

# 宽信用短期难“去地产化”，弱社融后政策会如何？ ——7月社融数据点评

报告日期: 2022-08-13

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

## 主要观点:

● **事件:** 2022年7月新增人民币贷款6790亿元, 预期1.15万亿元, 前值2.81万亿元; 新增社融7561亿元, 预期1.39万亿元, 前值5.17万亿元; M2同比12%, 预期11.6%, 前值11.4%。M1同比6.7%, 前值5.8%。

● **一、7月信贷社融总量、结构均差, 不及预期; 除与7月是传统季节性小月、经济景气度回落、前期透支项目、提前还贷等因素有关外, 本月政府债券支持力度也有所下降。存款方面: M1、M2续升, 与社融信贷增速、房地产销售明显背离, 一方面与财政支出加快有关; 另一方面也反映了可能存在的脱实向虚、资金空转现象。1、7月信贷总量、结构均差, 与7月是传统季节性小月、经济景气度回落、前期透支项目、提前还贷等因素有关。**

**新增信贷方面,** 7月新增贷款6790亿元, 同比少增4010亿元, 也是2016年以来的同期最差。金融机构各项贷款余额同比下降0.2个百分点至11%。

**信贷结构有所恶化,** 各类信贷中除表内票据融资同比多增1365亿元外, 其余各项均同比少增, 特别是居民中长贷和企业中长贷分别同比少增2488亿元和1478亿元, 反映受地产风险事件等影响地产销售下滑, 企业长期投资意愿低迷, 信贷靠票据冲量现象仍旧明显。同期票据利率维持低位, 也可侧面反映实体需求不振。总体看, 我们观察顺周期指标(居民贷款+企业中长贷)占比较前值下降13个百分点至69%, 信贷结构恶化。

**原因上看,** 第一, 7月本就是季初信贷小月, 因此环比有所回落。第二, 经济景气下行, 融资需求下降。经济基本面方面, 7月30大中城市商品房成交面积同比下降33% (6月为下降7%), 制造业PMI较前值回落1.2个百分点至49%, 反映经济景气度下降对信贷需求形成拖累, 造成同比增量不及季节性。第三, 5-6月我们持续提示, 5月23日央行、银保监会召开金融机构货币信贷形势分析会, 要求“从扩增量、稳存量两方面发力, 以适度的信贷增长支持经济高质量发展”, 5-6月银行集中放贷, 可能会存在透支未来的风险。第四, 不排除可能存在提前还贷数量增加的现象。

**2、7月社融总量、结构同样均差, 除前述的季节性小月、经济景气度回落、前期透支项目、提前还贷等因素外, 本月政府债券支持力度也有所下降。**

**新增社融方面,** 7月新增社融7561亿元, 同比少增3191亿元, 同样是2016年以来同比最差。社融存量同比增速回落0.1个百分点至10.7%; 剔除政府债券的社融存量同比回落0.2个百分点至9.1%。

**社融结构不佳, 非标融资和政府债券为本月支撑, 表内信贷和企业债券融资增量均低, 反映实体经济融资需求不振。具体看:**

**第一, 新增人民币贷款4088亿元, 同比少增4303亿元, 较前述新增贷款口径少2702亿元, 显示信贷“脱虚向实”部分更少, 7月信贷对实体经济支持力度有限。**

**第二, 非标融资连续5个月同比少减, 对社融拖累减轻, 是本月社融的一大支撑项。7月非标融资(信托贷款+委托贷款+表外票据)减少3053亿元, 同比少减985亿元。其中7月委托贷款增加89亿元, 同比少减240亿元; 信托贷款减少398亿元, 同比少减1173亿元; 新增未贴现银行承兑汇票减少2744亿元, 同比多减428亿元。票据表外向表内贴现再度增加, 反应实体融资需求下降。**

**第三, 7月企业债券融资仅734亿元, 同比少增2357亿元, 为2013年以来同期最差, 反映企业债券融资需求不振。**

**第四, 7月新增政府债券3998亿元, 尽管同比仍多增2178亿元, 但从绝对量上来看, 对社融支持力度下降。Wind数据显示, 7月地方政府新增专项债券发行613亿元, 净融资-902亿元。今年新增专项债发行1-6月已经完成全年的93%, 因此该部分对7月社融支持力度下降。往后看, 7月28日政治局会议提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”, 指向: 一方面, 要加快发行使用, 形成实物工作量; 另一方面, 专项债限额空间或成为下半年主要的增量资金。根据年初预算数, 2022年全年专项债限额约为21.82万亿元。截至今年6月, 专项债限额总体剩余规模为1.55万亿元, 剔除新增额度3.65万亿中还未发行的1922亿元(截至7月底, 将于年内发行完毕), 共计剩余1.36万亿元存量空间。若此额度在后续月份中能发行使用, 则对社融还会有一定增量支持。**

