

## “宽信用”任重道远

### ——2022 年 7 月金融数据点评

7 月我国新增社融 7,561 亿(预期 1.39 万亿),新增人民币贷款 6,790 亿(预期 1.15 万亿),均显著低于去年同期水平;M2 同比增长 12% (预期 11.6%)。

#### 一、信贷：总量超季节性回落，结构不佳

7 月新增信贷在半年末冲量后超季节性回落，大幅低于市场预期。新增人民币贷款同比少增 4,010 亿，仅票据融资同比多增（1,365 亿），中长期贷款同比大幅少增 3,966 亿，信贷投放总量明显减弱且结构恶化，实体融资需求未见有效改善。

企业投资意愿明显走弱，中长贷疲软。7 月非金融企业贷款新增 2,877 亿，同比少增 1,457 亿，环比少增 1.92 万亿。其中中长贷当月新增 3,459 亿，同比少增 1,478 亿，环比少增 1.1 万亿；短贷减少 3,546 亿，同比多减 969 亿，环比多减 1.05 万亿；表内票据融资增加 3,136 亿，同比多增 1,365 亿，较上月大幅增加，票据冲量明显回升，折射出企业投融资意愿与银行信贷考核压力之间的矛盾。

居民贷款明显少增。7 月新增居民贷款 1,217 亿，同比少增 2,842 亿，已连续 9 个月同比负增长。居民短贷减少 269 亿，同比多减 354 亿，重现负增长，表明疫情反复仍然扰动居民部门消费意愿。受就业、收入增长不确定性及断供事件影响，居民加杠杆购房意愿不足，7 月地产销售再度回落，居民中长贷仅增 1,486 亿，同比少增 2,488 亿，少增幅度再度扩大。

#### 二、社融：大幅回落，不及预期

7 月新增社融超预期滑落，仅增 **7,561** 亿，同比少增 **3,191** 亿，环比大幅少增 **4.42** 万亿，存量同比增速下降 **0.1pct** 至 **10.7%**。信贷大幅回落，企业直融同比少增，政府融资仍是社融主要支撑，但支撑作用大幅趋弱。在经历 5-6 月社融扩张之后，7 月社融在地产风波、疫情反复和高温气候的扰动下再次大幅回落，反映出经济修复动能明显弱化，实体融资需求不足，“宽信用”任重道远。

一是政府融资大幅回落。7 月新增政府债融资 **3,998** 亿，较上月 **1.62** 万亿大幅回落，但由于去年同期基数较低，同比仍小幅多增 **2,178** 亿。考虑到去年发债节奏前低后高，且 7 月政治局会议未明确提出增量发债计划，未来政府债融资下行压力将加大，或对社会融形成明显拖累。

二是非标对社会融的拖累逐步减弱。非标融资当月减少 **3,053** 亿，同比少减 **985** 亿，环比多减 **2,911** 亿。其中，票据冲量使得未贴现银行承兑汇票减少 **2,744** 亿，同比多减 **428** 亿；信托贷款减少 **398** 亿，同比少减 **1,173** 亿；委托贷款增加 **89** 亿，同比多增 **240** 亿。信托和委托贷款有所回暖，合计同比少减 **1,413** 亿，随着资管新规过渡期结束和未来房地产融资政策的放松，预计非标融资压降幅度将继续下行。

三是企业债券融资同比降幅扩大。企业直接融资新增 **2,171** 亿，同比少增 **1,858** 亿，其中企业债券融资新增 **734** 亿，同比少增 **2,357** 亿；企业股权融资新增 **1,437** 亿，同比多增 **499** 亿。

### 三、货币：M2 增速进一步超过社融

7 月 M2 同比增速进一步上行 **0.6pct** 至 **12%**，主要源于财政投放积极背景下居民和企业部门存款同比多增。由于政府债券发行放缓但财政支出进度仍然较快，7 月财政存款增加相对较慢，增长 **4,863** 亿，同比少增 **1,145** 亿。企业存款减少 **1.04** 万亿，同比少减 **2,700** 亿，指向经济

