

# 信贷“二次塌方”，债市怎么看？

证券研究报告

2022年08月12日

## 7月金融数据点评

### 摘要

7月金融数据点评：

- (1) 人民币贷款、企业债券拖累社融明显回落；
- (2) 信贷总量下滑、结构恶化；
- (3) 财政加速落地、存款继续扩张；
- (4) 信贷出现“二次塌方”。

**风险提示：**货币政策调整超预期，经济复苏不及预期

### 作者

**孙彬彬** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

**隋修平** 联系人  
suixiuping@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：顺博转债，国内领先的再生铝生产企业-申购建议：积极参与》 2022-08-11
- 2 《固定收益：如何把握近期市场动向？ - 天风总量联席解读（2022-08-10）》 2022-08-11
- 3 《固定收益：嵘泰转债，国内领先的汽车精密压铸件生产商-申购建议：积极参与申购》 2022-08-11

## 内容目录

1. 7月金融数据点评.....	3
1.1. 人民币贷款、企业债券拖累社融明显回落.....	3
1.2. 信贷总量下滑、结构恶化.....	3
1.3. 财政加速落地、存款继续扩张.....	3
1.4. 信贷“二次塌方”，债市怎么看？.....	4

## 1. 7月金融数据点评

### 1.1. 人民币贷款、企业债券拖累社融明显回落

7月社融7561亿元，同比少增3191亿元；社融同比增速10.70%，较上月回落0.1个百分点，大幅低于市场预期。

分项来看，人民币贷款增加4088亿元，同比少增4303亿元；政府债券增加3998亿元，同比多增2178亿元；企业债券增加734亿元，同比少增2357亿元；委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项合计减少3053亿元，同比少减985亿元；委托贷款增加89亿元，同比多增240亿元；信托贷款减少398亿元，同比少减1173亿元；未贴现票据减少2744亿元，同比多减428亿元。

7月新增社融同比少增，其中人民币贷款和企业债券是最大拖累，此外政府债券和非标融资对社融形成一定支撑。当前经济核心问题在于居民和企业资产负债表受挫，叠加疫情反复影响，共同造成社融同比少增的局面。

### 1.2. 信贷总量下滑、结构恶化

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%，较上月下降0.2个百分点。

分贷款类别来看，居民短期贷款减少269亿元，同比多减354亿元；居民中长期贷款增加1486亿元，同比少增2488亿元；企业短期贷款减少3546亿元，同比多减969亿元；企业中长期贷款增加3459亿元，同比少增1478亿元；票据融资增加3136亿元，同比多增1365亿元；非银贷款增加1476亿元，同比少增298亿元。

7月新增信贷接近“腰斩”，结构显著恶化。票据融资以外，各分项均形成拖累，其中居民中长贷和企业中长贷同比少增最为明显。一方面，在部分热点二线城市6月集中网签释放销量后，7月楼市继续回落到低景气度；另一方面，前期政策支持并未真正扭转居民消费和企业投资需求。

### 1.3. 财政加速落地、存款继续扩张

7月M2同比增速12.00%，较上月上升0.6个百分点；M1同比增速6.7%，较上月回升0.9个百分点；各项存款同比增速11.40%，较上月上升0.6个百分点。7月人民币存款增加447亿元，同比多增11747亿元。

分存款类别来看，住户存款减少3380亿元，同比少减10220亿元；非金融企业存款减少

10400 亿元，同比少减 2700 亿元；财政性存款增加 4863 亿元，同比少增 1145 亿元；非银存款增加 8045 亿元，同比少增 1531 亿元。

7 月财政资金继续加速落地，今年新追加的 1400 亿元留抵退税在 7 月集中发放<sup>1</sup>，叠加专项债争取在 6 月底基本发完<sup>2</sup>、8 月底落地<sup>3</sup>之下，居民和企业存款继续增加，需要持续关注 M1 走势。

#### 1.4. 信贷“二次塌方”，债市怎么看？

需要注意的是，去年 7 月一系列破除无效供给政策集中落地，社融信贷本身面临低基数问题，今年 7 月社融信贷数据在此基础上同比少增，更加体现当前经济面临的压力。一方面，居民和企业资产负债表受挫之下，扩张动能仍待修复；另一方面，7 月疫情反复对投融资需求也造成负面影响；此外，6 月信贷需求缺口回补和政策大幅支持下，对未来有一定透支，整体造成当前社融信贷“二次塌方”<sup>4</sup>的局面。

展望未来，地方债发行过度前置下，社融信贷走势更加不容乐观，央行仍然要充当“救火队长”的角色，意味着货币政策继续总量发力、结构性政策做加法，降息、降准的可能性偏低，但至少流动性需要继续维持高于合理充裕水平。

社融信贷“二次塌方”，债市短期可以保持乐观，但未来仍需把握节奏与重心。我们还是强调，当前经济状态是弱修复，政策不做大刺激，决定了债市利率的顶；但还是会在有限的宏观空间内有所动作，会争取最好的结果，利率底也相对清晰。

对于长端利率我们维持窄幅区间震荡的判断，波动空间我们建议还是按照前低和前高的位置来辨识。一年期 MLF 目前是十年国债的上限，而难有再度降息的背景下，一月市场降息预期最乐观时所对应的 2.67%就是下限。

<sup>1</sup> <http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810724/c5176002/content.html>

<sup>2</sup> <http://news.cctv.com/2022/06/02/ARTIvx2P8wsGkhnlDvutmV3G220602.shtml>

<sup>3</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content\\_5692037.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content_5692037.htm)

<sup>4</sup> “塌方”一词首见已入库报告《只有宽财政，才能宽信用》（4 月金融数据点评）

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com