证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。



2022 年 08 月 24 日

# 当前社融结构特征与未来展望

评级及分析师信息
宏观首席分析师：孙 付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

## 投资要点：

7 月社融、信贷数据低于预期，引发市场对于后续社融增速的担忧。我们尝试通过拆解上半年社融、信贷投向结构以及区域分布特征，对下半年可能的支撑点进行梳理，并对后续社融走势进行预判。

## ▸ 新增社融：总量创新高，结构弱修复

**1）总量创新高，政府债券是主要支撑。**2022 上半年，新增社融合计 21 万亿元，同比多增 3.2 万亿元，创下历史新高。其中政府债券 4.65 万亿元，同比多增 2.2 万亿元，占新增社融同比多增的近 7 成。

**2）信贷结构，企业强、居民弱。**2022 上半年，新增人民币贷款 13.69 万亿元，其中企业端贷款新增 11.3 万亿元，占比 83%，同比多增 3.25 万亿元；而居民端新增信贷 2.1 万亿元，同比少增 2.39 万亿元。

## ▸ 债券投向：基建仍是主力，地产初步修复

**1）信用债：**资金流向仍然集中在基建相关行业，上半年信用债净融资额为 1.39 万亿元，其中基建相关行业占比约 55.3%，较去年同期上升 5.1 个百分点。房地产信用融资初显修复，上半年信用债净融资额由负转正，录得 485 亿元。

**2）专项债：**投向基建相关项目约占上半年专项债融资总额的 66%，与 21 年基本持平。另外，上半年专项债资金中投向社会事业的占比有所上升，达到 18.8%，较 2021 年提高约 2.7 个百分点。

## ▸ 贷款投向：工业高增继续，绿色信贷亮眼

**1）企业中长期贷款中，工业高增，服务业、基建回落。**基建中长期贷款同比少增的可能原因有二：其一，专项债发力，基建资金相对充裕，导致了其对于银行信贷的需求有所弱化。其二，基建资金来源中，贷款占比一直不高且逐年递减。

**2）绿色贷款成为“宽信用”的重要方向。**上半年，绿色贷款增加约 3.53 万亿元，占全部新增贷款（13.68 万亿元）的约 26%，而 2021 年同期仅为 15%。从贷款余额来看，上半年绿色贷款余额 19.55 万亿元，同比增长 40.4%，高于各项贷款增速 29.6 个百分点。

## ▸ 区域分布：马太效应明显，东部修复更快

**1）新增社融区域分布马太效应明显。**东部地区新增社融占比进一步提高，中部地区小幅改善，西部地区和东北地区社融占比则进一步萎缩。

**2）东部地区信贷修复更快。**6 月东部地区信贷同比增速达到 12.85%，较上月提升约 0.8 个百分点。而除东部地区以外，其他三大经济区信贷增速都低于全国平均水平。

## ▸ 下半年社融如何演绎？

**受限于政府债券对于社融支撑的转弱，下半年社融同比增速或将有所回落。**不过政策性金融支持工具以及剩余专项债限额的使用能在一定程度上产生对冲，叠加降息刺激以及国内经济动能修复带动的实体融资需求改善，全年社融增速约为 10.3%，从与 GDP 增速的匹配关系看，仍然较为充裕。

## 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。


# 正文目录

1. 新增社融：总量创新高，结构弱修复 ..... 3
2. 债券投向：基建仍是主力，地产初步修复 ..... 5
3. 贷款投向：工业高增继续，绿色信贷亮眼 ..... 7
4. 区域分布：马太效应明显，东部修复更快 ..... 8
5. 下半年社融如何演绎？ ..... 10
6. 风险提示 ..... 12