疲弱下企业支出放缓。居民存款减少 3,380 亿，同比明显少减 1.02 万亿，一方面源于疫情反复之下消费场景不足，另一方面不确定性环境下居民购房支出明显回落且倾向于增加预防性储蓄。

M2 增速进一步超过社融，差额大幅走扩 0.7pct 至 1.3pct。由于实体经济有效融资需求疲弱，商业银行“资产荒”格局进一步发酵。M1 同比增速在低基数背景下上升 0.9pct 至 6.7%，M2-M1 增速剪刀差收敛 0.3pct 至 5.3%。

#### 四、债市影响：收益率整体平稳

7 月社融数据发布后，债券收益率整体表现平稳。10 年期国债和国开债活跃券分别成交在 2.73% 和 2.90%，未因社融数据弱于预期而出现明显下行。实际上，7 月以来，收益率已陡峭化下行，8 月初 1 年期到 5 年期国债收益率均下行 20-25BP，10 年期国债从 7 月初下行约 10BP 至 2.73%。

狭义流动性方面，资金面保持宽松且隔夜利率持续下行至 1% 附近的低位。7 月上旬银行间 DR001 利率中枢下行至 1.2% 附近后，于 7 月下旬再度下行 20BP 至 1.0%，并维持该利率水平至今。在历史上隔夜利率触及 1.0% 并维持较长时间的次数并不多，通常在经济下行周期中因特殊事件冲击造成流动性风险的情形下出现。本次下行且利率稳定性得到确认后，市场的谨慎态度逐渐转变，短端收益率先行下行至低位水平，待短端期限利差压缩后，逐渐带动长端缓慢下行。

广义流动性方面，7 月信贷数据整体偏弱，政府债券发行总量显著回落，导致融资需求大幅放缓。在资金供给端央行保持了合理充裕的流动性的情况下，资金需求端的疲弱将会带动利率中枢整体下移。从 7 月 M2 同比增长好于预期也可侧面反映供需不平衡的现象。

前瞻地看，在地产拖累、信贷暂无明显新增长动能的情况下，货币市场和债券市场利率都将在短期内维持低位，收益率曲线或将更加平坦化。

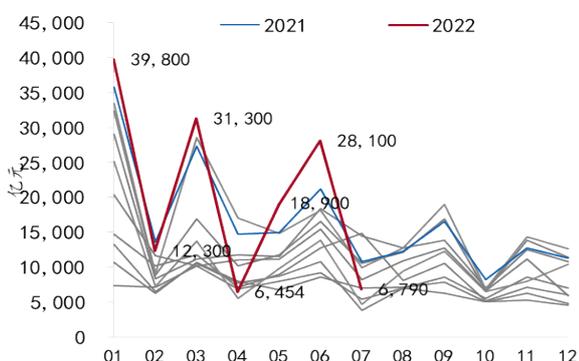
## 五、前瞻：“宽信用”任重道远

总体而言，7 月金融数据进入回落通道并不令人意外，但降幅大超市场预期。居民和企业预期转弱，社融和信贷总量双双走弱，信贷结构不佳，中长贷未能延续 6 月改善趋势，实体经济融资需求未见有效修复。

前瞻地看，“宽信用”仍然是下半年宏观政策的重中之重。目前经济修复动能仍弱，叠加疫情反复扰动和房地产风险隐忧，预计下一阶段货币政策将继续保持“稳中偏松”的主基调，支持社融增长。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 张巧栩)

