



宏观研究

【粤开宏观】经济二次探底与信贷社融大起大落的原因：7 月经济金融数据解读

2022 年 08 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】以 ESG 理念引领全国电力市场体系建设》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 助力中国经济高质量发展》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资理念的内涵、演进历程及发展建议》2022-08-11

《政策助推 ESG 发展：碳税篇》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资系列之一：A 股 ESG 评分概况》2022-08-11

摘要

7 月经济数据和信贷社融数据均超预期回落，加重了市场对经济恢复力度和动能的担忧。

7 月经济金融形势反映出经济二次探底，恢复进程受阻，主要源于两个原因：一是信心和预期低迷，微观主体行为呈现收缩化趋势，导致消费、企业投资增速下行；二是房地产风险引发了房地产销售、投资以及地产相关消费的持续下行。基建投资和出口是 7 月仅有的亮点，但不足以完全对冲下行压力。

一、如何理解 7 月经济增速放缓？

1、居民消费仍较低迷，商品消费增速回落，餐饮收入依然负增长。一是前期消费刺激政策效果边际减弱，6 月实施汽车购置税减半及商家促销，使得汽车销售同比增长 13.9%，但也提前透支了部分市场需求，7 月同比回落至 9.7%。**二是房地产销售低迷拖累地产后周期消费**，家具、建筑装潢材料零售额同比分别下降 6.3%和 7.8%。**三是疫情反弹抑制了暑期旅游消费的恢复**，餐饮收入同比下降 1.5%，需求低迷也反映在价格上，CPI 中旅游价格环比仅上涨 3.5%，大幅低于往年同期 7.5%以上的增速。

2、企业投资意愿不足，新增中长期贷款同比少增，制造业投资增速下滑，1-7 月累计同比 9.9%，较上月下降 0.5 个百分点。但是，在汽车生产恢复以及出口需求的带动下，汽车制造业投资加快，累计同比 9.9%，较上月回升 1.0 个百分点。

3、烂尾楼引发的“断供风波”冲击居民和金融机构信心，导致房地产销售、投资增速进一步下滑。6 月下旬房地产销售本已基本恢复至往年同期水平，7 月却再度回落，商品房销售面积和房地产投资同比分别下降 28.9%和 12.3%，降幅较上月扩大 10.6 和 2.9 个百分点。

4、基建投资和出口继续超预期上涨，后续对经济的支撑力度或逐步减弱。基建投资和出口同比分别增长 9.6%和 18.0% 较上月加快 0.3 和 0.1 个百分点，源于财政发力与外需拉动。但考虑到后续财政政策空间收窄、全球经济放缓导致外需回落，未来经济稳增长需要寻找新的支撑点。

二、如何理解信贷社融数据的大起大落？

今年信贷社融数据大幅波动，呈现出 1、3、6 月超预期增加，2、4、7 月超预期回落的规律，引发市场情绪的来回摇摆。主要受两股力量共同作用，财政货币政策推动信贷社融增长，实体需求低迷带动信贷社融回落。

1、银行信贷本身就具有年初和季末冲高、季初回落的特征。1 月银行信贷额度充足、项目储备丰富、早放贷早收益，通常能取得“开门红”；3、6、9 月则是季度末，为满足监管要求，会通过短缺贷款或票据融资来进行冲量。相



应地，随后的2、4、7、10月由于贷款项目不足、短期贷款到期等原因，新增贷款规模出现回落。

2、“宽信用”政策强化了银行信贷季末冲量的行为模式。在当前经济下行压力较大的背景下，为了稳增长稳就业，央行持续推动流动性从“宽货币”转向“宽信用”，银行考核压力增大，贷款冲量的特征更加明显，使得1、3、6月出现超预期增长。

3、财政政策靠前发力，政府债券发行节奏与银行放贷共振。今年财政政策靠前发力，要求新增专项债在6月底前基本发行完毕。而今年政府债券的发行节奏，高峰是1、3、5、6月，低谷是2、4、7月，恰好与银行放贷节奏同步，叠加之下，进一步扩大了新增社融的波动。

4、实体信贷需求低迷，导致银行信贷在季末冲量后快速回落。若居民和企业信贷需求较旺，那么银行不必为了满足监管要求而在季末冲量，季初的贷款也能有一定支撑，各月间的新增贷款会相对平滑；与此同时，短期贷款和中长期贷款的结构也将更加合理。但由于当前微观主体信心不足，信贷需求较弱，银行季末冲量过度投资，导致季初超预期回落。

