



宏观研究

【粤开宏观】经济二次探底与信贷社融大起大落的原因：7 月经济金融数据解读

2022 年 08 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】以 ESG 理念引领全国电力市场体系建设》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 助力中国经济高质量发展》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资理念的内涵、演进历程及发展建议》2022-08-11

《政策助推 ESG 发展：碳税篇》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资系列之一：A 股 ESG 评分概况》2022-08-11

摘要

7 月经济数据和信贷社融数据均超预期回落，加重了市场对经济恢复力度和动能的担忧。

7 月经济金融形势反映出经济二次探底，恢复进程受阻，主要源于两个原因：一是信心和预期低迷，微观主体行为呈现收缩化趋势，导致消费、企业投资增速下行；二是房地产风险引发了房地产销售、投资以及地产相关消费的持续下行。基建投资和出口是 7 月仅有的亮点，但不足以完全对冲下行压力。

一、如何理解 7 月经济增速放缓？

1、居民消费仍较低迷，商品消费增速回落，餐饮收入依然负增长。一是前期消费刺激政策效果边际减弱，6 月实施汽车购置税减半及商家促销，使得汽车销售同比增长 13.9%，但也提前透支了部分市场需求，7 月同比回落至 9.7%。二是房地产销售低迷拖累地产后周期消费，家具、建筑装潢材料零售额同比分别下降 6.3%和 7.8%。三是疫情反弹抑制了暑期旅游消费的恢复，餐饮收入同比下降 1.5%，需求低迷也反映在价格上，CPI 中旅游价格环比仅上涨 3.5%，大幅低于往年同期 7.5%以上的增速。

2、企业投资意愿不足，新增中长期贷款同比少增，制造业投资增速下滑，1-7 月累计同比 9.9%，较上月下降 0.5 个百分点。但是，在汽车生产恢复以及出口需求的带动下，汽车制造业投资加快，累计同比 9.9%，较上月回升 1.0 个百分点。

3、烂尾楼引发的“断供风波”冲击居民和金融机构信心，导致房地产销售、投资增速进一步下滑。6 月下旬房地产销售本已基本恢复至往年同期水平，7 月却再度回落，商品房销售面积和房地产投资同比分别下降 28.9%和 12.3%，降幅较上月扩大 10.6 和 2.9 个百分点。

4、基建投资和出口继续超预期上涨，后续对经济的支撑力度或逐步减弱。基建投资和出口同比分别增长 9.6%和 18.0%，较上月加快 0.3 和 0.1 个百分点，源于财政发力与外需拉动。但考虑到后续财政政策空间收窄、全球经济放缓导致外需回落，未来经济稳增长需要寻找新的支撑点。

二、如何理解信贷社融数据的大起大落？

今年信贷社融数据大幅波动，呈现出 1、3、6 月超预期增加，2、4、7 月超预期回落的规律，引发市场情绪的来回摇摆。主要受两股力量共同作用，财政货币政策推动信贷社融增长，实体需求低迷带动信贷社融回落。

1、银行信贷本身就具有年初和季末冲高、季初回落的特征。1 月银行信贷额度充足、项目储备丰富、早放贷早收益，通常能取得“开门红”；3、6、9 月则是季度末，为满足监管要求，会通过短缺贷款或票据融资来进行冲量。相



应地，随后的 2、4、7、10 月由于贷款项目不足、短期贷款到期等原因，新增贷款规模出现回落。

2、“宽信用”政策强化了银行信贷季末冲量的行为模式。在当前经济下行压力较大的背景下，为了稳增长稳就业，央行持续推动流动性从“宽货币”转向“宽信用”，银行考核压力增大，贷款冲量的特征更加明显，使得 1、3、6 月出现超预期增长。

3、财政政策靠前发力，政府债券发行节奏与银行放贷共振。今年财政政策靠前发力，要求新增专项债在 6 月底前基本发行完毕。而今年政府债券的发行节奏，高峰是 1、3、5、6 月，低谷是 2、4、7 月，恰好与银行放贷节奏同步，叠加之下，进一步扩大了新增社融的波动。