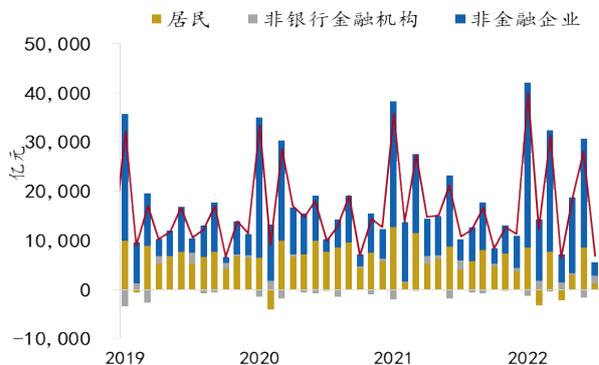
信贷的季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

图3：新增居民贷款构成占比

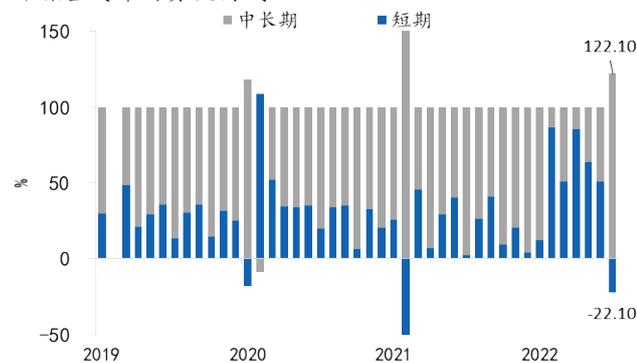
新增人民币贷款及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图4：新增非金融企业贷款构成占比

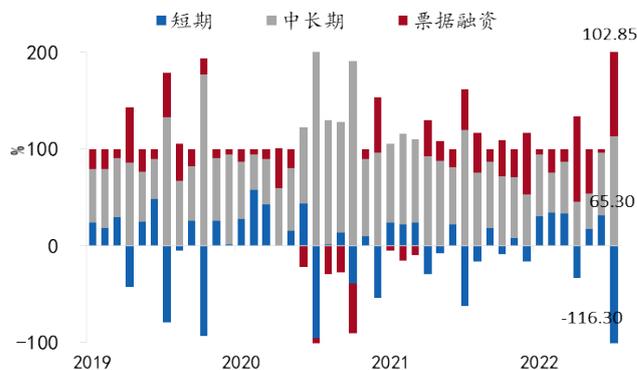
新增居民部门贷款构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图5：7月社融超季节性回落

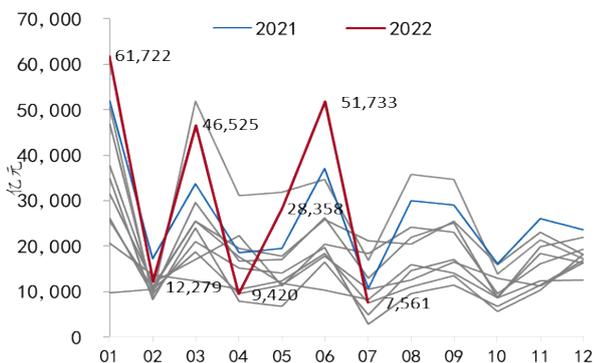
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

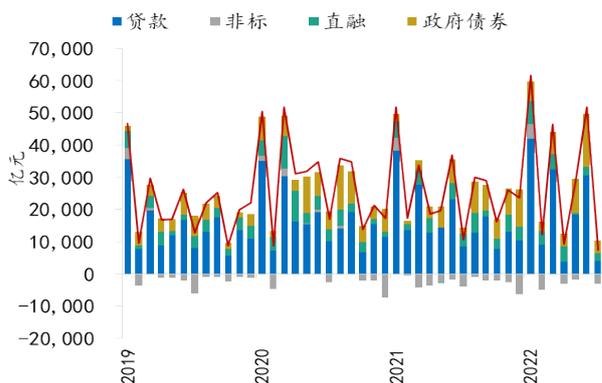
图6：新增社融及构成

新增社融的季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

新增社融及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7: 7 月 M2-M1 剪刀差边际收敛



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 8: 社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源: WIND、招商银行研究院