**3、存款方面: M1、M2续升, 与社融信贷增速、房地产销售明显背离, 一方面与财政支出加快有关; 另一方面也反映了可能存在的脱实向虚、资金空转现象。**

7月M1、M2同比较前值分别回升0.9、0.6个百分点至6.7%、12.0%。除基数下行能解释一部分外, 财政存款同比少增1145亿元、财政支出加快、财政存款向居民和企业部门转移, 释放M2空间可解释另一部分。但7月M1、M2明显与信贷、社融增速, 房地产销售背离, 指向资金存在脱实向虚、资金空转的可能。

**从居民和企业存款来看,** 7月居民和企业存款同比分别少减10220亿元和2700亿元, 两者之和明显大于政府存款的少增量, 即1145亿元, 反映居民和企业部门储蓄意愿增强, 且资金可能存在空转。

**从社融-M2来看,** 社融-M2增速从2021年4月以来趋势下行, 更是从2022年4

## 相关报告

1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》2022-05-14

2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_居民还有加杠杆的能力吗?》2022-06-11

3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_靓丽社融之后, “双宽”的可持续性如何? ——6月社融数据点评》2022-07-11

4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如何理解“最好结果”? ——7月政治局会议点评》2022-07-29

5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_总量进一步宽松力度或将有限——Q2央行货币政策报告点评》2022-08-11

月以来持续为负，且7月负缺口进一步扩大0.7个百分点至-1.3%。在此前社融点评中，我们持续提示社融-M2同比增速持续下行，反映了实体经济融资需求较差，资金可能存在空转，以及财政投放快但专项债下达速度偏慢（这一点更适用于5月和7月）。就资金空转方面，具体来讲，社融中不包括非银机构贷款，主要反映的是实体经济的融资规模，实体融资需求不强时社融会比较低。但M2中包含非银存款以及非银部门持有的货币市场基金，即同业存款和其他存款（包含同业存单）。如果银行购买资管产品，而资管产品本身未投入实体经济，就会产生资金空转，M2增速提升，但社融没有太大变化。（具体参考《信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》、《居民还有加杠杆的能力吗？》、《靓丽社融之后，“双宽”的可持续性如何？》）

● **二、弱社融后政策会如何？后续社融关注哪些要点？**

**1、货币政策方面，总量进一步宽松力度或仍将有限。**

我们在报告《总量进一步宽松力度或将有限——Q2央行货币政策报告点评》中指出央行对通胀关注度显著提升，央行指出“发达经济体通胀高企与其央行前期对通胀形势有所误判、政策调整落后等相关，给我国宏观调控带来启示和借鉴，保持币值稳定是央行首要职责，应对物价边际变化应高度关注”，并认为结构性通胀压力加大，输入性通胀压力仍存，CPI部分月份可能破3%，因此不“大水漫灌”、不超发货币。本次报告与以往最大的区别在于，央行不仅担忧短期通胀、也担忧通胀持续性；不仅担忧国内结构性和输入性通胀风险，也担心全球高通胀，从时间和空间维度对通胀进行了全面阐述。

因此，对于后续货币政策和信贷社融，央行对应的表述新增兼顾长短期、经济&物价、内外均衡；“保持货币供应量和社会融资规模名义经济增速基本匹配”改为“合理增长”；延续对物价和海外货币政策的两个“密切关注”；认为“结构性货币政策工具‘聚焦重点、合理适度、有进有退’”。总体看，我们认为货币维持稳健，结构性通胀+经济弱的背景下，货币政策不会转向。但考虑通胀压力、以及美联储9月可能还会鹰派加息，总量层面的政策宽松（降准降息）概率进一步下降。结构性工具担任主力，特别是用好政策性开发性工具（8000亿政策性信贷和3000亿政策性金融工具）支持基础设施建设，LPR或仍有调降可能。此外，宽信用可持续性跟经济修复结构、增量财政政策等因素相关，对后续宽信用幅度难以过于乐观。

