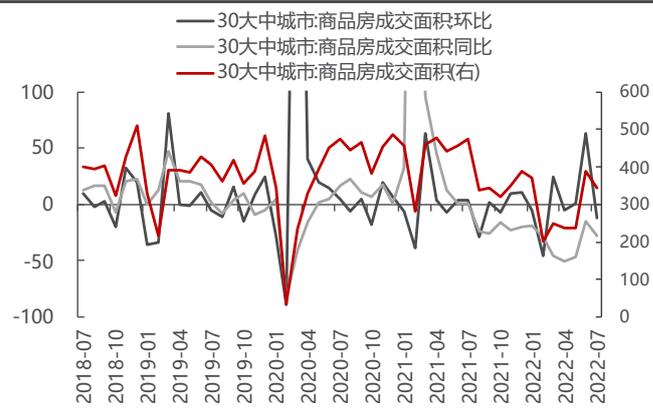
资料来源：wind，民生证券研究院

图13: 100大中城市土地成交情况 (% , 万平方米)



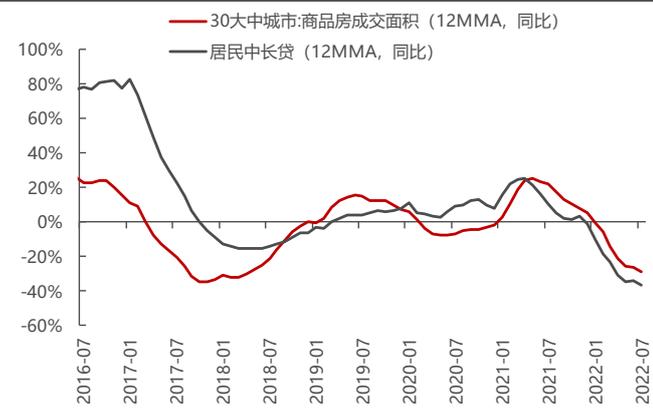
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 30大中城市商品房成交情况 (% , 万平方米)



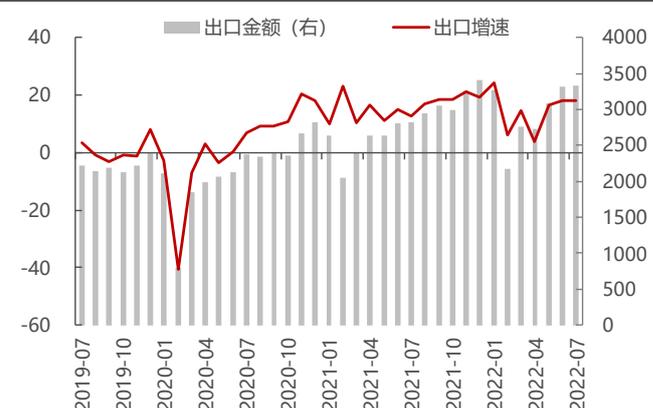
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 商品房销售面积与居民中长贷同比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 出口金额及增速 (% , 亿美元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 “M2-M1”剪刀差进一步收窄，财政仍在发力

7月M2同比增速为12.0%，较上月上行0.6pct。M1同比增速为6.7%，较上月上行0.9pct。“M2-M1”剪刀差5.3%，较上月下行0.3pct，剪刀差进一步收窄，具体来看：

(1) M1同比上行，反映资金活性增强，显示在宽信用及留抵退税等政策发力之下，企业等微观主体活期存款增速回升。

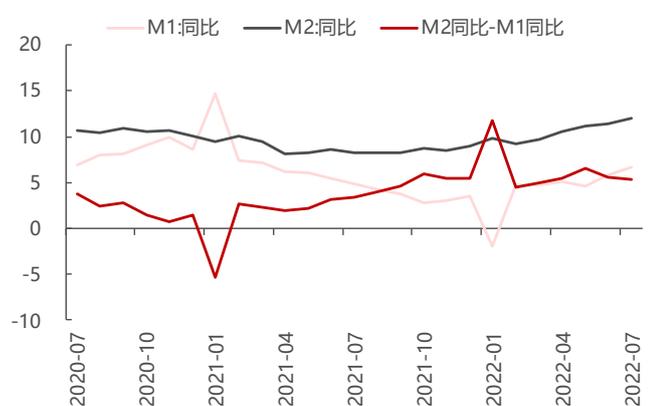
(2) M2同比继续上行，显示财政仍在持续发力，7月财政存款增加4863亿元，同比少增1145亿元，弱于季节性水平，也印证了这一点，并且可以看到M2-社融增速差也在持续扩大，在实体融资需求减弱，资金供给增多的情形下，进而导致了较为宽松的流动性环境，而这并非由央行直接主导，展望未来，随着财政支出力度的逐步弱化，该因素或缓步退出，但在经济弱修复状态不变的情形下，资金面仍会维持宽松状态。

7月人民币存款增加447亿元，同比多增11747亿元。各项存款同比增速11.4%，较上月上行0.6pct。具体来看：

居民和企业储蓄动机均进一步增强：7月非金融企业存款减少10400亿元，同比少减2700亿元；居民存款减少3380亿元，同比少减10220亿元；此外，非银存款增加8045亿元，同比少增1531亿元，一定程度印证居民理财意愿有所减弱，并且在不确定性因素增多、消费场景约束的情况下，居民加大了预防性储蓄。