4、实体信贷需求低迷，导致银行信贷在季末冲量后快速回落。若居民和企业信贷需求较旺，那么银行不必为了满足监管要求而在季末冲量，季初的贷款也能有一定支撑，各月间的新增贷款会相对平滑；与此同时，短期贷款和中长期贷款的结构也将更加合理。但由于当前微观主体信心不足，信贷需求较弱，银行季末冲量过度投资，导致季初超预期回落。

因此应综合考虑各月的信贷社融数据，不易过度解读单月的起落；而且可以预见的是，9 月和 10 月金融数据或再度超预期上升与回落。

风险提示：疫情反弹超预期、信贷需求不及预期、房地产风险超预期



目 录

一、如何理解 7 月经济增速放缓？	4
二、如何理解信贷社融数据的大起大落？	6

图表目录

图表 1： 7 月经济增速再度放缓	4
图表 2： 7 月社零消费增速小幅回落	4
图表 3： 制造业投资增速持续下滑	5
图表 4： 7 月以来 30 城商品房销售大幅回落	5
图表 5： 7 月出口继续超预期高增	6
图表 6： 今年新增社融 1、3、6 月比往年更高，4、7 月比往年更低	6
图表 7： 银行信贷投放存在季节性波动特征	7
图表 8： 银行通过短期贷款和票据融资进行冲量	7
图表 9： 今年政府债券的发行节奏	8
图表 10： 7 月居民和企业新增中长期贷款同比少增，票据融资同比多增	8



一、如何理解 7 月经济增速放缓？

7 月经济二次探底，恢复进程受阻，主要源于两个原因：一是信心和预期低迷，微观主体行为呈现收缩化趋势，导致消费、企业投资增速下行；二是房地产风险引发了房地产销售、投资以及地产相关消费的持续下行。基建投资和出口是 7 月仅有的亮点，但不足以完全对冲下行压力。