对于流动性和资金面，央行延续指出“保持流动性合理充裕”，并删除“引导市场利率围绕政策利率波动”，隐含不会引导市场利率过快上行，我们认为后续资金利率将自然、缓慢向政策利率靠拢，流动性总体充裕。

**2、对于后续的社融，有哪些掣肘？宽信用可持续性如何？**

**1) 居民或存在一定的提前还贷诉求，可能一定程度上压低居民中长贷净融资规模。**

第一，受疫情影响，居民可支配收入增速下降，特别是低收入群体的可支配收入增速下降，对未来收入预期降低或预期不稳定，将选择提前还贷减少断供风险。第二，居民配置股票、基金、理财产品等收益率下降，与房贷利率降低（上半年上证综指累计下跌6.6%；权益类理财产品收益率波动加大，固收类稳定在3-4%；截至6月个人住房贷款加权平均利率为4.6%），使得居民可能选择提前还贷。第三，房贷利率大幅下降背景下，部分购房者可能提前还贷再以较低的房贷利率购置新房，以满足改善性住房需求，当然若是该项操作，不会拖累居民贷款净融资规模。

**2) 宽信用短期难以“去地产化”，地产景气度仍低，对社融形成压制。**

第一，根据《央行第二季度货币政策执行报告》专栏3《近年来信贷结构的演变和趋势》所统计，2010年以来，我国信贷结构呈现出“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。据央行统计，2022年上半年末，人民币贷款余额中，普惠小微、制造业、基建、房地产贷款大体占全部贷款余额的一成、一成、两成、两成半。因此，房地产仍扮演信贷投放的主力。往后再看，就信贷投向方面，央行指出“信贷增长将与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应，更加重视总量稳、结构优”。中长期看，一方面，坚持“破立并举、慢破快立”（也即短期还不能抛弃基建和房地产），增强信贷总量增长的稳定性；另一方面，引导信贷更多投向绿色、老旧小区改造、高技术制造业、科技创新等领域。因此，总体看，短期内宽信用仍离不开房地产。

第二，我们测算，房地产对宽信用的实现仍旧有重要作用，宽信用的“去地产化”难一蹴而就。一方面，从房地产资金来源看，房地产资金有30%以上来自企业或者居民部门的中长期贷款，因此房地产发展离不开信贷。另一方面，我们在报告《数读LPR调降》中曾测算我国五大行2018-2020年平均涉房、基建和制造业贷款占比分别为35%（个人住房贷款与房地产业贷款）、19%（电力、燃气及水的生产和供应业，建筑业，交通运输、仓储和邮政业）和11%（制造业）。因此对于银行等金融机构来说，在信贷余额充足、政策限制放松的环境下，房地产业的信贷仍旧是最优选择之一。总体看，就信贷结构好转而言，历史上票据高增传导至中长贷高增需要6个月左右的时间，而这其中离不开房地产贷款的支持，短期新基建、新制造对信用的承接仍然有限。

因此，目前地产景气度仍低，将对社融形成压制。短期宽信用难以“去地产化”。从政策角度来说，结合728政治局会议和央行Q2货币政策执行报告相关表述来看，“稳定房地产市场”在“房住不炒”之前，“用足用好政策工具箱”指向供需端政策可能进一步松动；近期地产纾困政策亦有实质性进展，例如郑州成立纾困基金、中国华融纾困阳光城母公司等。总体看，预计下半年地产销售、投资将温和回升，对信贷也将起到一定支持作用，但超预期较难。

**3) 宽信用可持续性如何？社融增速或已见顶，后续不确定性只在于回落快慢。**

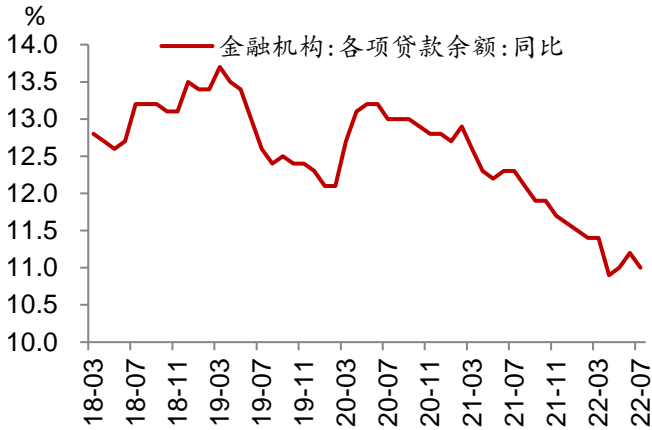
往后看，宽信用的有利因素在于经济逐步修复，或有专项债限额空间的发行使用；但不利因素在于地产景气度仍低、疫情反复等。社融增速方面，乐观情况下，假设三季度末四季度有约1.3万亿的专项债存量限额空间下发使用，9月起按月发行，由此测算的社融存量增速6月为全年高点10.85%，然后8-11月由10.4%逐渐升至10.7%，年底回落至10.6%左右。较为悲观情景下，下半年专项债无增量资金，其他假设不变，由于8月国债到期量较大，政府债券净融资额在8月迎来最低点。由此测算社

