

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; 特别是居民中长期贷和企业中长期贷分别同比少增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+企业中长期贷)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当月支撑, 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仍将有限——Q2央行货币政策报告点评》中曾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，与房贷利率差降低（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

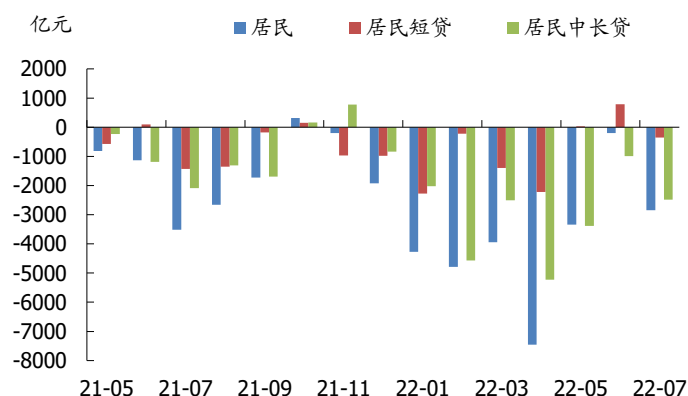
实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 贷款增速有所下降



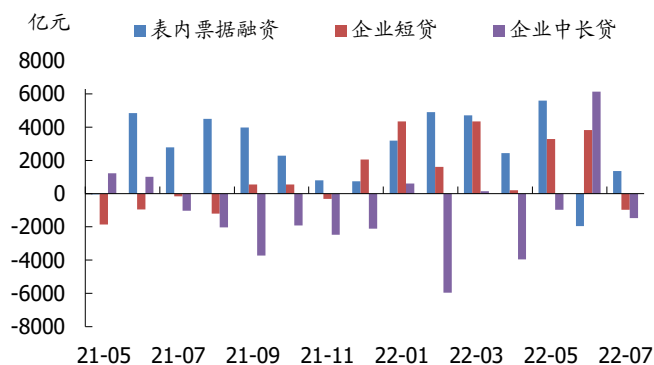
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 居民中长期贷款同比少增



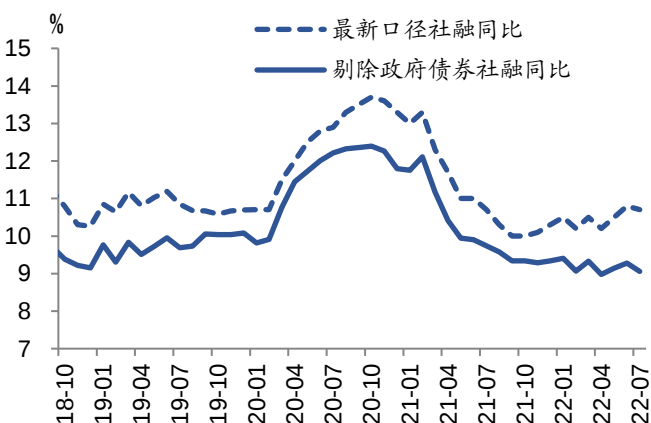
资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 图中数据为同比多增量

图表 3 企业贷款靠票据冲量



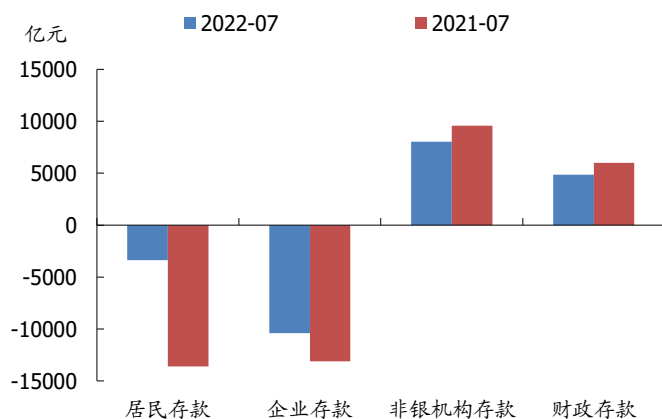
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 社融存量增速有所下降



