

7 月金融数据点评

信用修复时间周期拉长

7 月新增社融 7561 亿元，较去年同期少增 3191 亿元，低于市场预期。7 月社融存量同比增长 10.7%，较 6 月下降 0.1 个百分点。本月金融数据低于预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 央行对于通胀的关注度提升，且表示不超发货币，后期货币政策加码空间有限，但在居民端信用迟迟未能修复的情况下，存在通过利率自律机制继续下调 5 年期 LPR 的可能性；2. 另一方面，实体经济恢复仍不稳固，从央行容许资金价格持续偏离政策利率可以看出资金面短期仍将维持宽松，月中 MLF 即使缩量续作对于流动性的干扰也相对有限。

■ 7 月社融低于预期，人民币贷款严重拖累。7 月社融各个分类当中，表内融资同比少增 5362 亿元，表外融资同比少减 985 亿元，直接融资同比少增 1858 亿元，本月表外融资持续压降，但表内融资和直接融资同比均弱于季节性。随着政府债券度过发行高峰期、企业债券融资放缓以及货币政策精准微调，社会融资规模增速上升势头趋缓属于正常现象。弱于季节性的人民币贷款成为了本年度 7 月社融主要拖累项，主要是由于两个因素，一方面大量信贷需求集中于 6 月释放，另一方面基建投资和房地产等资金密集型领域信贷需求开始呈现趋势性转弱。

■ M2-M1 剪刀差收窄，M2-社融增速差走平。7 月 M2 同比增长 12%，较上月上升 0.6 个百分点；M1 同比增长 6.7%，较上月上升 0.9 个百分点；M0 同比增长 13.9%，较上月上升 0.1 个百分点。7 月单位活期存款同比增长 5.54%，较上月上升 0.98 个百分点，准货币同比增长 13.94%，较上月上升 0.44 个百分点。7 月 M2-M1 剪刀差缩窄至 5.3%，但主要原因在于 M1 同比增速上升幅度高于 M2，其中 M1 回升反映出留抵退税下流通资金充裕。M2-社融存量同比增速差走阔至 1.3%，说明储蓄意愿仍高于投资意愿。

■ 贷款整体走弱。7 月新增贷款 6790 亿元，同比少增 4010 亿元，大幅低于预期。其中居民贷增加 1217 亿元，同比少增 2842 亿元，企业贷新增 2877 亿元，同比少增 1457 亿元。7 月新增贷款整体趋弱，一方面大量贷款需求集中于 6 月底释放，7 月呈现季节性信贷需求不足，另一方面说明内需偏弱的局面没有完全修复，受疫情等因素影响，实体经济内生性融资需求仍然不足。企业端方面，企业新增中长贷、短贷均低于季节性水平，其中短贷同比多减 969 亿元，主要是由于一季度大量企业短贷逐渐到期，票据同比多增 1365 亿元，7 月再度出现了月末票据冲量的现象，进一步验证了本年度信用修复的时间周期相对较长的局面。居民端方面，居民户新增中长贷、短贷分别为 1486 亿元、-269 亿元，其中中长贷增长乏力仍是拖累信贷整体水平的主要因素，结合 2 月以来居民户中长贷水平来看，新增贷款减少和提前还款增加的问题仍然严重。目前来看，居民端信用修复还需政策进一步发力。

■ 居民企业存款同比少减。7 月新增人民币存款 447 亿元，同比多增 11747 亿元，其中居民存款减少 3380 亿元，同比少减 10220 亿元，企业存款减少 1.04 万亿元，同比少减 2700 亿元，财政存款增加 4863 亿元，同比少增 1145 亿元。其中财政存款少增或反映出财政支出加快。

■ 风险提示：国内通胀超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《央行二季度货币政策执行报告点评：综合客观看待结构性通胀影响》20220810

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：7月新增社融7561亿元，较去年同期少增3191亿元，较6月少增4.4万亿元，低于市场预期。7月社融存量同比增长10.7%，较6月下降0.1个百分点。

7月社融低于预期，人民币贷款严重拖累。7月社融各个分类当中，表内融资同比少增5362亿元，表外融资同比少减985亿元，直接融资同比少增1858亿元，本月表外融资持续压降，但表内融资和直接融资同比均弱于季节性。7月社融主要由信贷和政府债券支撑，其中政府债同比多增2178亿元，高于季节同期水平，但人民币贷款少增4304亿元，大幅低于预期，同时企业债券融资同比少增2357亿元，同样低于预期。

随着政府债券度过发行高峰期、企业债券融资放缓以及货币政策精准微调，社会融资规模增速上升势头趋缓属于正常现象。7月是季节性的信贷小月，而弱于季节性的人民币贷款成为了本年度7月社融主要拖累项，主要是由于两个因素，一方面大量信贷需求集中于6月释放，另一方面基建投资和房地产等资金密集型领域信贷需求开始呈现趋势性转弱。

