

2022 年 08 月 12 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

研究支持

贾东旭 A0230120080001
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

金融数据 “顺流而下” 背后的政策信号

——7 月金融数据速评

主要内容：

- **7 月信贷骤然降温，居民去杠杆持续、基建融资需求集中在 6 月、企业短期融资需求已经提前释放叠加形成压制。**7 月新增贷款仅 6790 亿，大幅低于预期，同比少增 4000 多亿，与 6 月的火热对比鲜明。其中居民中长贷、居民总贷款分别仅新增 1486 亿和减少 269 亿，显示 6 月短期陡峭改善主要原因是上海乃至全国各地的防控措施放松后的集中需求释放，7 月重回偏弱趋势。企业中长贷仅新增 3459 亿，同比少增 1478 亿，一方面反映 6 月的极端高增较为集中地满足了一批包括基建投资在内的企业投融资需求，另一方面在 7 月已经开始发放 8000 亿新增政策性银行信贷额度用于支持基建的背景下，企业新增中长贷仍大幅下滑，显示基建投资当前约束仍在项目层面而非融资安排，并且侧面验证了 6 月企业中长贷飙升的短期集中属性，不可持续。企业短贷和票据融资合计减少 410 亿，同比仅小幅多增 396 亿，类似于 2020 年 5-6 月疫情得到控制后企业短期融资需求的迅速回归正常。
- **大幅低于预期的社融中还包含了企业债券融资的明显走弱，同样可能仍属于 6 月企业中长贷高增的挤出效应，国债发行多增利于财政支出增速上行。**7 月社融新增 7561 亿，亦大幅低于预期，同比少增 3191 亿。除新增信贷骤然降温以外，企业债券融资清淡（7 月同比少增 2357 亿）也是另一拖累因素。一方面 6 月企业中长贷超高增长可能已提前释放部分企业中长期贷款需求，另一方面考虑到企业债券融资中城投等平台融资构成主要部分，也进一步佐证今年基建投资稳增长力度很难超出市场预期。表外三项合计减少 3053 亿，同比小幅少减约 1000 亿，少减的部分主要是信托贷款，一定程度上与稳定房地产开发商和项目融资的政策导向相关。政府债券融资 3998 亿，6 月底今年用于基建的专项债新增额度已经基本发行完毕，7 月同比多增 2000 多亿，主要源于国债净融资同比多增 4000 多亿，有利于支持下半年财政支出相对高增通过政府消费实现一定的稳增长效果。
- **贷款偏弱但 M2 同比再度上冲，财政支出加速、存量留抵退税尾部操作带来存款增加，也可能显示直接投资类金融产品回表加快。**7 月 M2 同比再度上冲 0.6 个百分点至 12.0%，与贷款走弱形成异常反差。一方面，7 月尚有对服务业存量留抵退税落地，是 7 月企业存款新增 2700 亿的主因，同时在国债融资大幅多增背景下，财政存款 7 月同比少增 1145 亿，也显示财政支出增加在 7 月出现明显的存款活化效应，对应政府消费、基建投资 7 月仍或维持高位。居民存款小幅净减少 3380 亿，与 15-19 年平均水平接近，但同比大幅少减 10220 亿，或显示居民资产配置形式变化，从证券投资、表外理财等领域回到银行表内存款有所加速。伴随企业生产经营活动恢复，7 月 M1 同比上行 0.9 个百分点至 6.7%。
- **信用扩张增速顺势而为，央行无意过度刺激基建地产，7 月底政治局会议再度转为更加强调中长期经济结构优化的政策方向值得重视。**尽管有 6 月企业中长贷过于集中所导致短期虹吸效应，但 7 月疲弱金融数据中所呈现的房地产周期的疲弱难改、以及基建融资环境相当呵护背景下仍有一定的项目筹措难度等现实约束也显而易见。周三央行发布的二季度货币政策执行报告中坦率指出：“随着城镇化进程边际趋缓和房地产长周期趋势演变，过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱，而普惠小微、高技术制造业等贷款体量仍相对较小，加上直接融资呈上升趋势，信贷增速在新旧动能换挡和融资结构调整过程中可能会有所回落，但这是适配经济进入新常态的反映”，结合 7 月金融数据的骤然趋冷，央行已非常明确地表达出无意在当前经济结构调整阶段逆势过度刺激基建地产的政策立场。7 月底政治局会议将“稳增长”换成力争更好结果，中长期政策定力再度凸显，年底前进一步进行降准降息的必要性和概率都极低，下半年稳增长主要将依靠财政支出高增拉动政府消费、以及基建投资的适度超前，下半年经济增速稳定于 5.5% 左右并非难事，而展望明年，则更需关注地产需求、或居民消费升级两大经济内生增长的发动机能否重新点燃。