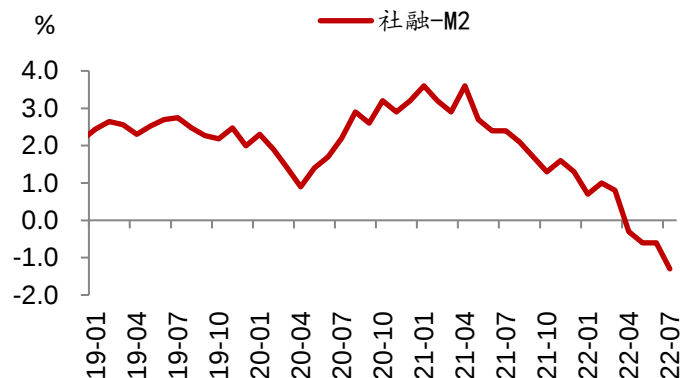
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 居民和企业存款同比大幅少减



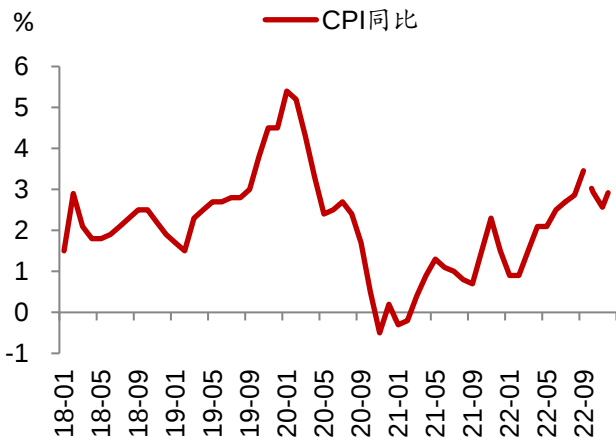
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 社融-M2 持续下行



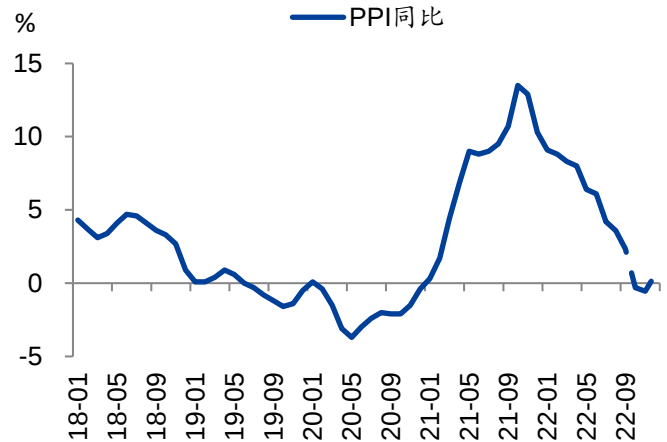
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 三季度 CPI 同比将破 3%



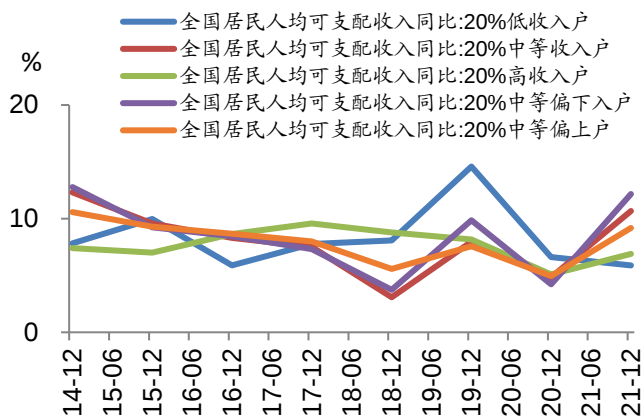
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表 8 PPI 同比将延续回落



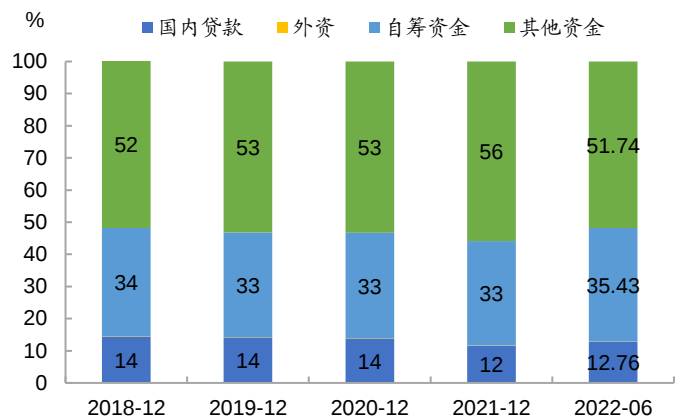
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

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



图表 12 涉房、基建、制造业贷款占比测算

% 我国五大银行涉房、基建、制造业贷款占比

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_45243