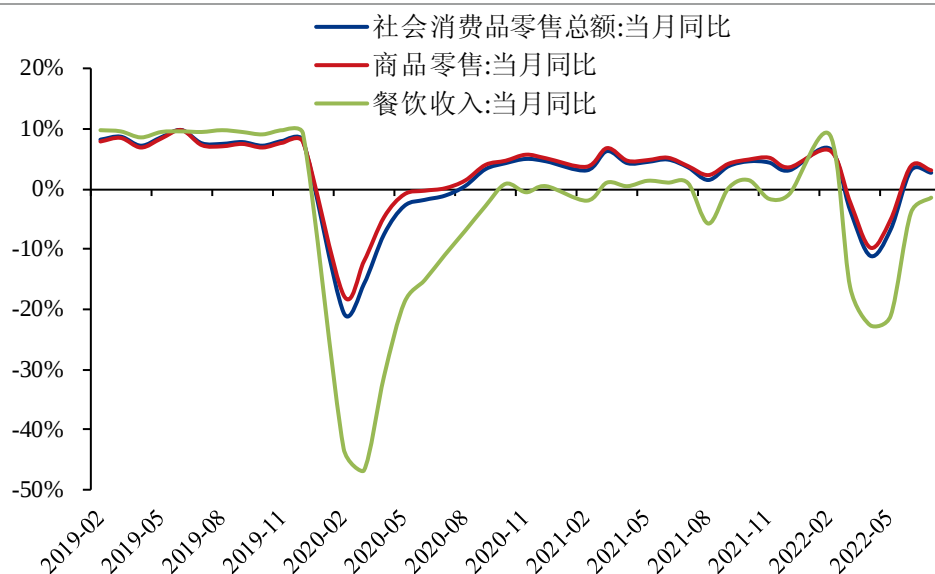
图表1：7 月经济增速再度放缓

类别	指标	4 月	5 月	6 月	7 月
生产（当月同比）	工业增加值	-2.9	0.7	3.9	3.8
	服务业生产指数	-6.1	-5.1	1.3	0.6
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	-11.1	-6.7	3.1	2.7
	商品零售	-9.7	-5.0	3.9	3.2
	餐饮收入	-22.7	-21.1	-4.0	-1.5
投资（累计同比）	固定资产投资	6.8	6.2	6.1	5.7
	房地产投资	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4
	制造业投资	12.2	10.6	10.4	9.9
	基建投资	8.3	8.2	9.3	9.6
出口（当月同比）	出口	3.7	16.7	17.9	18.0
房地产（当月同比）	房地产投资	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3
	商品房销售面积	-39.0	-31.8	-18.3	-28.9
	商品房销售额	-46.6	-37.7	-20.8	-28.2

资料来源：Wind、粤开证券研究院

第一，居民消费仍较低迷，商品消费增速回落，餐饮收入依然负增长。一是前期消费刺激政策效果边际减弱，6 月实施汽车购置税减半及商家促销，使得汽车销售同比增长 13.9%，但也提前透支了部分市场需求，7 月同比回落至 9.7%。**二是房地产销售低迷拖累地产后周期消费**，家具、建筑装潢材料零售额同比分别下降 6.3%和 7.8%。**三是疫情反弹抑制了暑期旅游消费的恢复**，餐饮收入同比下降 1.5%，需求低迷也反映在价格上，CPI 中旅游价格环比仅上涨 3.5%，大幅低于往年同期 7.5%以上的增速。

图表2：7 月社零消费增速小幅回落

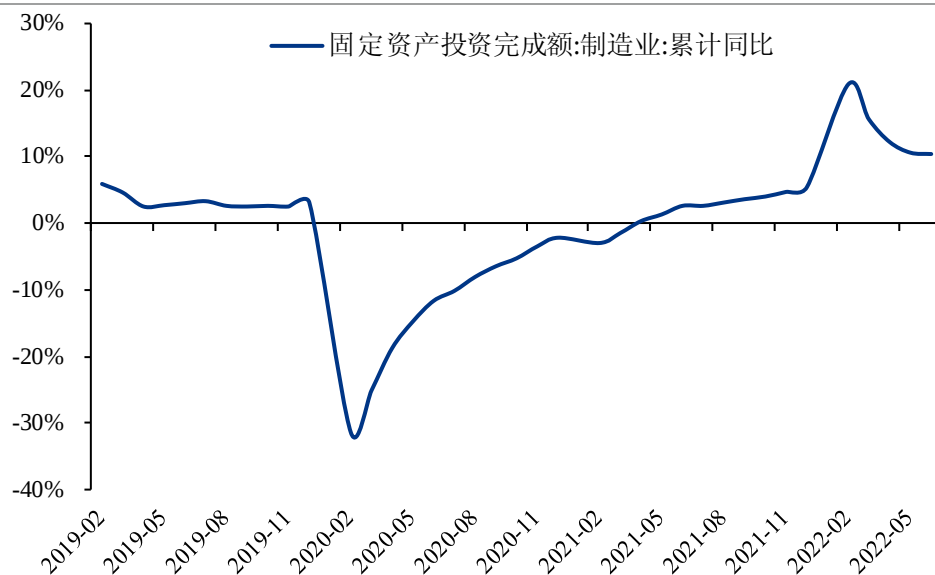


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第二，企业投资意愿不足，新增中长期贷款同比少增，制造业投资增速下滑，1-7月累计同比 9.9%，较上月下降 0.5 个百分点。但是，在汽车生产恢复以及出口需求的带动下，汽车制造业投资加快，累计同比 9.9%，较上月回升 1.0 个百分点。

图表3：制造业投资增速持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，烂尾楼引发的“断供风波”冲击居民和金融机构信心，导致房地产销售、投资增速进一步下滑。6月下旬房地产销售已基本恢复至往年同期水平，7月却再度回落，商品房销售面积和房地产投资同比分别下降 28.9%和 12.3%，降幅较上月扩大 10.6 和 2.9 个百分点。