图表1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	7,561	4,088	(1,137)	89	(398)	(2,744)	734	1,437	3,998
环比	(44,172)	(26,452)	(846)	469	430	(3,810)	(1,449)	848	(12,218)
同比	(3,191)	(4,303)	(1,059)	240	1173	(428)	(2,357)	499	2,178

资料来源：万得，中银证券

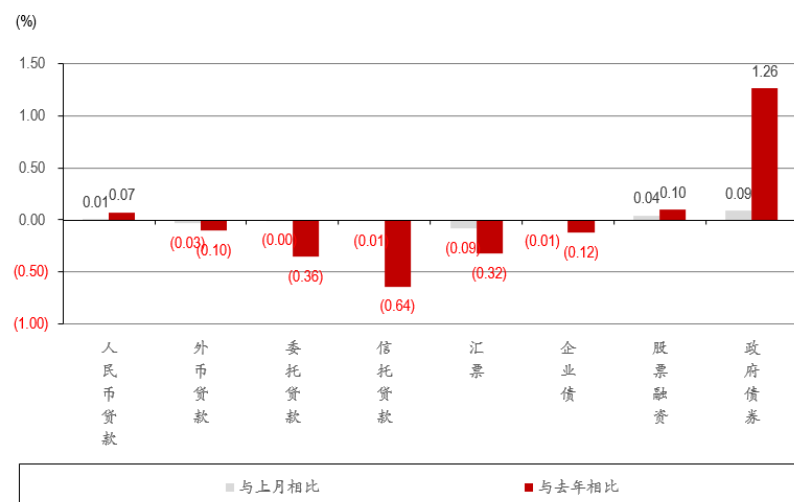
图表2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	2951	(3,053)	2,171	5,492
环比	(27,298)	(2,911)	(601)	(13,362)
同比	(5,362)	985	(1,858)	3,044

资料来源：万得，中银证券

政府仍为加杠杆主力。从社融存量结构来看，2022年7月与上月相比，人民币贷款占比上升0.01%，政府债券占比上升0.09%，股票融资占比上升0.04%。政府债券受今年财政前置影响上升较高达1.26%，在7月社融整体低于预期、内需疲弱的情况下，政府仍为加杠杆主力。同比来看，表外融资压降力度仍然较为显著。

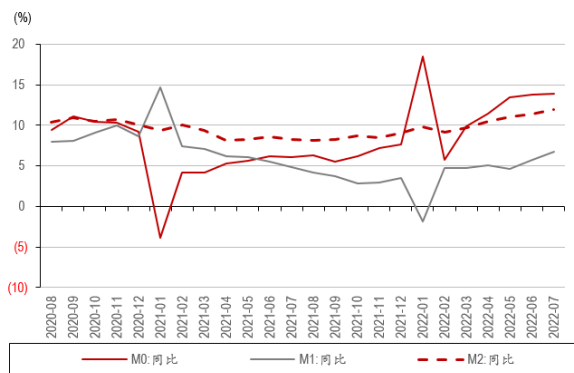
图表3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

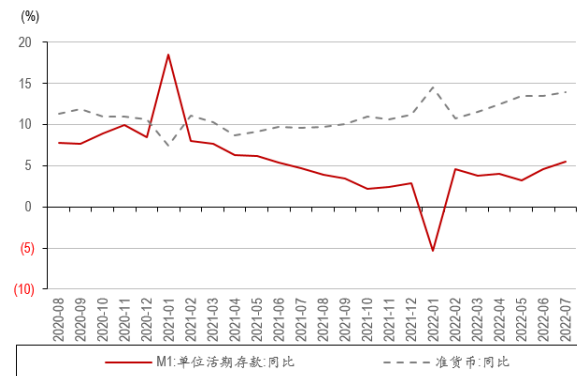
M2-M1 剪刀差收窄，M2-社融增速差走平。7月M2同比增长12%，较上月上升0.6个百分点；M1同比增长6.7%，较上月上升0.9个百分点；M0同比增长13.9%，较上月上升0.1个百分点。7月单位活期存款同比增长5.54%，较上月上升0.98个百分点，准货币同比增长13.94%，较上月上升0.44个百分点。7月M2-M1剪刀差缩窄至5.3%，但主要原因在于M1同比增速上升幅度高于M2，其中M1回升反映出留抵退税下流通资金充裕。M2-社融存量同比增速差走阔至1.3%，说明储蓄意愿仍高于投资意愿。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

