

2022-08-12  
宏观研究报告

## 疫情反弹及地产回落拖累信用扩张

## ——7月金融数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**信用扩张之路受阻。**7月社融数据未能延续6月的良好势头，新增7561亿元，同比少增3191亿元。回落在预期之内，但回落的幅度超出预期。需求收缩是信用收缩的核心原因。政府部门仍然是加杠杆的主力。虽然7月政府债融资规模增量从1.6万亿下降至3998亿元，但同比仍然多增2178亿元，是社融增量的主要来源。728政治局会议中提到，“支持地方政府用足用好专项债务限额。”下半年理论上可以调用的存量额度为1.5万亿元，这些额度主要集中在北京、上海等较为发达的省市。政治局会议指出“经济大省要勇挑大梁”，意在督促经济发达地区的政府积极作为。不过经济发达地区的地方政府融资渠道丰富，是否有积极性调用存量债额度仍需观察。我们认为下半年政府债对整体社会信用扩张的推动作用将减弱。企业部门和居民部门的信用扩张双双走弱。信贷口径下7月新增人民币贷款为6790亿元，同比少增4010亿元。其中票据融资达到3136亿元，冲量现象仍然严重，反映出实体经济融资需求较弱。居民贷款新增1217亿元，其中短期贷款净减少269亿元，中长期贷款增加1486亿元，但也同比少增2488亿元。居民短期贷款的“净偿还”反映出当前居民消费需求很弱，背后重要的原因是7月疫情反弹阻碍了消费的复苏。居民中长期贷款增量较6月明显下滑，对应的是商品房销售在7月再度出现回落。房地产市场不景气是今年拖累居民部门信用扩张的主要原因。企业短期贷款净减少3546亿元；中长期贷款增加3459亿元，同比少增1478亿元。我们认为企业中长期贷款走弱有两个原因，一是7月政府债融资回落，相应的对基建类企业融资的促进作用也大幅下降；二是疫情反复爆发严重影响了企业为未来的预期，也因此降低了长期投资的意愿，削弱了贷款需求。综合来看，疫情反弹和地产回落是7月信用扩张放缓的主要原因。非银贷款再度走高，达到1476亿元。这反映出在流动性极度充裕而实体经济贷款需求不足的背景下，资金“脱实向虚”的迹象较为明显。

**货币供给十分充足。**7月M2同比增长12%，这是2016年4月以来的最高值。在2016年中国开始实施“去杠杆”的战略之后，M2增速就出现了系统性下移，中间虽有放松但从未达到如此高度。可以看出当前国内的流动性实际上是非常充裕的，甚至有些“过度”充裕。所以当前中国信用扩张的阻力并不在于货币政策。M1与M2增速差继续提

升，可能是政府主导的支出带动了资金的流通。

**“水”已经足够，核心在于加“面”。**当前央行的货币供给已经十分充足，M2增速达到6年来最高，票据利率7月末再度逼近“零利率”。各种数据表明资金市场上并不缺乏流动性，央行已经“尽力”了。但实体经济需求仍低，这是由于疫情阻碍了经济复苏，以及房地产市场持续低迷。这两个问题都不是央行继续放水能有效解决的。减轻疫情的影响需要更科学的防控手段以及疫苗和药物的研制，提振房地产市场可以放松一线城市的调控政策并有效解决房企的困境。“水”已经足够，“面”严重不足。央行二季度货币政策报告中表示重视通胀问题，强调“不超发货币”，这是央行主观态度上的边际变化。我们认为下个阶段政策的重心不再是“放水”，而是综合运用各种手段提振实体经济的需求，来促进信用有效扩张。

**风险提示：**国内疫情反弹。

## 目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 1. 数据 .....               | 5 |
| 2. 信用扩张之路受阻 .....         | 5 |
| 3. 货币供给十分充足 .....         | 7 |
| 4. “水”已经足够，核心在于加“面” ..... | 7 |

## 图表目录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 图表 1: 新增社融大幅回落.....          | 5 |
| 图表 2: 政府加杠杆是当前信用扩张的主要来源..... | 6 |
| 图表 3: 企业部门和居民部门信用扩张减弱.....   | 7 |
| 图表 4: 非银贷款再度走高.....          | 7 |
| 图表 5: 货币供给十分充足.....          | 7 |
| 图表 6: M1 与 M2 之差继续回升.....    | 7 |