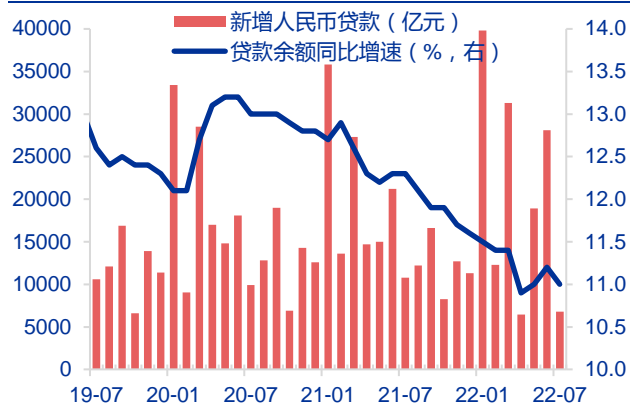


申万宏源研究微信服务号

一、7月信贷骤然降温，居民去杠杆持续、基建融资需求集中在6月、企业短期融资需求已经提前释放叠加形成压制。

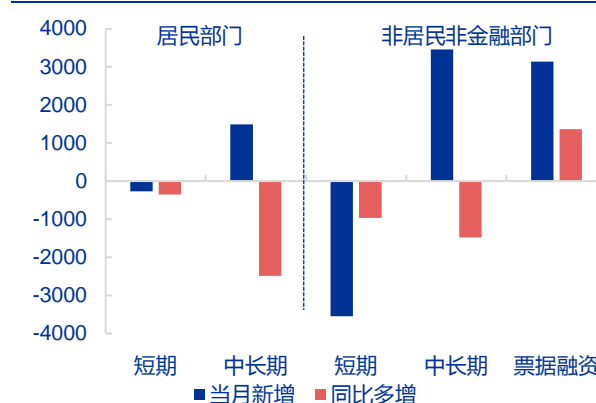
7月新增贷款仅6790亿，大幅低于预期，同比少增4000多亿，与6月的火热对比鲜明。其中居民中长贷、居民总贷款分别仅新增1486亿和减少269亿，未能延续6月的明显改善，与高频数据显示的7月以来居民购房需求的再度大幅下滑相对应，显示6月的短期陡峭改善主要原因是上海乃至全国各地的防控措施放松后的集中需求释放，7月重回偏弱趋势。企业中长贷仅新增3459亿，同比少增1478亿，一方面反映6月的极端高增较为集中地满足了一批包括基建投资在内的企业投融资需求，另一方面在7月已经开始发放8000亿新增政策性银行信贷额度用于支持基建的背景下，企业新增中长贷仍大幅下滑，显示基建投资当前约束仍在项目层面而非融资安排，并且侧面验证了6月企业中长贷飙升的短期集中属性，不可持续。企业短贷和票据融资合计减少410亿，同比仅小幅多增396亿，类似于2020年5-6月疫情得到控制后企业短期融资需求的迅速回归正常。