因此应综合考虑各月的信贷社融数据，不易过度解读单月的起落；而且可以预见的是，9月和10月金融数据或再度超预期上升与回落。

风险提示：疫情反弹超预期、信贷需求不及预期、房地产风险超预期



目 录

一、如何理解 7 月经济增速放缓？	4
二、如何理解信贷社融数据的大起大落？	6

图表目录

图表 1：7 月经济增速再度放缓	4
图表 2：7 月社零消费增速小幅回落	4
图表 3：制造业投资增速持续下滑	5
图表 4：7 月以来 30 城商品房销售大幅回落	5
图表 5：7 月出口继续超预期高增	6
图表 6：今年新增社融 1、3、6 月比往年更高，4、7 月比往年更低	6
图表 7：银行信贷投放存在季节性波动特征	7
图表 8：银行通过短期贷款和票据融资进行冲量	7
图表 9：今年政府债券的发行节奏	8
图表 10：7 月居民和企业新增中长期贷款同比少增，票据融资同比多增	8



一、如何理解 7 月经济增速放缓？

7 月经济二次探底，恢复进程受阻，主要源于两个原因：一是信心和预期低迷，微观主体行为呈现收缩化趋势，导致消费、企业投资增速下行；二是房地产风险引发了房地产销售、投资以及地产相关消费的持续下行。基建投资和出口是 7 月仅有的亮点，但不足以完全对冲下行压力。

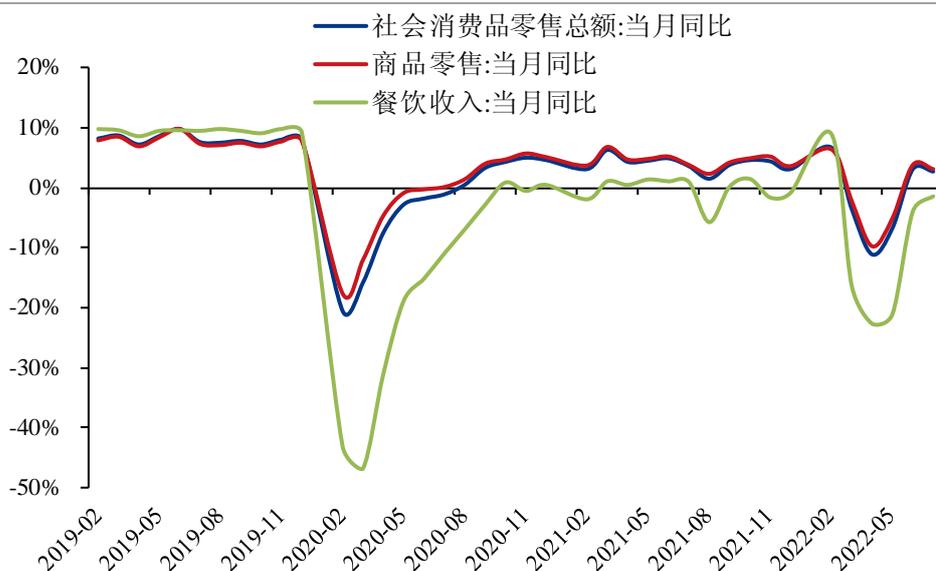
图表1：7 月经济增速再度放缓

类别	指标	4月	5月	6月	7月
生产（当月同比）	工业增加值	-2.9	0.7	3.9	3.8
	服务业生产指数	-6.1	-5.1	1.3	0.6
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	-11.1	-6.7	3.1	2.7
	商品零售	-9.7	-5.0	3.9	3.2
	餐饮收入	-22.7	-21.1	-4.0	-1.5
投资（累计同比）	固定资产投资	6.8	6.2	6.1	5.7
	房地产投资	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4
	制造业投资	12.2	10.6	10.4	9.9
	基建投资	8.3	8.2	9.3	9.6
出口（当月同比）	出口	3.7	16.7	17.9	18.0
房地产（当月同比）	房地产投资	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3
	商品房销售面积	-39.0	-31.8	-18.3	-28.9
	商品房销售额	-46.6	-37.7	-20.8	-28.2