# 图表目录

图 1 新增信贷低于预期，居民、企业双双转弱（亿元） ..... 3
图 2 政府债券仍是社融主要支撑（亿元） ..... 3
图 3 2022H1 社融总量创下历史新高（亿元） ..... 4
图 4 2022H1 信贷结构企业强、居民弱（亿元） ..... 4
图 5 票据融资逐步回落（亿元） ..... 4
图 6 5 月以来企业中长贷逐步修复（亿元） ..... 4
图 7 居民短贷高于往年同期水平（亿元） ..... 5
图 8 居民中长期贷款逐步回归至历史中枢（亿元） ..... 5
图 9 乘用车销量同比继续回升 ..... 5
图 10 30 大中城市商品房成交面积回落（万平方米） ..... 5
图 11 信用债融资增量明显抬升 ..... 6
图 12 二季度受疫情扰动，信用债融资增速放缓 ..... 6
图 13 基建相关行业信用债募资规模较大 ..... 6
图 14 专项债发行前置（%） ..... 7
图 15 新增专项债主要投向 ..... 7
图 16 中长期贷款，工业高增，基建回落（%） ..... 8
图 17 基建资金来源中，国内贷款占比下降明显（%） ..... 8
图 18 绿色贷款余额同比增速继续攀升 ..... 8
图 19 电力、热力等行业绿色贷款同比继续增加（%） ..... 8
图 20 社融增量向中、东部地区集中 ..... 9
图 21 东北地区新增社融持续萎缩（%） ..... 9
图 22 政府债券分布与经济实力相一致。 ..... 9
图 23 东部地区信贷增速修复明显（%）。 ..... 9
图 24 企业贷款步入快速回升通道 ..... 10
图 25 居民贷款的复苏尚处于起步阶段 ..... 10
图 26 专项债前置导致上半年政府债券融资高于季节性（亿元） ..... 11
图 27 地方政府专项债余额与限额（亿元） ..... 11
图 28 专项债剩余可用限额主要集中东部省份（亿元） ..... 11
图 29 H2 社融占全年比重均值约 44% ..... 12

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。


7 月社融、信贷数据低于预期，引发市场对于后续社融增速的担忧。我们尝试通过拆解上半年社融、信贷投向结构以及区域分布特征，对下半年可能的支撑点进行梳理，并对后续社融走势进行预判。

## 1. 新增社融：总量创新高，结构弱修复

**7 月社融、信贷双双走低。**7 月金融数据一改 6 月靓丽态势，再度出现总量弱势，结构恶化的特征。企业端，再度回归票据冲量、中长贷少增的模式；居民端，短贷重现 4 月负值情形、中长贷大幅低于近 5 年同期水平。

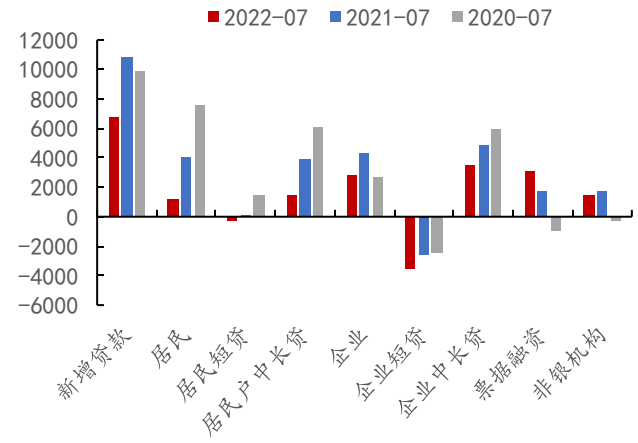
**融资转弱的原因有三点：**

1）6 月受政策助推以及前期积压需求释放影响，信用较集中投放，明显超出季节性，一定程度上透支了信贷需求；

2）当前实体融资需求的修复仍然不够稳固，与央行在二季度货币政策报告中提到的“国内经济恢复基础尚需稳固…稳经济还需付出艰苦努力”的表述较为契合；

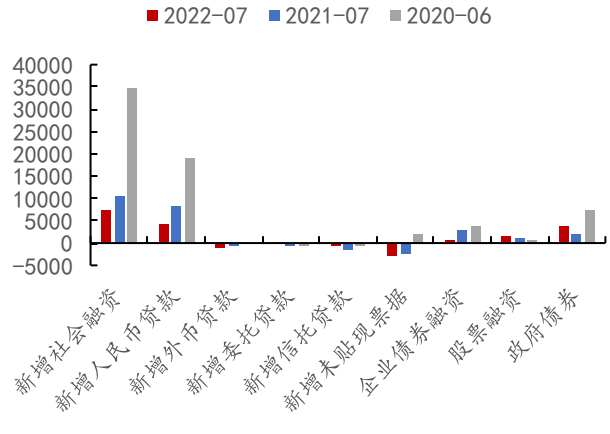
3）伴随专项债发行进度的接近尾声，其对社融的支撑有所弱化，政府债券主要靠国债拉动。