图1：新增人民币贷款与贷款余额同比增速



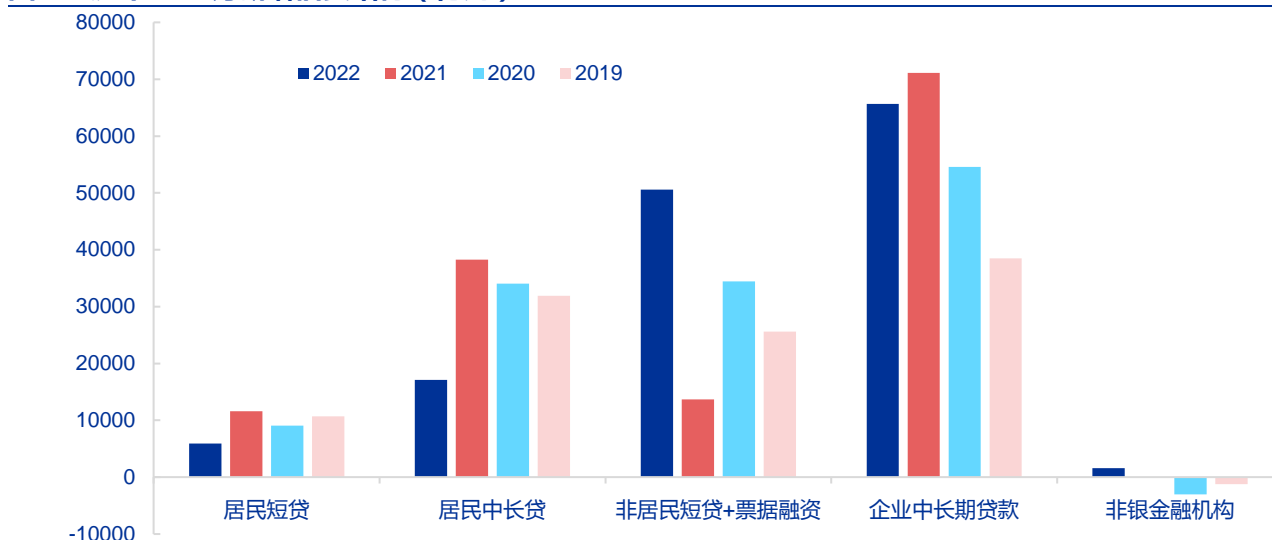
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图2：新增贷款结构及同比变化（亿元）



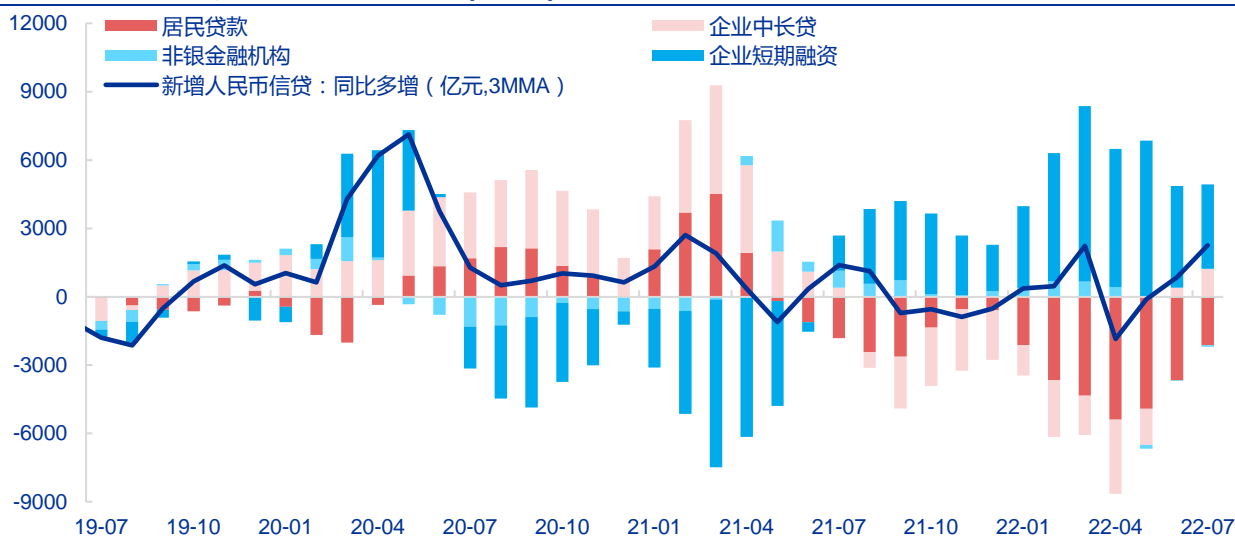
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图3：历年1-7月新增信贷结构（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：新增人民币贷款同比多增及其拆分（亿元）

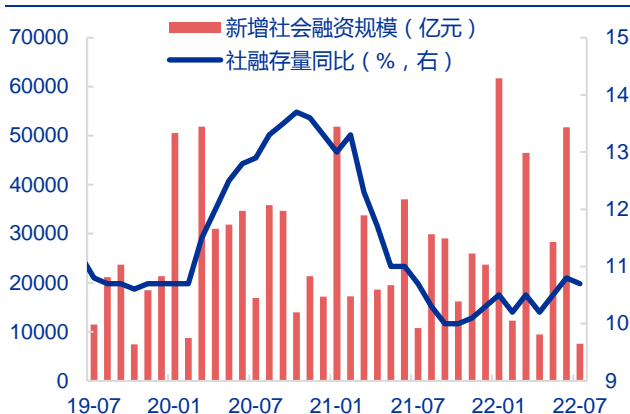


资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、大幅低于预期的社融中还包含了企业债券融资的明显走弱，同样可能仍属于 6 月企业中长期贷高增的挤出效应，国债发行多增利于财政支出增速上行。

