

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

8月12日，央行发布7月金融数据。社融同比10.7%，较前值走低0.1pct，M1和M2同比分别为6.7%和12%，较前值分别走高0.9和0.6pct。

➤ 7月金融数据再度呈现货币社融“跷跷板”异象。

7月新增社融7561亿元，为2017年以来同期最弱需求。2017年以来的7月新增社融均值1.6万亿，本月融资仅约7000亿，融资需求回落幅度可见一斑。

今年以来货币和社融增速呈现“跷跷板”特征。M1和M2增速偏高，然而社融增速偏低。M2同比-社融同比差值达到1.3pct，已是2017年以来最高峰。

历史上也出现过货币和社融跷跷板，典型有如2018年。当然，2018年的宏观经济背景和金融所处状态截然不同于当下。**今年宏观语境下货币和社融跷跷板，描述的场景是政府投资推动金融扩表，然而实体私人部门融资需求孱弱，最终资金淤积金融市场。这一现象在二季度以及7月体现的淋漓尽致。**

二季度以来金融同业利率维持极低水平，DR001甚至阶段性破1%，金融机构配置面临资产荒压力。这些现象交叉论证当前实体融资偏弱事实。

➤ 市场对偏冷的实体融资需求已经给出充分定价。

本月社融同比少增3191亿元，拖累本月社融的主要是表内信贷，人民币信贷同比少增4303亿元，其中居民信贷同比少增2842亿元。居民信贷是本月社融的主要拖累分项。**可见当下私人部门需求疲弱，主要矛盾在地产链。**

7月三十城地产销售同比超季节性下滑，整个7月市场都在定价地产需求收缩。7月小盘成长风格表现相对较优，十年国债利率累计下降约10个bp，螺纹钢等黑色系商品在7月迎来一轮调整，本质上7月股票、债券、商品等大类资产已定价7月国内地产需求疲软事实。

7月社融数据虽然读数偏弱，但在市场预期之内。整个7月资本市场已充分定价实体融资需求偏弱，预计本月社融读数不会给资本市场造成太大冲击。

➤ 消失的融资需求，后续将如何演绎？

今年拖累社融的毫无疑问在地产销售需求。**回顾历史几轮地产周期，房地产销售需求也有几番周期起伏，但没有一轮地产需求压力强如当下。**今年2月和4月，居民中长贷甚至触达净融资负值。

社融指标显示地产销售及居民融资需求正在快速消失。然而另一方面我们看到郑州成立百亿纾困基金，南京、苏州等二线城市放开地产首付比例，各地仍在积极推进地产宽松政策。**目前地产面临的政策复杂度空前，市场对未来地产行业走势分歧较大。我们觉得有两点可以比较明确，对地产的方向可以乐观一些。**

第一，当前地产面临的并非单纯短周期下行压力，还有居民预期受挫。若缺乏有效的总量政策，地方因城施策对地产需求提振作用或有限。

第二，今年以来地产各项读数下滑速度非常快，这一趋势并不能长久持续。以居民信贷为例，2018年以来每年居民信贷稳定在7.5至8万亿元，然而今年1-7月，居民信贷累计融资2.3万亿元，较去年同期少增2.7万亿元。我们很难想象，如此信贷规模收缩趋势持续一年以上会是如何景象。

我们认为当下居民信贷快速收缩，有比较强的地产金融属性在起作用——地产需求，越跌越缩。修复居民预期，修复地产需求过快收缩，或许是未来我们值得期待地产调控方向。

➤ 7月最有压力的两份宏观数据或已过去，我们不必太过悲观

7月经济迎来三个阶段性扰动，地产预期走弱，局部疫情扩散，高温影响。7月制造业PMI因此大幅走弱，7月社融数据也显著弱于历史季节性。

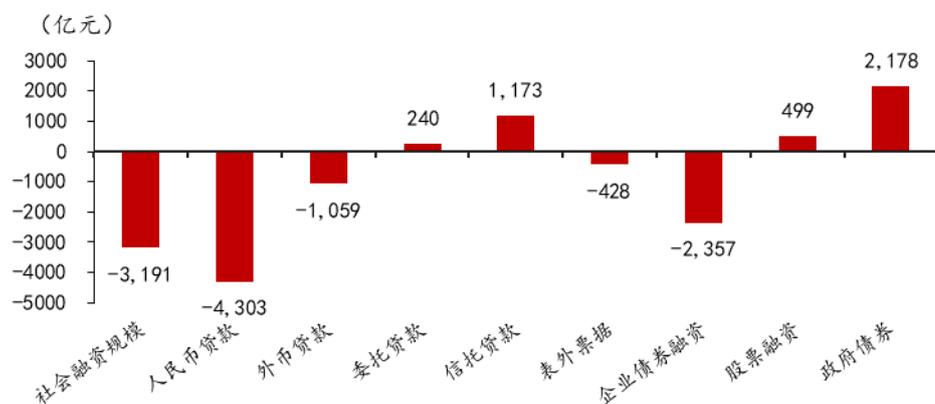
事实上7月底层的经济逻辑并未受到破坏，出口持续高景气，基建投资偏积极。后续政策性银行将会扩表，对年内融资需求和经济动能，我们不必过于悲观。

➤ 风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。

相关研究

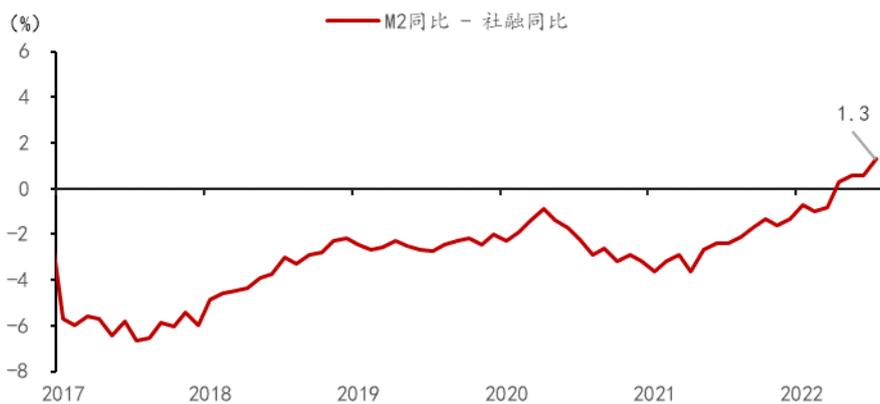
- 1.宏观事件点评：怎样理解央行对通胀的关注？-2022/08/11
- 2.宏观事件点评：7月通胀数据点评-2022/08/10
- 3.宏观专题研究：常识与反常识（二）：能用运价判断出口么？-2022/08/10
- 4.全球大类资产跟踪周报：流动性定价继续内松外紧-2022/08/09
- 5.7月出口数据点评：看空中国出口，再度被证伪-2022/08/07

图1：7月新增融资量同比少增逾3000亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：当前 M2-社融同比触达 2017 年以来的极高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：7月国债利率累计下行约10bp



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：7月螺纹钢价格迎来一轮调整



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从

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_45174