图 1 新增信贷低于预期，居民、企业双双转弱（亿元）




资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 政府债券仍是社融主要支撑（亿元）




资料来源：WIND，华西证券研究所

**回顾上半年社融、信贷的总量以及结构特征对于判断下半年走势大有裨益。**

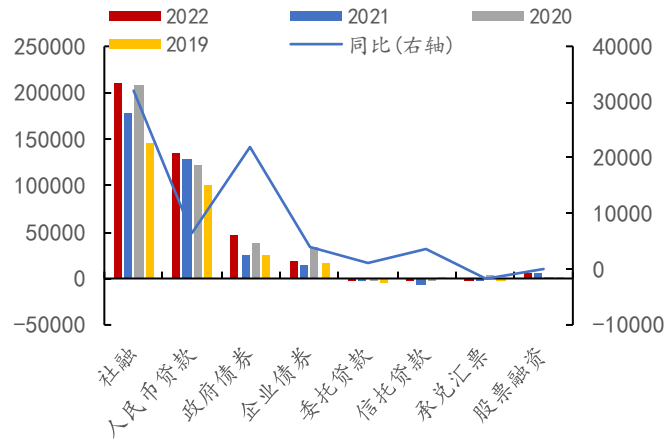
**2022 上半年新增社融创下历史新高。**上半年，新增社融合计 21 万亿元，同比多增 3.2 万亿元，较 2020 年亦多增 1300 亿元，创下历史新高。其中政府债券、人民币贷款是主要支撑项。具体来看：新增政府债券 4.65 万亿元，同比多增 2.2 万亿元，占新增社融同比多增的近 7 成；新增人民贷款 13.57 万亿元，同比多增 6327 亿元。另外企业债券同比多增 3914 亿元，表外三项同比少减 2866 亿元，也对社融产生一定支撑。

**2022 上半年信贷结构呈现企业强、居民弱的特征。**上半年，金融机构新增人民币贷款 13.69 万亿元，其中企业端贷款新增 11.3 万亿元，占比 83%，同比多增 3.25 万亿元；而居民端新增信贷 2.1 万亿元，同比少增 2.39 万亿元。不过，虽然企业端信贷同比多增，但结构不优，主要依靠企业短贷和票据融资支撑，企业中长贷同比仍是少增。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