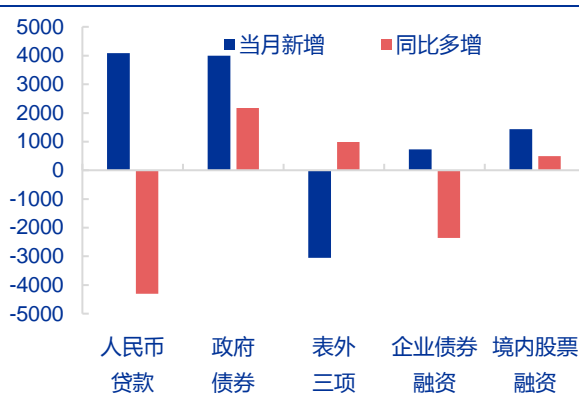
7 月社融新增 7561 亿，同样大幅低于预期，同比少增 3191 亿。除上文已经分析的新增信贷骤然降温所导致的人民币贷款同比大幅少增约 4300 亿以外，企业债券融资清淡也是另一主要的拖累因素。7 月企业债券仅新增 734 亿，同比少增达 2357 亿，一方面 6 月企业中长期贷超高增长可能已经提前释放了部分企业的中长期贷款需求，另一方面，考虑到企业债券融资中城投等平台融资构成主要部分，也进一步佐证今年基建投资稳增长力度很难超出市场预期。银行表外的委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少 3053 亿，同比小幅少减约 1000 亿，少减的部分主要是信托贷款，一定程度上与稳定房地产开发商和项目融资的政策导向相关。政府债券融资 3998 亿，6 月底今年用于基建的专项债新增额度已经基本发行完毕，7 月同比多增 2000 多亿，主要源于国债净融资同比多增 4000 多亿，有利于支持下半年财政支出相对高增通过政府消费实现一定的稳增长效果。

图 5：新增社融规模与社融存量同比



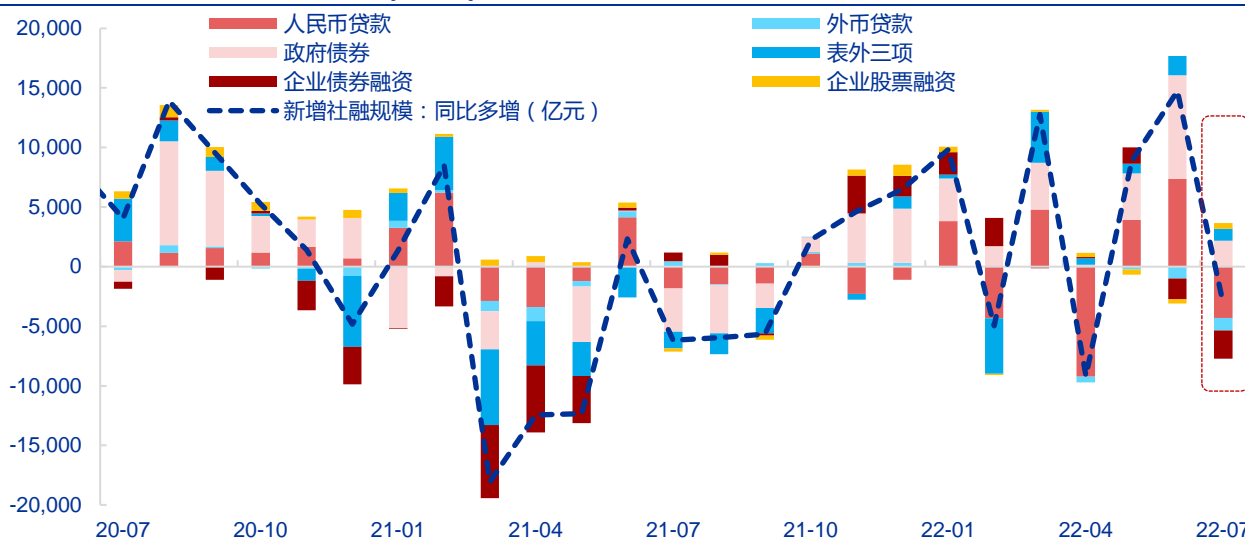
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：新增社融结构与同比变化（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：新增社融同比多增及其拆分（亿元）