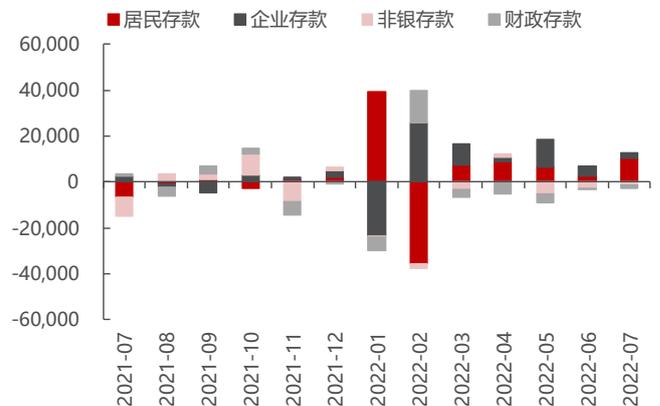
注：7月13日，央行阮司长在上半年金融统计数据情况新闻发布会上指出：
 “居民储蓄存款意愿边际上升，投资意愿边际下降，主要是由于二季度新冠肺炎疫情在我国局部地区有所反复，居民的流动性偏好有所上升。同时，资本市场波动加大，居民的风险偏好有所降低，预计随着疫情的逐步缓解，居民的投资意愿将逐步恢复，消费意愿将稳步回归。”¹

图17: M1、M2增速及剪刀差 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 存款结构同比变化 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

¹ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbfh/wqfbh/47673/48511/index.htm>

4 社融再度“坍缩”，债市怎么看？

7月新增社融总量大幅下滑、结构转弱，特别是6月超预期修复的信贷，在7月却未能延续回暖态势，再次同比大幅少增，尤其是信贷部分，反映出当前阶段各部门需求仍处弱复苏状态，其中月内还有疫情的影响，宽信用进程仍受阻。

进一步聚焦全面弱化的信贷：

(1) 7月票据融资高于季节性水平，为新增信贷唯一支撑项，反映实体融资需求仍弱，更多的还是依靠银行票据进行冲量；

(2) 从企业中长贷来看，其同比再次转弱，印证了企业需求有所回落，核心症结一是地产，二是基建，而制造业贷款预计难以形成较大支撑，尽管7月国内出口表现较好，但毕竟还受到了疫情反复、海外大宗走弱、国内地产预期转差、高温天气等多种因素影响；

(3) 企业现金流改善，短贷同比少增，受益于留抵退税和宽信用政策发力；

(4) 居民短贷再次同比走弱，反映疫情反复下消费修复斜率仍待观察；

(5) 居民中长贷继续走弱，主因地产需求仍无明显起色。

展望未来，节奏上来看社融难言乐观，今年地方债发行前置有所透支，当前经济弱复苏，政策不做大力度刺激的情形下，社融信贷的变化仍需观察政策调整，央行仍需引导社融信贷平稳增长。

债市怎么看？

很清晰，7月社融信贷再度出现“坍缩式”下滑，反映了当前居民和企业部门需求较弱，微观主体经营活力不足，经济整体处于弱复苏状态，在此情形下央行不具备引导流动性环境收紧的前提，资金面对应便会呈现逐步收敛，而非收紧的态势。

但展望未来，前期地方债发力靠前，目前已基本完毕，后续从节奏上来看社融信贷仍不容乐观，逻辑上来说还需央行从总量层面发力，引导社融信贷平稳增长，流动性环境维持合理充裕是基本前提，随着前期财政投放助力流动性宽裕这一因素逐步退出，央行投放上或有一定边际变化，但降准和降低政策利率的概率不高，而5年期LPR调降有其必要性。

于市场而言，政策刺激力度有限，叠加央行仍会维持流动性合理充裕环境，决定了利率上下均有限度，如无降息，流动性环境维持合理充裕，短期内债市可保持乐观，但中期还需关注宏观经济图景的变化以及政策的应对。从策略上来说，当前短端品种空间较小，一定程度提升久期优于信用进一步下沉，杠杆当前仍较为确定，未来继续关注资金面的边际变化，做应对调整。

5 风险提示

- 1) **政策不确定性**: 货币政策、财政政策超预期变化;
- 2) **基本面变化超预期**: 疫情发展、经济基本面情况超预期;
- 3) **海外地缘政治冲突**: 海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性, 或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1: 新增社融季节性比较 (亿元)	4
图 2: 社融增速及 M2 增速 (%)	4
图 3: 新增社融结构同比变动 (亿元)	4
图 4: 新增贷款季节性比较 (亿元)	4
图 5: 国债净发行进度 (%)	4
图 6: 地方债发行进度 (%)	4
图 7: 地产债净融资 (亿元)	5
图 8: 城投债净融资 (亿元)	5
图 9: 新增信贷结构同比变化 (亿元)	7
图 10: 企业中长贷季节性比较 (亿元)	7
图 11: 无氧铜杆价格 (元/吨)	7
图 12: 螺纹钢价格 (元/吨)	7
图 13: 100 大中城市土地成交情况 (% , 万平方米)	8
图 14: 30 大中城市商品房成交情况 (% , 万平方米)	8
图 15: 商品房销售面积与居民中长贷同比 (%)	8
图 16: 出口金额及增速 (% , 亿美元)	8
图 17: M1、M2 增速及剪刀差 (%)	9
图 18: 存款结构同比变化 (亿元)	9

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026