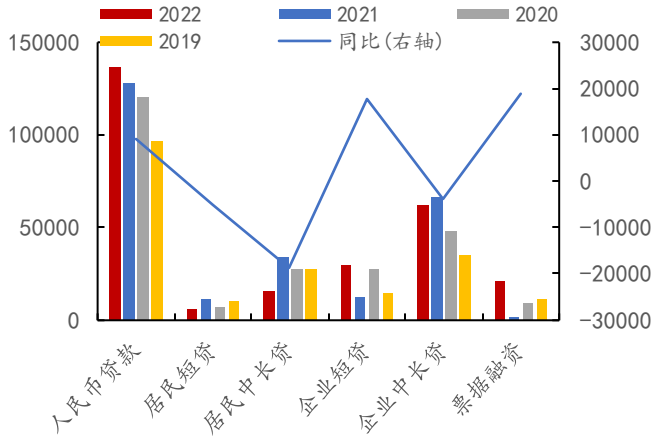


图 3 2022H1 社融总量创下历史新高（亿元）




资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 2022H1 信贷结构企业强、居民弱（亿元）

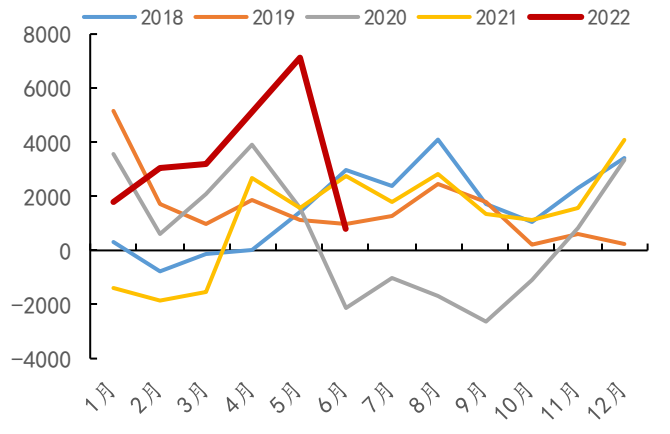



资料来源：WIND，华西证券研究所

**上半年信贷结构的修复一波三折。**1 月受益于“开门红”，信贷结构略有改善，中长期贷款同比多增，不过紧接着 3-4 月国内疫情扰动加剧，经济动能转弱，信贷结构重回弱势；5 月以来，随着一系列稳增长政策的落地生效，信贷结构再度迎来修复。

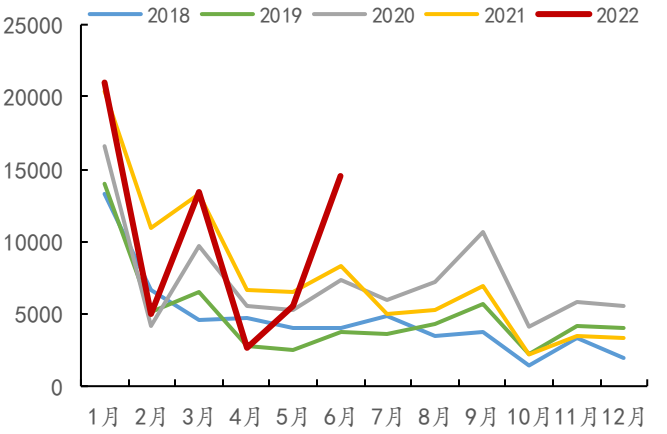
**企业端，中长贷抬升，票据融资回落。**企业中长期贷款由 4 月的大幅低于历史同期水平，到 5 月回归至历史中枢，再到 6 月创下近 5 年同期新高，同比多增 6130 亿元；票据融资规模也由 5 月的 7129 亿元的历史同期高点回落至 6 月的 796 亿元。中长期贷款的大幅多增以及票据融资的少增反映出实体融资需求在一系列稳增长政策的助力下开始修复。

图 5 票据融资逐步回落（亿元）




资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 5 月以来企业中长贷逐步修复（亿元）

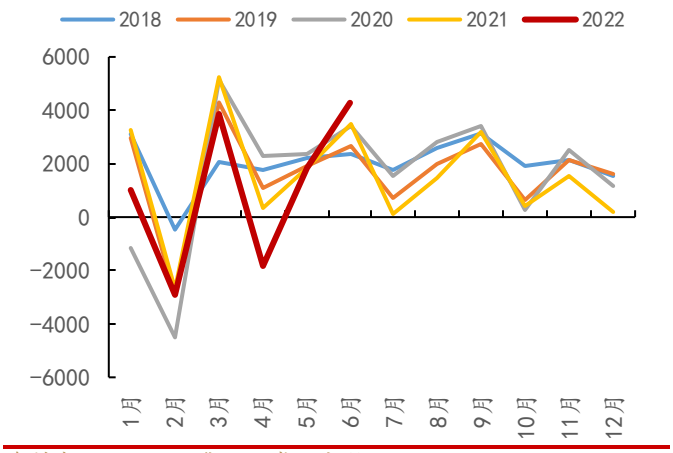



资料来源：WIND，华西证券研究所

**居民端，短贷修复好于长贷。**随着疫情防控形势的向好，居民的线下消费场景逐步修复，同时在各地汽车补贴的带动下，汽车销量大幅回升，带动居民短期贷款逐步向好。具体来看，6 月居民短贷 4282 亿元，高于往年同期水平，同比多增 782 亿元。而随着地产销售的回暖，居民中长贷也有一定修复，6 月中长贷 4167 亿元，环比改善明显，不过同比仍然少增，近期地产销售再度回落，居民中长贷的改善或难以一蹴而就。

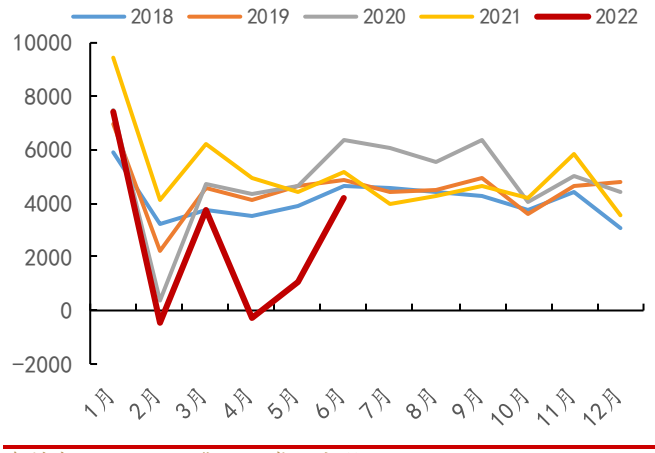
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。