融存量增速后续逐步回落至年底的 10.1%左右。

● 风险提示

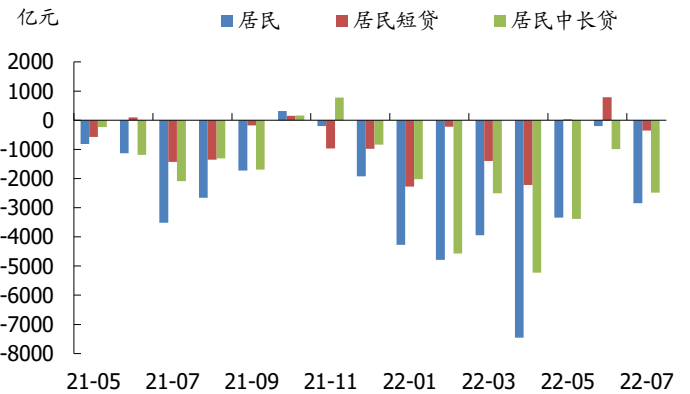
实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 贷款增速有所下降



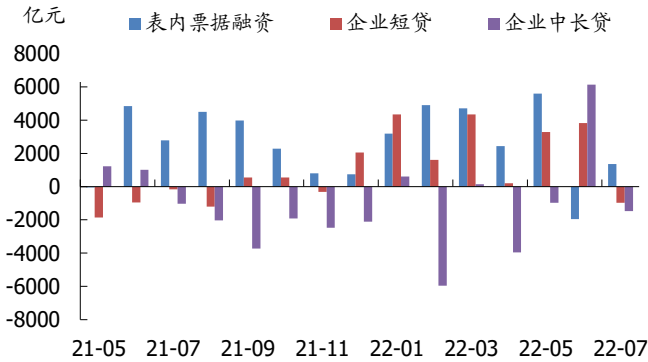
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 居民中长期贷款同比少增



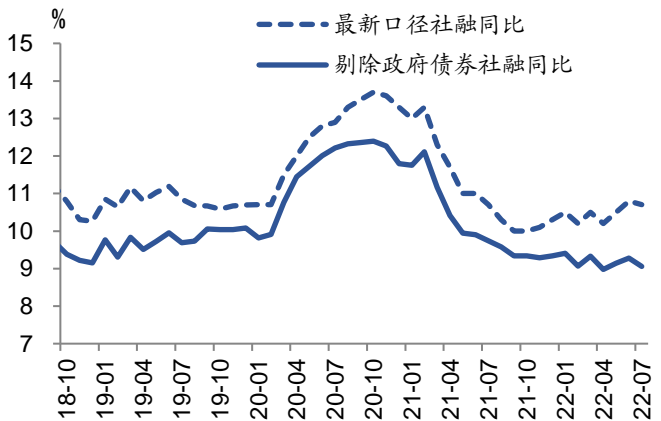
资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 图中数据为同比多增量

图表 3 企业贷款靠票据冲量



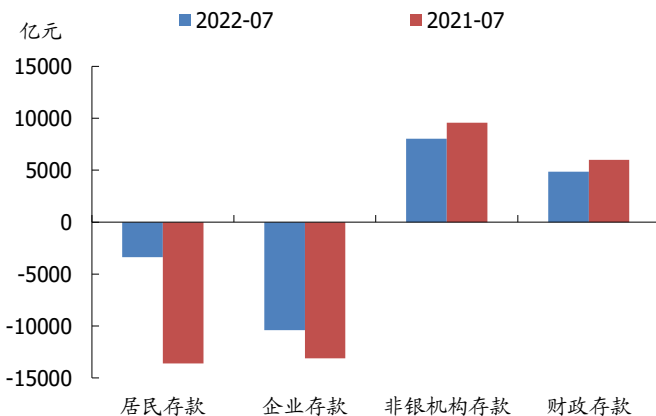
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 社融存量增速有所下降