图表4：7月以来30城商品房销售大幅回落

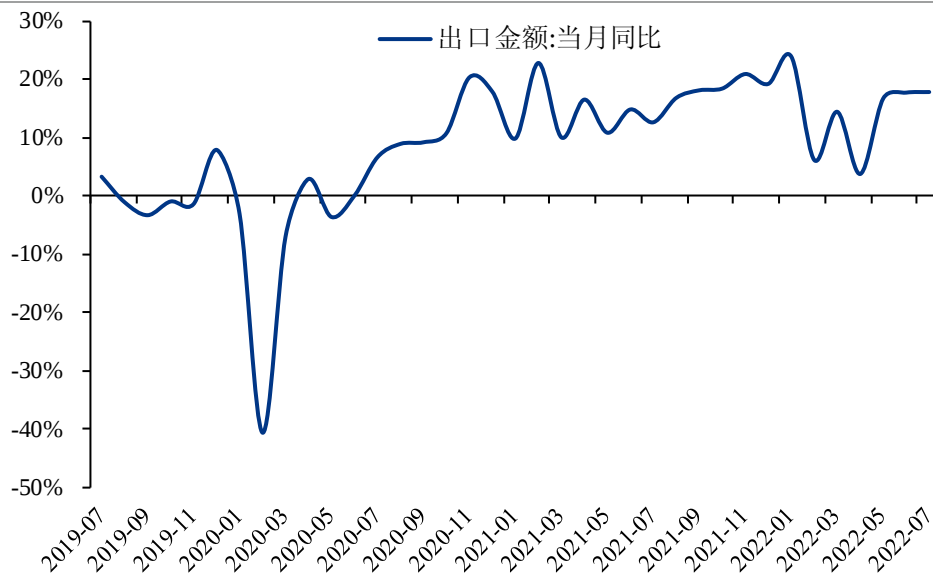


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第四，基建投资和出口继续超预期上涨，后续对经济的支撑力度或逐步减弱。基建投资和出口同比分别增长 9.6% 和 18.0%，较上月加快 0.3 和 0.1 个百分点，源于财政发力与外需拉动。但考虑到后续财政政策空间收窄、全球经济放缓导致外需回落，未来经济稳增长需要寻找新的支撑点。

图表5：7月出口继续超预期高增

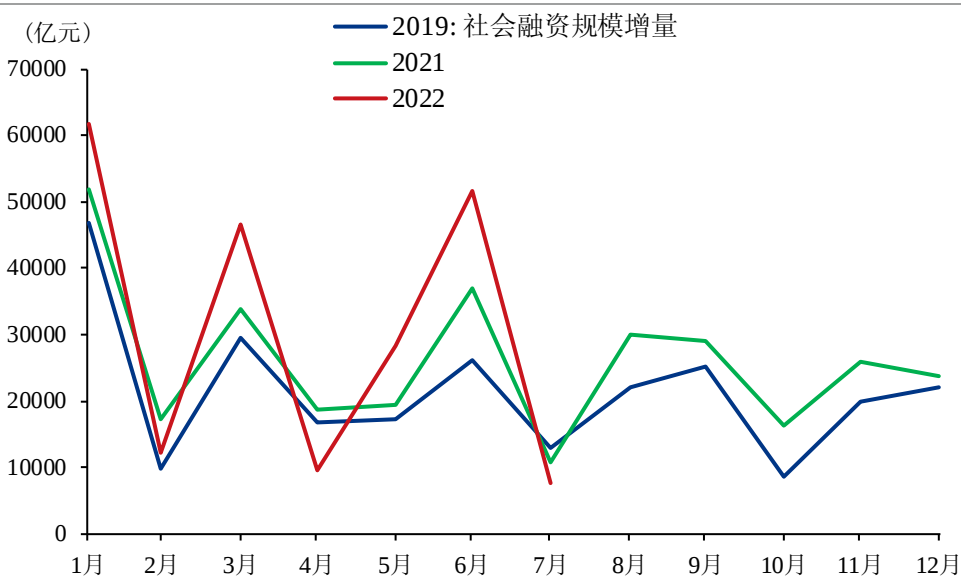


资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、如何理解信贷社融数据的大起大落？

今年信贷社融数据大幅波动，呈现出 1、3、6 月超预期增加，2、4、7 月超预期回落的规律，引发市场情绪的来回摇摆。主要受两股力量共同作用，财政货币政策推动信贷社融增长，实体需求低迷带动信贷社融回落。

