宏观专题研究

报告日期：2022 年 08 月 12 日

7 月金融数据：M2 与社融再现背离

核心观点

2022 年 7 月信贷、社融大幅低于预期，我们认为主要受 6 月信贷放量的透支及地产风险事件拖累。与之相反，M2 增速继续大幅上行达 12%，创 2016 年 4 月以来新高，在信贷放量偏弱的情况下，主要受财政发力影响，去年财政后置与今年财政前置构成错位，推升 M2 增速，而这也意味着年内后续 M2 增速大概率将有回落。我们预计年内宽信用基调延续，加强信贷投放的重点依靠“准财政”，此外，由于 7 月按揭贷受到较大冲击，央行存在再次降低 5 年期 LPR 概率。货币端提示关注通胀走势对短端流动性放松程度的影响，若通胀突破目标值而就业稳健，央行首要目标切换，短端流动性宽松程度将有所收敛。

权益市场方面，预计 A 股行情将表现为结构化特征，看好以航空机场、旅游酒店、餐饮、免税为代表的出行消费链。此外，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计 10 年期国债收益利率在 2.7%~2.9%之间震荡。

- **7 月信贷新增 6790 亿元，信贷大幅少增主要受 6 月透支及地产风险事件扰动**

  7 月份人民币贷款增加 6790 亿元，wind 一致预期和我们预期分别为 1.15 万亿和 1 万亿。7 月信贷同比多增 4042 亿元，增速降 0.2 个百分点至 11%。**我们认为 7 月信贷大幅下行主要受 6 月放量的透支及地产风险事件拖累。**我们在 7 月末的预测报告中指出：7 月为信贷小月，且 6 月信贷大幅放量对 7 月或形成一定挤压，使得 7 月数据难以保持 6 月的强劲表现。另一方面，7 月 PMI 仅录得 49%，较前值下行 1.2 个百分点，降至收缩区间，制造业景气水平回落，体现了社会需求有所不足，地产停贷风波对经济产生一定冲击，基本面阶段性转弱也将冲击信贷需求。7 月下旬票据利率大幅下行，临近月末尤其突出，银行再现月末“冲票据”，或体现信贷疲弱。

  结构上看，7 月居民中长期贷款、企业中长期贷款、企业短期贷款、居民短期贷款分别同比少增 2488 亿元、1478 亿元、969 亿元和 354 亿元，地产停贷事件对居民按揭贷冲击最大，此外，近期按揭贷提前还款频发，也拖累了按揭贷净增；停贷事件也扰动了开发贷及地产上下游产业链企业资本开支，但基建贷款对企业端信贷形成了一定对冲。表内票据融资高企与我们预测一致，来自银行月末冲票据。

  7 月企业中长期贷款当月增量占总信贷和企业信贷比重分别 50.9%和 120.2%，前值为 51.6%和 65.6%，较 5 月的 29.4%和 36.3%明显改善，信贷结构保持稳健，**且我们坚持此前判断，随着下半年经济企稳、实体信贷需求恢复，信贷结构将保持改善特征，优于去年下半年及今年上半年。**从投向看，除基建领域外，制造业、绿色、科技等领域均是重要方向。

  7 月非银行业金融机构贷款增加 1476 亿元，是信贷小月的自然季节性表现。

- **7 月社融新增 7561 亿元，同比少增主要来自信贷、企业债券**

  7 月社会融资规模增量为 7561 亿元，wind 一致预期和我们预测值分别为 1.39 万亿和 1.2 万亿，数据大幅低于预期。7 月社融较上年同期少增 3191 亿元，增速下行 0.1 个百分点至 10.7%。

  结构上，社融同比少增来自于：社融口径人民币贷款增加 4088 亿元（同比少增 4303 亿元），明显低于人民币口径贷款的原因一方面来自非银贷款 7 月增加 1476 亿元，另一方面，7 月境外贷款或环比增加 1200 亿左右，拖累社融口径贷款；新增外币贷款减少 1137 亿元（同比少增 1059 亿元），或与近几个月低迷的进口