图 7 居民短贷高于往年同期水平（亿元）



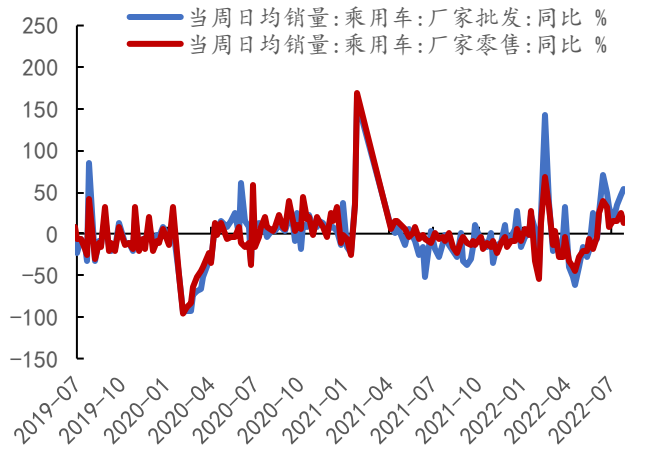

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 居民中长期贷款逐步回归至历史中枢（亿元）



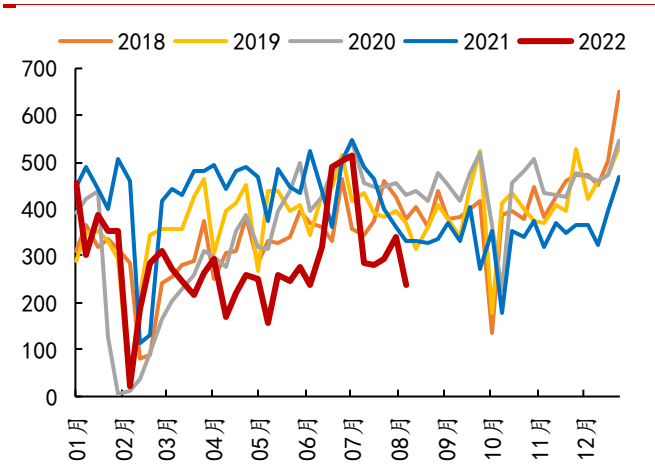

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 9 乘用车销量同比继续回升




资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10 30 大中城市商品房成交面积回落（万平方米）




资料来源：WIND，华西证券研究所

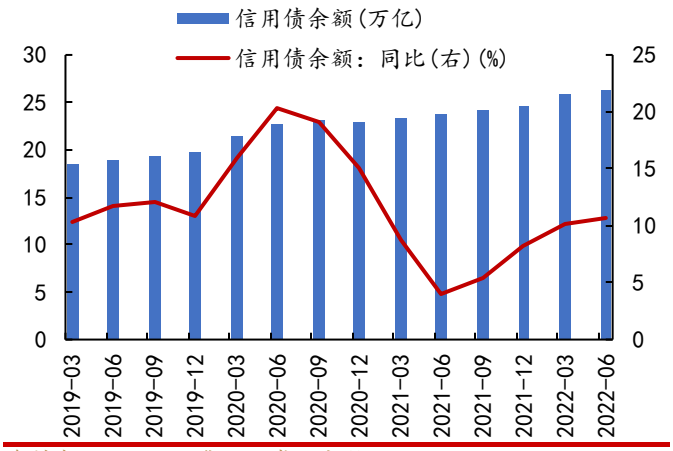
## 2. 债券投向：基建仍是主力，地产初步修复

**上半年，信用债融资增量明显抬升，基建相关行业融资仍是重要支撑。**在“宽信用”背景下，2022 年上半年信用债融资进一步修复。截止到 6 月底，信用债余额达到了 26.26 万亿元，同比增长 10.6%。其中一季度净融资规模达到了 1.08 万亿元，创下 2020 年 2 季度以来的新高；二季度受到国内部分地区新冠疫情反复的影响，净资规模有所下降。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