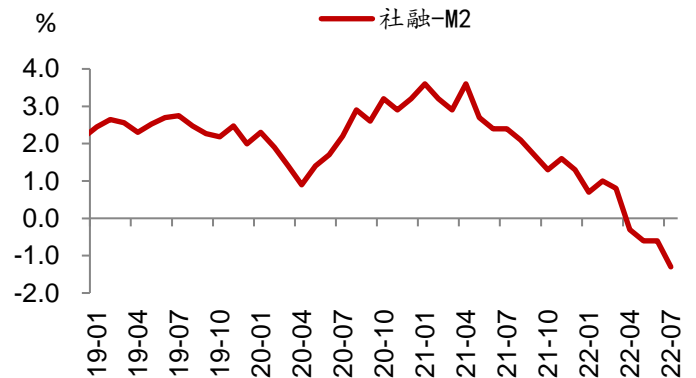
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 居民和企业存款同比大幅少减



资料来源: Wind, 华安证券研究所

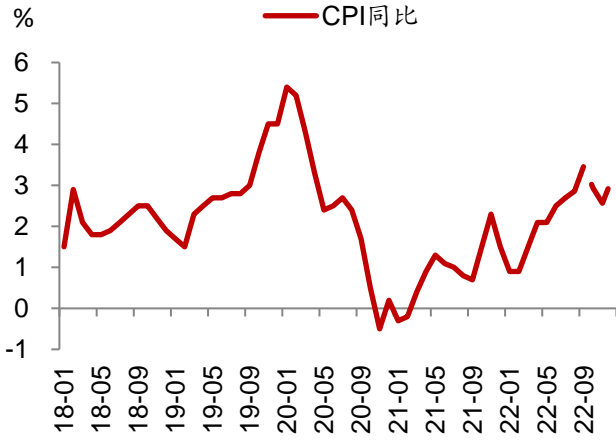
图表 6 社融-M2 持续下行



资料来源: Wind, 华安证券研究所

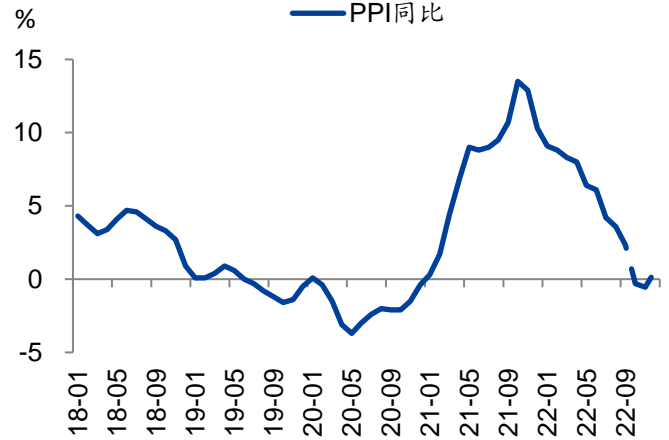


图表7 三季度CPI同比将破3%



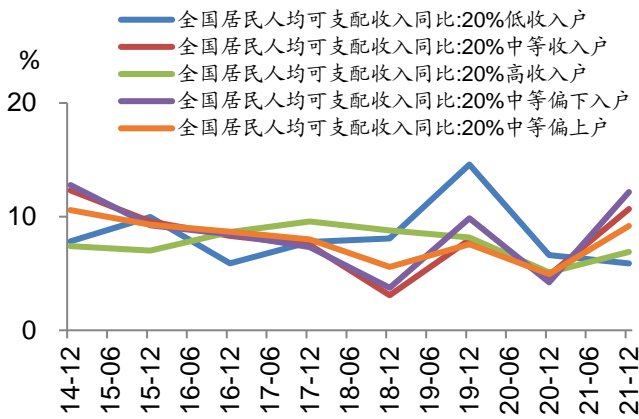
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表8 PPI同比将延续回落