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

相关报告

1 《CPI 回落助推市场短期继续交易衰退主线——美国 7 月通胀数据传递的信息》 2022.08.11

2 《通胀成为关注重要变量——解读 2022 年二季度货币政策执行报告》 2022.08.10

3 《7 月通胀解读：CPI 向 3%阈值靠近》 2022.08.10

相关。7 月企业债券增加 734 亿元，同比少增 2357 亿元，与信贷走势匹配，体现实体融资需求总体回落及地产风险事件的影响。未贴现票据减少 2744 亿元，同比多减 428 亿元，与经济基本面阶段性回落及贴现量增加相对应。

政府债券、信托贷款、股票融资、委托贷款实现同比正贡献。7 月政府债券增加 3998 亿元，同比多增 2178 亿元；信托贷款减少 398 亿元，同比少减 1173 亿元，2022 年融资类信托监管持续，其净融资规模仍将维持负值，总量继续压降，但同比去年将维持少减；委托贷款增加 89 亿元，同比少减 240 亿元，2018-2019 年是委托贷款压降的主要时间段，随着行业逐步规范化，未来该项数据有望逐步企稳，2022 年全年大概率实现同比少减；7 月股票融资 1437 亿元，同比多增 499 亿元。

- **M2 继续上冲受今年与去年财政发力错位影响**

7 月末，M2 增速继续大幅上行 0.6 个百分点至 12%，达到 2016 年 4 月以来新高，在信贷放量偏弱的情况下，数据上行主要受财政积极发力的影响，央行利润上缴进度靠前发力，直接增强财政可用财力，我们认为去年财政后置与今年财政前置构成错位，推升 M2 增速大幅上行，而这也意味着年内后续 M2 增速或有回落。7 月末 M1 增速较前值继续上行 0.9 个百分点至 6.7%，主要受去年基数回落的影响。7 月末 M0 同比增速较前值继续提高 0.1 个百分点至 13.9%，数据高位或体现疫情对经济的结构性非对称影响，较高的 M0 增速与 2020 年疫情期间及其此后月份的数据表现一致，疫情冲击四五线城市及中小实体部门，实体储蓄意愿下降、持币需求增加，叠加部分农民工返乡也导致现金持有量增多，导致 M0 增速走高。

7 月人民币存款增加 447 亿元，同比多增 1.17 万亿，其中，居民和企业存款分别同比多增 1.02 万亿和 2700 亿元，居民存款同比大幅多增与购房观望情绪直接相关；财政存款同比少增 1145 亿元，延续了 3 月以来同比少增的特征，体现了货币政策和财政政策协调联动，支持助企纾困、稳就业保民生。

- **预计宽信用基调延续，但关注三季度宽货币边际收敛拐点**

7 月底政治局会议继续定调宽信用，我们认为当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，核心仍在宽信用。下半年加强信贷投放的重点依靠“准财政”，此外，**由于 7 月按揭贷受到较大冲击，我们认为密切跟踪地产风险事件处置节奏，央行存在再次降低 5 年期 LPR 概率。对于后续宽信用的数据表现，去年 8 月起政府债券发行加速，基数走高，或对今年 8 月社融增速构成压力，但下半年社融结构中的信贷、未贴现票据及非标项目后续将有同比多增、支撑社融，也密切关注 7 月底政治局会议“支持地方政府用足用好专项债务限额”表述下可能出现的增量专项债发行。**总体看我们维持全年信贷、社融新增规模分别 22 万亿、36.2 万亿的判断，年末增速分别 11.4%、11%，预计 M2 增速年末 9.5%，虽较当前有所回落，但 M2 及社融增速均将略高于名义 GDP 增速，实现基本匹配。