资料来源：Wind、粤开证券研究院

第一，居民消费仍较低迷，商品消费增速回落，餐饮收入依然负增长。一是前期消费刺激政策效果边际减弱，6 月实施汽车购置税减半及商家促销，使得汽车销售同比增长 13.9%，但也提前透支了部分市场需求，7 月同比回落至 9.7%。**二是房地产销售低迷拖累地产后周期消费**，家具、建筑装潢材料零售额同比分别下降 6.3%和 7.8%。**三是疫情反弹抑制了暑期旅游消费的恢复**，餐饮收入同比下降 1.5%，需求低迷也反映在价格上，CPI 中旅游价格环比仅上涨 3.5%，大幅低于往年同期 7.5%以上的增速。

图表2：7 月社零消费增速小幅回落

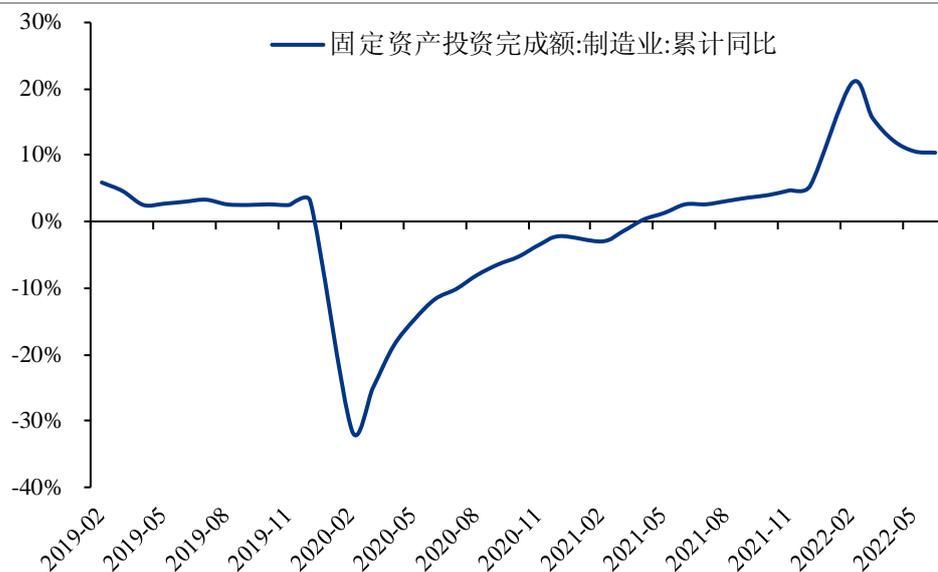


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第二，企业投资意愿不足，新增中长期贷款同比少增，制造业投资增速下滑，1-7月累计同比 9.9%，较上月下降 0.5 个百分点。但是，在汽车生产恢复以及出口需求的带动下，汽车制造业投资加快，累计同比 9.9%，较上月回升 1.0 个百分点。

图表3：制造业投资增速持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，烂尾楼引发的“断供风波”冲击居民和金融机构信心，导致房地产销售、投资增速进一步下滑。6月下旬房地产销售已基本恢复至往年同期水平，7月却再度回落，商品房销售面积和房地产投资同比分别下降 28.9%和 12.3%，降幅较上月扩大 10.6 和 2.9 个百分点。