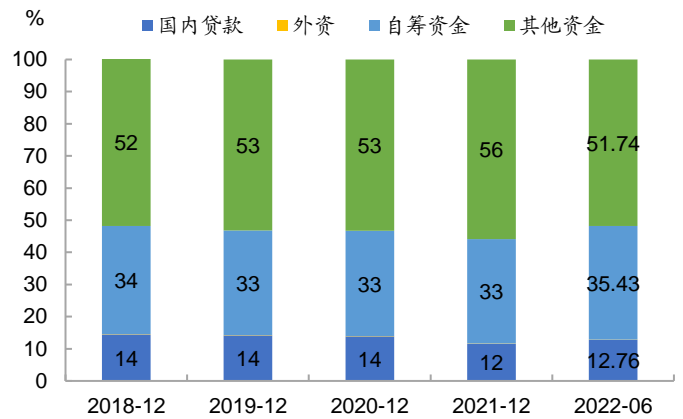
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表9 贫富差距拉大, 低收入群体可支配收入增速下降



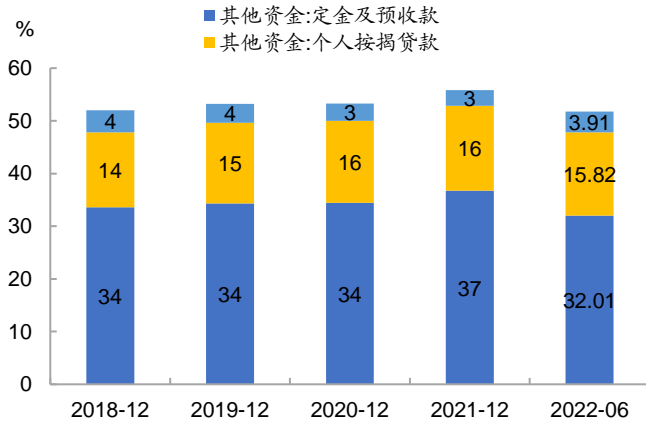
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表10 房地产开发资金来源占比



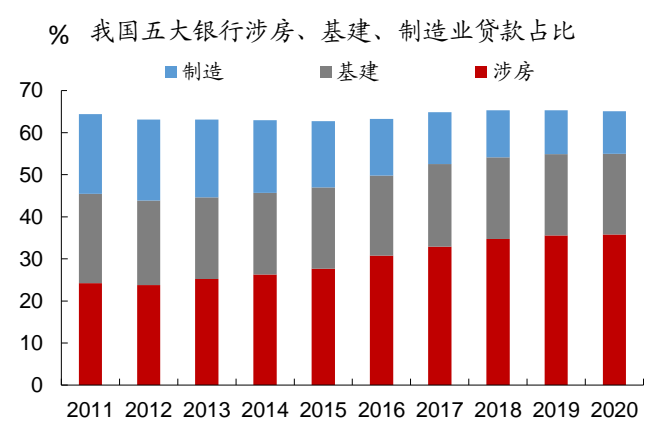
资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表11 其他资金中三类资金来源占比



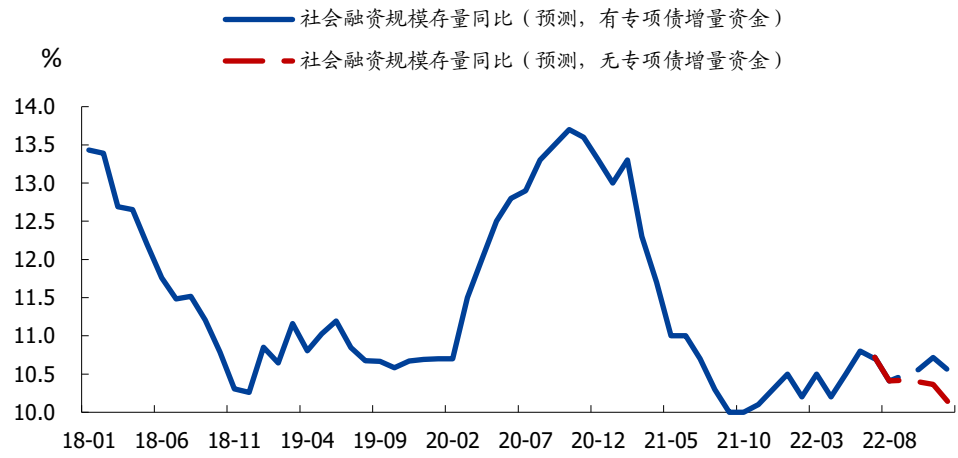
资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表12 涉房、基建、制造业贷款占比测算



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 下半年社融增速预测



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。