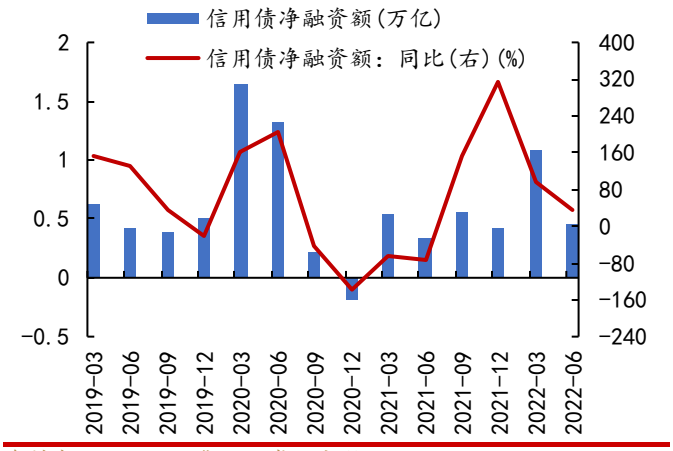


图 11 信用债融资增量明显抬升




资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 二季度受疫情扰动，信用债融资增速放缓

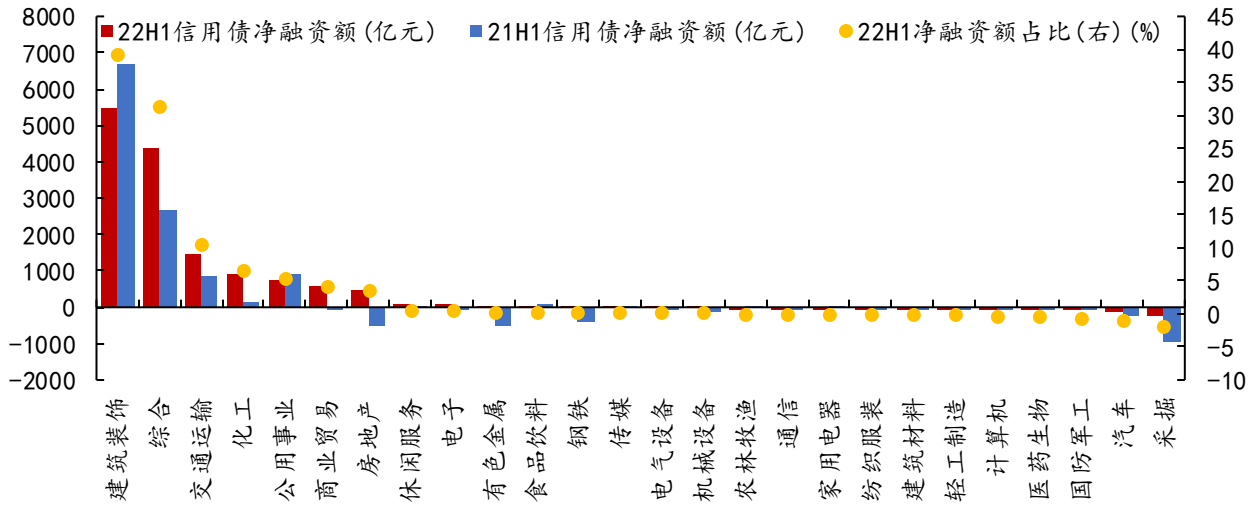



资料来源：WIND，华西证券研究所

分行业来看，资金流向仍然集中在基建相关行业，建筑装饰、交通运输和公用事业净融资额为 7701.37 亿元，剔除流向金融相关行业的资金后，上半年信用债净融资额为 1.39 万亿元，其中基建相关行业占比约 55.3%，较去年同期上升 5.1 个百分点。

**房地产行业融资初步修复。**2021 年上半年，房地产行业融资受制于“三道红线”的约束，信用债罕见出现净偿还，净偿还债务约 490 亿元。今年以来，受相关政策逐步放松的利好，房地产行业信用环境阶段性修复，上半年信用债净融资额由负转正，录得 485 亿元。