贷款整体走弱。7月新增贷款6790亿元，同比少增4010亿元，大幅低于预期。其中居民贷增加1217亿元，同比少增2842亿元，企业贷新增2877亿元，同比少增1457亿元。7月新增贷款整体趋弱，一方面大量贷款需求集中于6月底释放，7月呈现季节性信贷需求不足，另一方面说明内需偏弱的局面没有完全修复，受疫情等因素影响，实体经济内生性融资需求仍然不足。

企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为3459亿元、-3546亿元、3136亿元，其中中长贷、短贷均低于季节性水平，其中短贷同比多减969亿元，主要是由于一季度大量企业短贷逐渐到期，票据同比多增1365亿元，与2月、4月相似的是，7月再度出现了月末票据冲量的现象，进一步验证了本年度信用修复的时间周期相对较长的局面。居民端方面，居民户新增中长贷、短贷分别为1486亿元、-269亿元，其中中长贷增长乏力仍是拖累信贷整体水平的主要因素，结合2月以来居民中长贷水平看来，新增贷款减少和提前还款增加的问题仍然严重。目前来看，居民端信用修复还需政策进一步发力。

居民企业存款同比少减。7月新增人民币存款447亿元，同比多增11747亿元，其中居民存款减少3380亿元，同比少减10220亿元，企业存款减少1.04万亿元，同比少减2700亿元，财政存款增加4863亿元，同比少增1145亿元。其中财政存款少增或反映出财政支出加快。

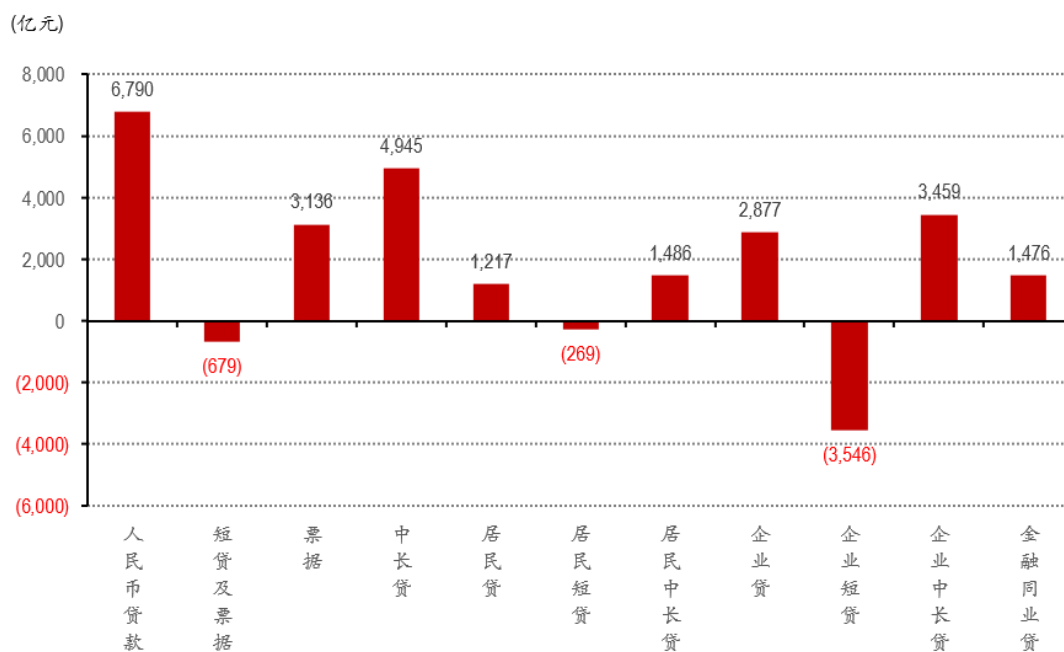
图表 6. 新增存贷款变化（单位：亿元）

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	447	(3,380)	(10,400)	4,863	8,045	1,319
环比	(47,853)	(28,119)	(39,710)	9,230	13,560	(2,814)
同比	11,747	10,220	2,700	(1,145)	(1,531)	1,503
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	6,790	(679)	4,945	1,217	2,877	1,476
环比	(21,310)	(12,663)	(13,719)	(7,265)	(19,239)	3,132
同比	(4,010)	42	(3,966)	(2,842)	(1,457)	(298)

资料来源：万得，中银证券。

总结看来，本月金融数据低于预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 央行对于通胀的关注度提升，且表示不超发货币，后期货币政策加码空间有限，但在居民端信用迟迟未能修复的情况下，存在通过利率自律机制继续下调 5 年期 LPR 的可能性；2. 另一方面，实体经济恢复仍不稳固，从央行容许资金价格持续偏离政策利率可以看出资金面短期仍将维持宽松，月中 MLF 即使缩量续作对于流动性的干扰也相对有限。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内通胀超预期；流动性环境趋紧；国内新冠疫情影响扩大。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45136