图表4：7月以来30城商品房销售大幅回落

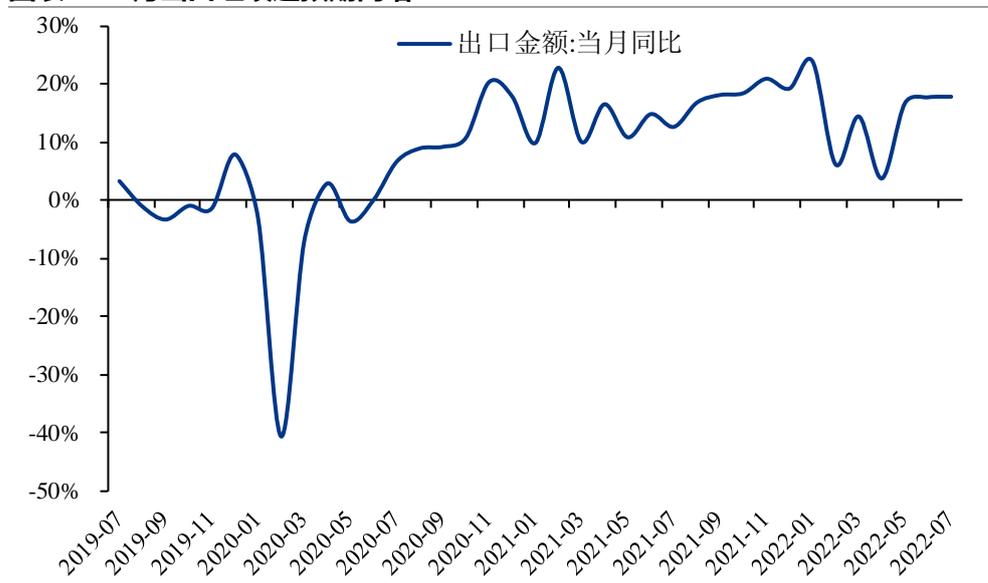


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第四，基建投资和出口继续超预期上涨，后续对经济的支撑力度或逐步减弱。基建投资和出口同比分别增长 9.6%和 18.0%，较上月加快 0.3 和 0.1 个百分点，源于财政发力与外需拉动。但考虑到后续财政政策空间收窄、全球经济放缓导致外需回落，未来经济稳增长需要寻找新的支撑点。

图表5：7月出口继续超预期高增

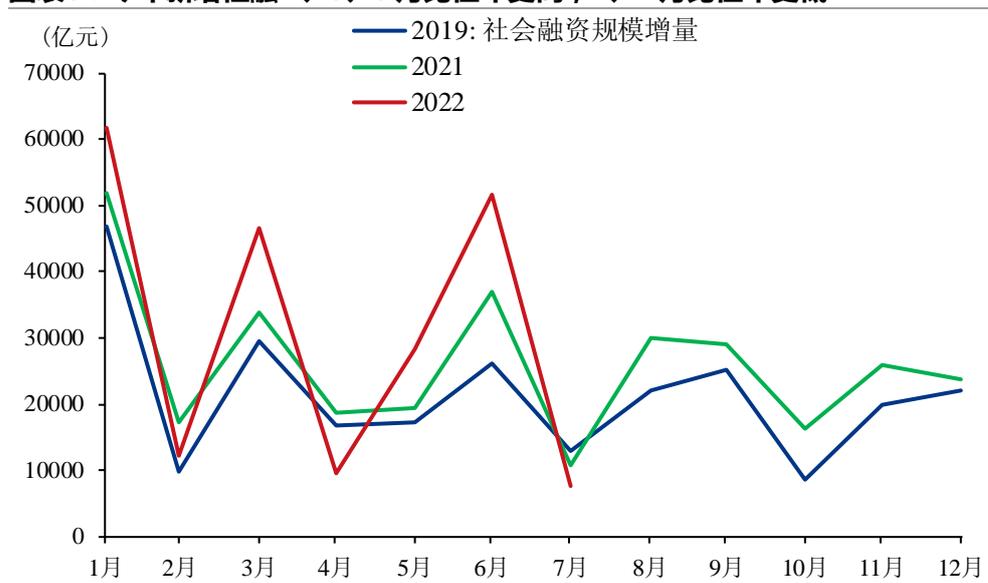


资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、如何理解信贷社融数据的大起大落？

今年信贷社融数据大幅波动，呈现出 1、3、6 月超预期增加，2、4、7 月超预期回落的规律，引发市场情绪的来回摇摆。主要受两股力量共同作用，财政货币政策推动信贷社融增长，实体需求低迷带动信贷社融回落。