图 13 基建相关行业信用债募资规模较大




资料来源：WIND，华西证券研究所

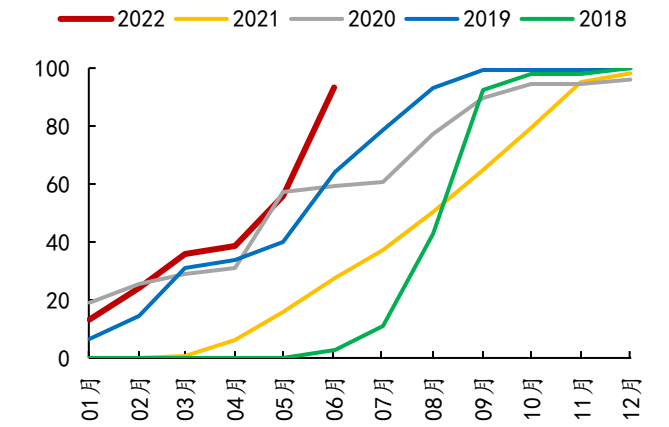
**稳增长压力下，专项债发行提速。受局部疫情影响，专项债投向社会事业占比增加，但基建项目仍是主要投向。**地方政府新增专项债累计发行额度已经完成全年新增专项债限额的 93%，发行节奏远超同期，成为了 6 月份社融数据向上的主要推动力量。

受部分地区疫情反复影响，上半年专项债资金中投向社会事业的占比有所上升，达到 18.8%，较 2021 年提高约 2.7 个百分点。基建相关项目是依然专项债资金的主要投向，其中投向市政和园区产出设施建设约 2.1 万亿元、交通基础建设约 1.1 万亿

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

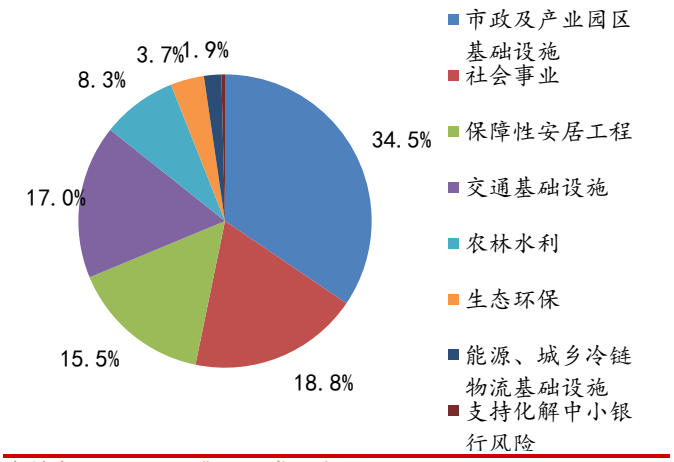

元、保障性安居工程约 1.0 万亿元，投向基建相关项目约占上半年专项债融资总额的 66%，与 21 年基本持平。

图 14 专项债发行前置（%）




资料来源：CEIC，华西证券研究所

图 15 新增专项债主要投向




资料来源：WIND，华西证券研究所

## 3. 贷款投向：工业高增继续，绿色信贷亮眼

**央行二季度《金融机构贷款投向统计报告》对于贷款的进一步细分投向做了统计。**

**企业中长期贷款中，工业高增，服务业、基建回落，地产依旧疲软。**2022 年上半年，工业中长期贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 2181 亿元，贷款余额同比增速达 21.2%，较 Q1 进一步抬升。一方面反映出以制造业为主的工业的融资需求在逐步改善，另一方面，也与银保监会要求银行机构扩大制造业中长期贷款的政策支持有关。

与制造业贷款高增不同，服务业、基建贷款余额增速则出现回落。2022 年上半年服务业、基建中长期贷款增加 3.38 万亿元和 2.15 万亿元，同比分别少增 4721 亿元和 3419 亿元。

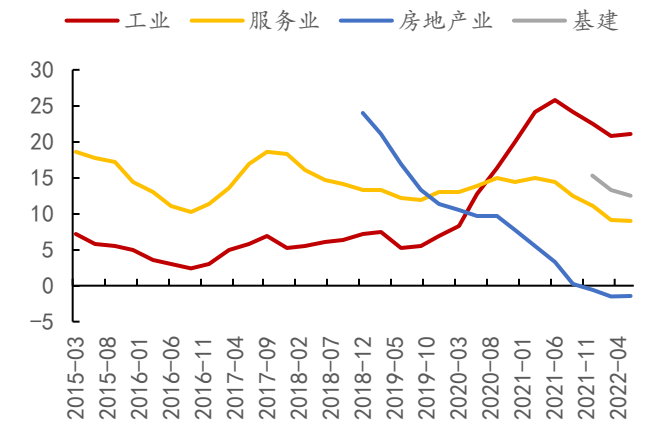
服务业中长期贷款同比少增较易理解，主要与国内疫情扰动影响有关。而基建中长期贷款的同比少增似乎与上半年接近 10%的基建投资增速不太匹配，我们认为可能的原因有两个：