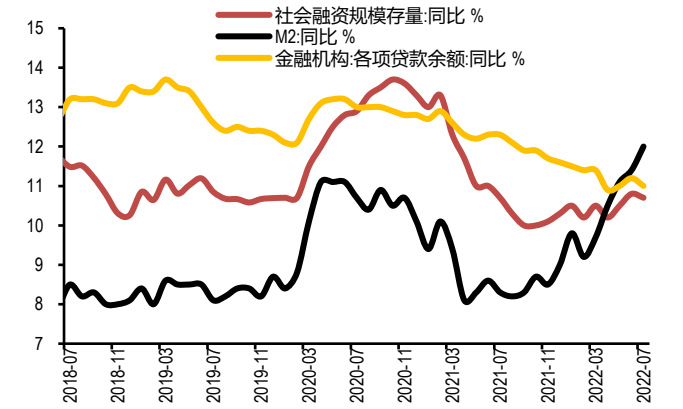
8 月 10 日央行发布二季度货币政策执行报告，重点突出了对通胀的关注，我们认为通胀已开始成为央行关注重要最终目标，这也验证了我们此前持续强调的观点：预计三季度我国 CPI 有上冲突破 3%的风险，稳就业和稳物价的重要性可能面临切换。**因此，我们继续提示关注通胀走势对短端流动性放松程度的影响，若通胀突破目标值而就业稳健，央行首要目标切换，短端流动性宽松程度将有所收敛。**此外，当前市场已有较为明显的加杠杆情绪，8 月，银行间市场单日质押式回购成交量多日突破 7 万亿，或也将引起央行关注。再次强调短端流动性跟踪核心看 DR007，而非 OMO 操作量，流动性跟踪重点“在价不在量”。

对于市场，权益市场方面，预计 A 股行情将表现为结构化特征，看好以航空机场、旅游酒店、餐饮、免税为代表的出行消费链。此外，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计 10 年期国债收益利率在 2.7%~2.9%之间震荡。

- **风险提示**

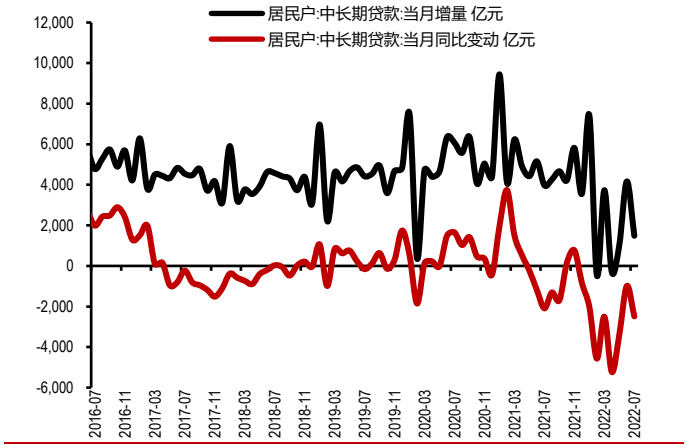
疫情超预期恶化冲击经济增长及就业市场，稳增长保就业压力继续加大，叠加通胀承压，加大货币政策操作难度。

图1：M2、信贷、社融增速



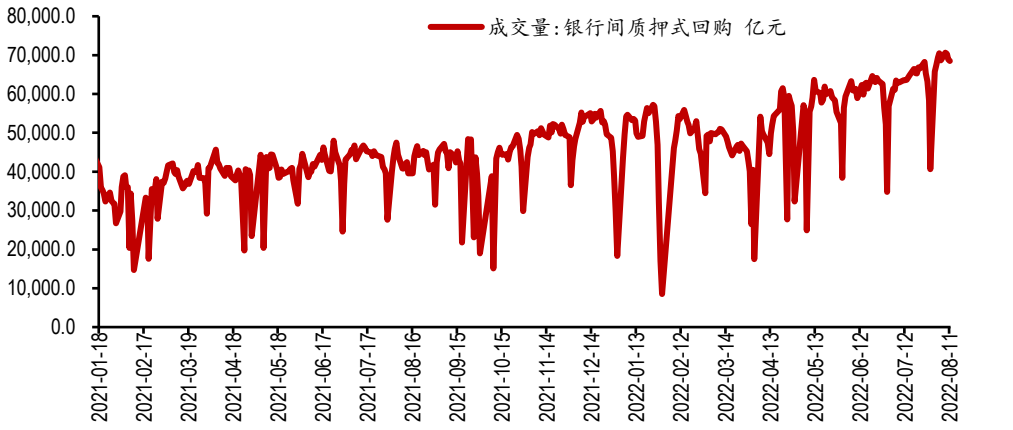
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：居民中长期贷款 7 月受地产风险事件扰动再次回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：8 月银行间质押式回购单日成交量多日上 7 万亿



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_45290