## 1. 数据

7月社会融资规模新增 7561 亿元，市场预期（Wind，下同）1.39 万亿元，前值 5.17 万亿元。

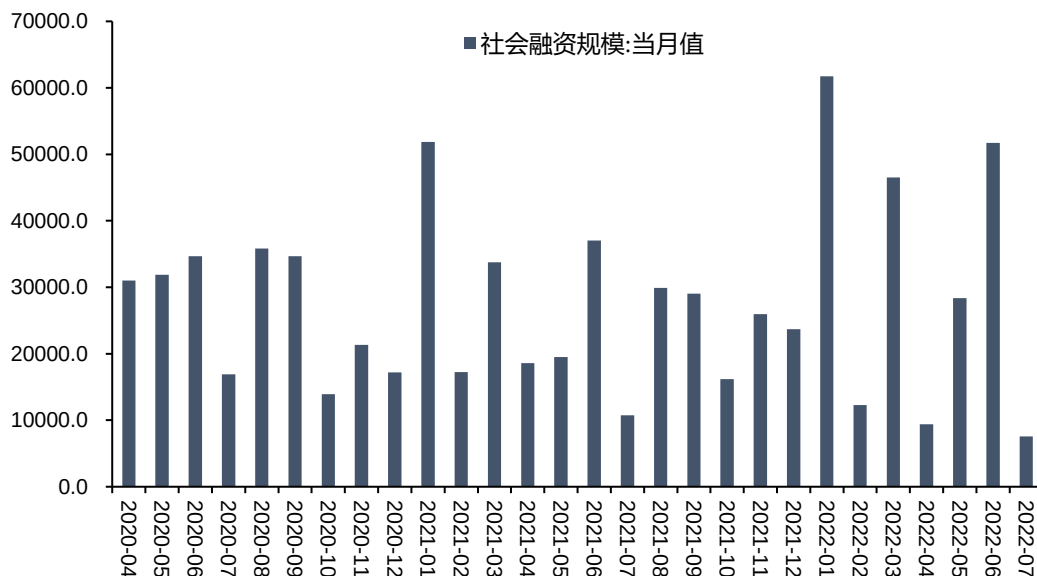
7月人民币贷款新增 6790 亿元，市场预期 1.15 万亿元，前值 2.81 万亿元。

7月 M2 同比增长 12%，市场预期 11.6%，前值 11.4%。

## 2. 信用扩张之路受阻

7月社融数据未能延续6月的良好势头，新增 7561 亿元，同比少增 3191 亿元。回落在预期之内，但回落的幅度超出预期。**需求收缩是信用收缩的核心原因。**

图表 1：新增社融大幅回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**政府部门仍然是加杠杆的主力。**虽然7月政府债融资规模增量从1.6万亿下降至3998亿元，但同比仍然多增2178亿元，是社融增量的主要来源。由于6月份在财政部的要求之下，地方政府大量发行专项债，所以7月政府债发行量下滑是必然的。728政治局会议中提到，“支持地方政府用足用好专项债务限额。”下半年理论上可以调用的存量额度为1.5万亿元，这些额度主要集中在北京、上海等较为发达的省市。政治局会议指出“经济大省要勇挑大梁”，意在督促经济发达地区的地方政府积极作为。不过经济发达地区的地方政府融资渠道丰富，是否有积极性调用存量债额度仍需观察。**我们认为下半年政府债对整体社会信用扩张的推动作用将减弱。**

图表 2：政府加杠杆是当前信用扩张的主要来源



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

企业部门和居民部门的信用扩张双双走弱。信贷口径下7月新增人民币贷款为6790亿元，同比少增4010亿元。其中票据融资达到3136亿元，冲量现象仍然严重，反映出实体经济融资需求较弱。居民贷款新增1217亿元，其中短期贷款净减少269亿元，中长期贷款增加1486亿元，但也同比少增2488亿元。居民短期贷款的“净偿还”反映出当前居民消费需求很弱，背后重要的原因是7月疫情反弹阻碍了消费的复苏。居民中长期贷款增量较6月明显下滑，对应的是商品房销售在7月再度出现回落。房地产市场不景气是今年拖累居民部门信用扩张的主要原因。企业短期贷款净减少3546亿元；中长期贷款增加3459亿元，同比少增1478亿元。我们认为企业中长期贷款走弱有两个原因，一是7月政府债融资回落，相应的对基建类企业融资的促进作用也大幅下降；二是疫情反复爆发严重影响了企业为未来的预期，也因此降低了长期投资的意愿，削弱了贷款需求。综合来看，疫情反弹和地产回落是7月信用扩张放缓的主要原因。

非银贷款再度走高，达到1476亿元。这反映出在流动性极度充裕而实体经济贷款需求不足的背景下，资金“脱实向虚”的迹象较为明显。

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\\_45176](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45176)