**1）专项债发力，基建资金相对充裕。**今年上半年，专项债发行速度明显加快，发行规模约 3.4 万亿元，较去年同期增加约 2.4 万亿元。仅 6 月单月发行规模就达到 1.37 万亿元。从前文可知，专项债资金中约有 66%投向了基建相关的领域，基建资金的相对充裕可能导致了项目方对于银行信贷的需求有所弱化。

**2）基建资金来源中，贷款占比一直不高且逐年递减。**从过往国家统计局公布的广义基建的 5 大资金来源看，自筹资金（专项债、城投债、土地出让金等）占比最大，接近 65%，并且有不断增加的趋势，而国内贷款的占比在逐年递减，2017 年时便已降至 11%左右，对于基建投资的影响相对有限。

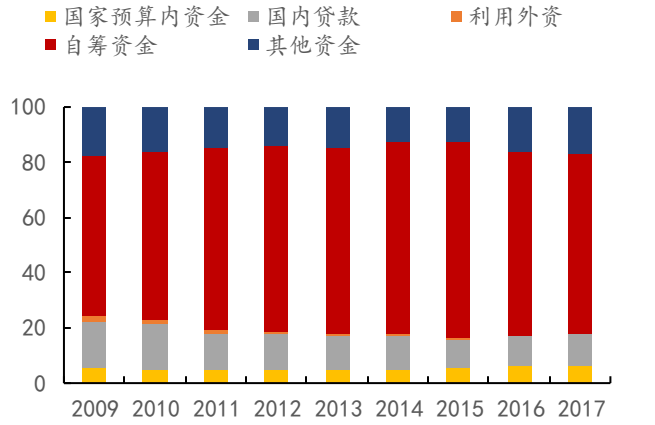
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。


图 16 中长期贷款，工业高增，基建回落（%）




资料来源：WIND，华西证券研究所

图 17 基建资金来源中，国内贷款占比下降明显（%）




资料来源：WIND，华西证券研究所

**绿色贷款成为“宽信用”的重要方向。**从新增贷款来看，上半年，绿色贷款增加约 3.53 万亿元，占全部新增贷款（13.68 万亿元）的约 26%，而 2021 年同期仅为 15%。从贷款余额来看，上半年绿色贷款余额 19.55 万亿元，同比增长 40.4%，高于各项贷款增速 29.6 个百分点。

分行业来看，绿色贷款中，电力、热力、燃气及水生产和供应业绿色贷款余额 5.08 万亿元，同比增长 30.8%，继续保持高速增长；而交通运输、仓储和邮政业绿色贷款余额 4.39 万亿元，同比增长 10.3%，较 Q1 有所回落。

图 18 绿色贷款余额同比增速继续攀升

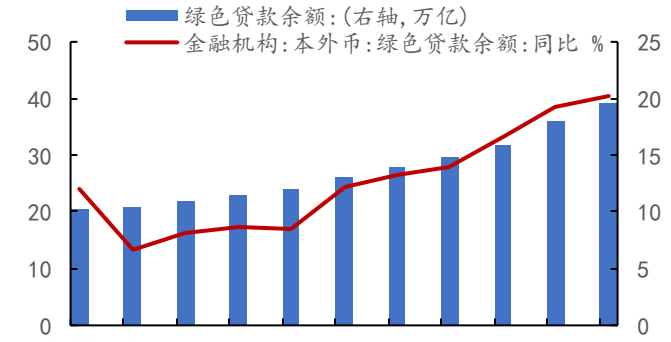
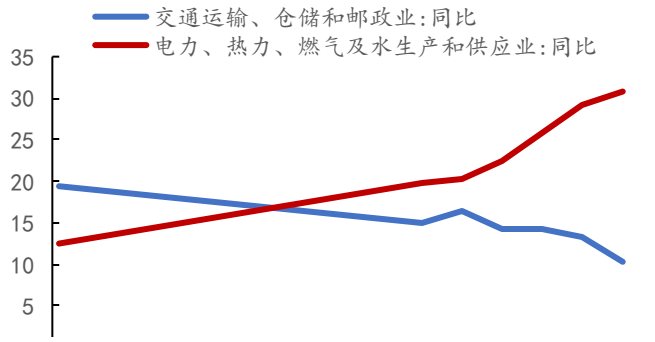



图 19 电力、热力等行业绿色贷款同比继续增加（%）




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_45518