图表6：今年新增社融 1、3、6 月比往年更高，4、7 月比往年更低

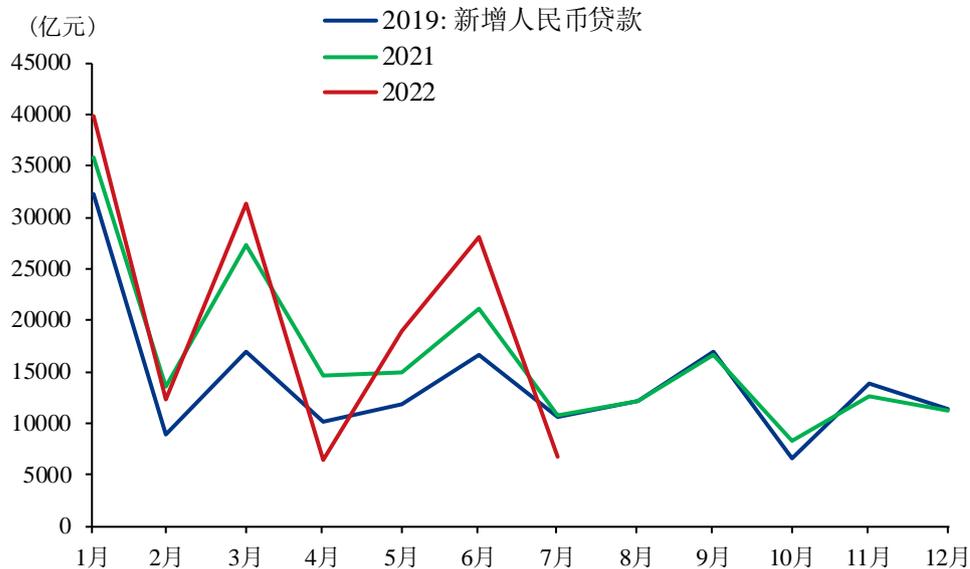


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第一，银行信贷本身就具有年初和季末冲高、季初回落的特征。1月银行信贷额度充足、项目储备丰富、早放贷早收益，通常能取得“开门红”；3、6、9月则是季度末，为满足监管要求，会通过短缺贷款或票据融资来进行冲量。相应地，随后的2、4、7、10月由于贷款项目不足、短期贷款到期等原因，新增贷款规模出现回落。

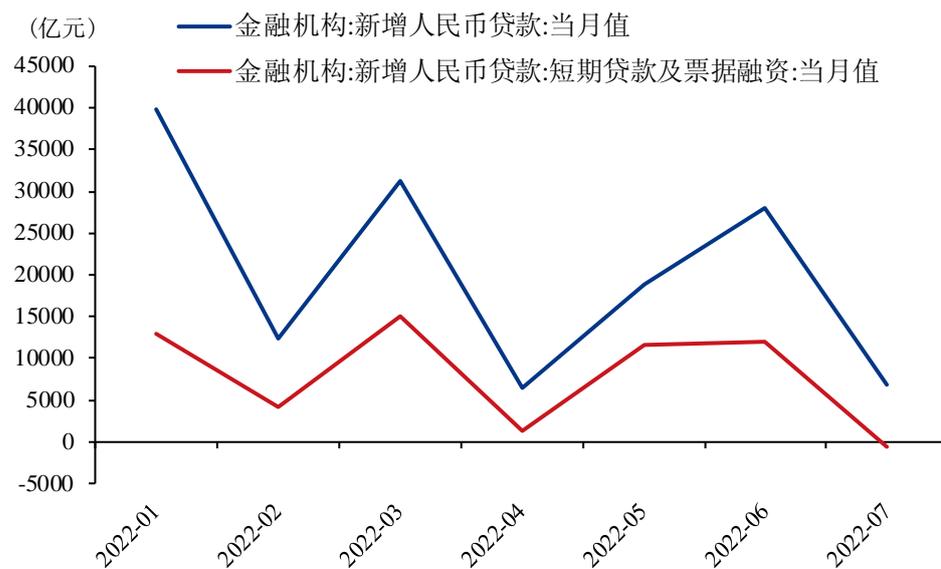
图表7：银行信贷投放存在季节性波动特征



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，“宽信用”政策强化了银行信贷季末冲量的行为模式。在当前经济下行压力较大的背景下，为了稳增长稳就业，央行持续推动流动性从“宽货币”转向“宽信用”，银行考核压力增大，贷款冲量的特征更加明显，使得1、3、6月出现超预期增长。