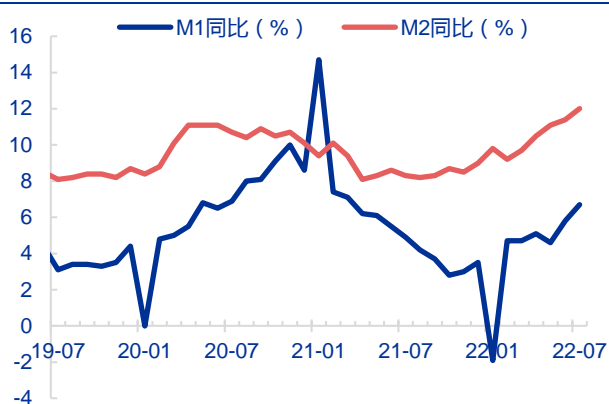


资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、贷款偏弱但 M2 同比再度上冲，财政支出加速、存量留抵退税尾部操作带来存款增加，也可能显示直接投资类金融产品回表加快。

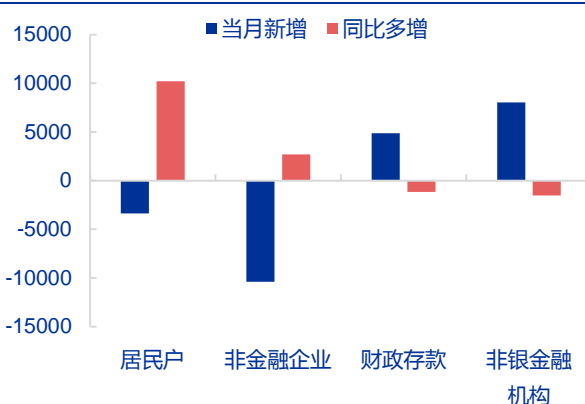
7 月 M2 同比再度上冲 0.6 个百分点至 12.0%，与贷款走弱形成异常反差。一方面，7 月尚有对服务业的存量留抵退税落地（根据国家税务总局数据，7 月 1 日-20 日新增留抵退税已达 1550 亿），是 7 月企业存款新增 2700 亿的主因，同时在国债融资大幅多增的背景下，财政存款 7 月同比少增 1145 亿，也对应显示财政支出增加在 7 月出现明显的存款活化效应，这一点对应政府消费、基建投资 7 月仍可能维持高位。7 月居民存款小幅净减少-3380 亿，与 2015-2019 年平均水平（-2863 亿）接近，但同比大幅少减 10220 亿，可能显示居民资产配置形式的变化，从证券投资、表外理财等领域回到银行表内的存款有所加速。伴随着企业生产经营活动的恢复，7 月 M1 同比上行 0.9 个百分点至 6.7%。

图 8：M2 与 M1 同比增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：新增人民币存款结构与同比变化（亿元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、信用扩张增速顺势而为，央行无意过度刺激基建地产，7 月底政治局会议再度转为更加强调中长期经济结构优化的政策方向值得重视。

尽管有 6 月企业中长贷过于集中所导致的短期虹吸效应，但 7 月疲弱的金融数据中所呈现的房地产周期的疲弱难改、以及基建融资环境相当呵护背景下仍有一定的项目筹措难度等现实约束也是显而易见的。周三央行发布的二季度货币政策执行报告中坦率地指出：“随着城镇化进程边际趋缓和房地产长周期趋势演变，过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱，而普惠小微、高技术制造业等贷款体量仍相对较小，加上直接融资呈上升趋势，信贷增速在新旧动能换档和融资结构调整过程中可能会有所回落，但这是适配经济进入新常态的反映”，结合 7 月金融数据的骤然趋冷，央行已经非常明确地表达出无意在当前经济结构调整阶段逆势过度刺激基建地产的政策立场。7 月底政治局会议将“稳增长”换成力争更好结果，将增量政策换成用足用好现有政策，中长期政策定力再度凸显，一方面意味着年底前进一步进行降准降息的必要性和概率都极低，另一方面下半年稳增长主要将依靠财政支出高增拉动政府消费、以及基建投资的适度超前，下半年经济增速稳定于 5.5% 左右并非难事，而展望明年，则更需关注地产需求、或居民消费升级两大经济内生增长的发动机能否重新点燃。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。