图表6：今年新增社融 1、3、6 月比往年更高，4、7 月比往年更低

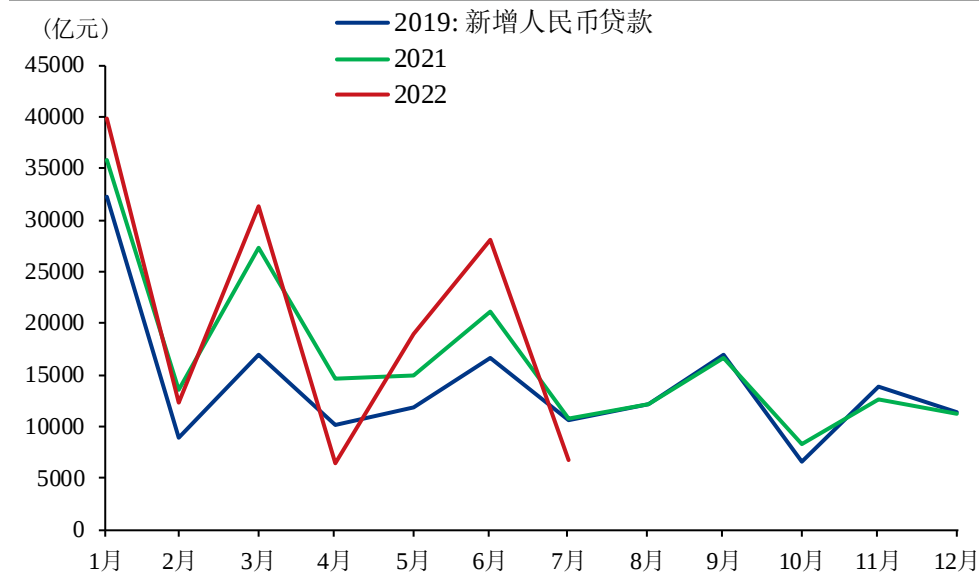


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第一，银行信贷本身就具有年初和季末冲高、季初回落的特征。1月银行信贷额度充足、项目储备丰富、早放贷早收益，通常能取得“开门红”；3、6、9月则是季度末，为满足监管要求，会通过短缺贷款或票据融资来进行冲量。相应地，随后的2、4、7、10月由于贷款项目不足、短期贷款到期等原因，新增贷款规模出现回落。

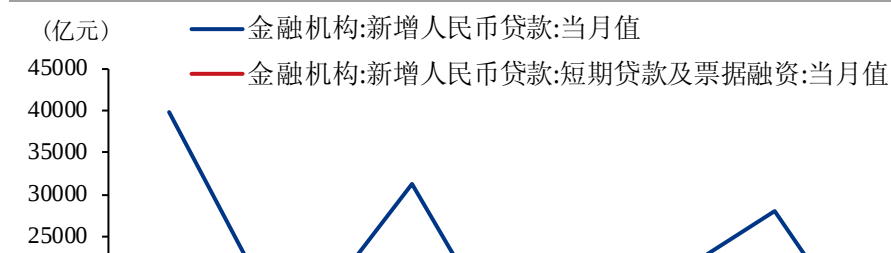
图表7：银行信贷投放存在季节性波动特征



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，“宽信用”政策强化了银行信贷季末冲量的行为模式。在当前经济下行压力较大的背景下，为了稳增长稳就业，央行持续推动流动性从“宽货币”转向“宽信用”，银行考核压力增大，贷款冲量的特征更加明显，使得1、3、6月出现超预期增长。

图表8：银行通过短期贷款和票据融资进行冲量



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_45255