图表8：银行通过短期贷款和票据融资进行冲量

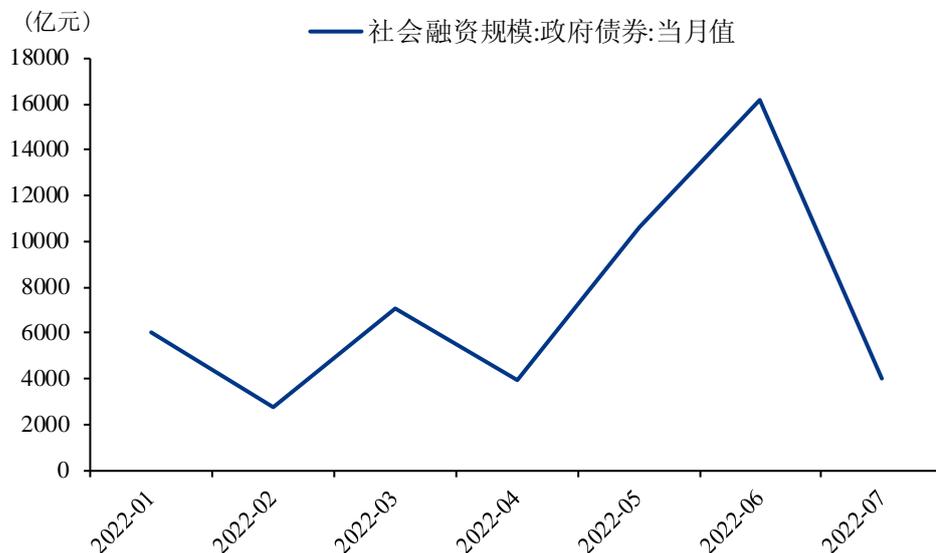


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第三，财政政策靠前发力，政府债券发行节奏与银行放贷共振。今年财政政策靠前发力，要求新增专项债在6月底前基本发行完毕。而今年政府债券的发行节奏，高峰是1、3、5、6月，低谷是2、4、7月，恰好与银行放贷节奏同步，叠加之下，进一步扩大了新增社融的波动。

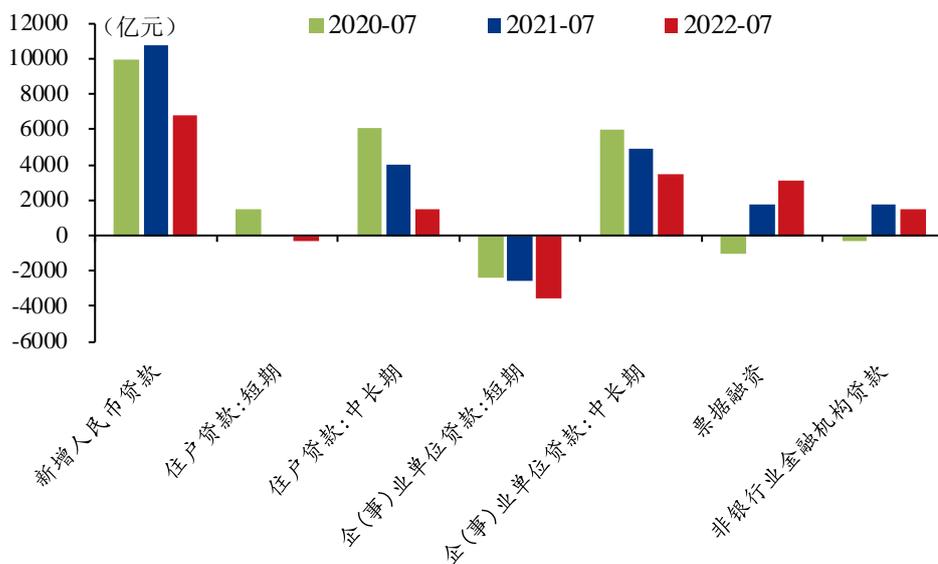
图表9：今年政府债券的发行节奏



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第四，实体信贷需求低迷，导致银行信贷在季末冲量后快速回落。若居民和企业信贷需求较旺，那么银行不必为了满足监管要求而在季末冲量，季初的贷款也能有一定支撑，各月间的新增贷款会相对平滑；与此同时，短期贷款和中长期贷款的结构也将更加合理。但由于当前微观主体信心不足，信贷需求较弱，银行季末冲量过度投资，导致季初超预期回落。

图表10：7月居民和企业新增中长期贷款同比少增，票据融资同比多增



资料来源：Wind、粤开证券研究院



因此应综合考虑各月的信贷社融数据，不易过度解读单月的起落；而且可以预见的是，9月和10月金融数据或再度超预期上升与回落。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com