

7月金融数据：上月数据透支效应较强

核心观点

2023年7月信贷、社融、M2数据超预期走低，主要受6月数据的透支效应影响，半年末冲量或存在一定提前放款，对6、7两月数据扰动较大。我们认为当前我国经济“弱修复”，基本面内生动力仍显不足，信贷需求偏弱，未来金融数据对经济的带动有赖于政策传导效率的提高。预计三季度降准、四季度降息的概率较大，同时，我们预计后续央行在维持宽松基调的同时，也将更加强调防止资金空转、引导资金进入实体；下半年资产价格核心受流动性驱动，流动性宽松环境下，预计无风险收益率将进一步下探，形成股债双牛格局。

□ 7月信贷新增3459亿元，超预期走低

2023年7月，人民币贷款新增3459亿元（6月数据为3.05万亿），较去年同期同比少增3498亿元，wind一致预期为8446亿元，我们预测值为6000亿元，更为相近。7月信贷增速较前值回落0.2个百分点至11.1%。

分部门看，住户贷款减少2007亿元，同比大幅少增约3224亿元，是信贷的主要同比拖累项，其中，短期贷款减少1335亿元，中长期贷款减少672亿元，分别同比少增约1066亿元和2158亿元；企（事）业单位贷款增加2378亿元，同比少增约499亿元，其中，短期贷款减少3785亿元，中长期贷款增加2712亿元，票据融资增加3597亿元，三者分别同比变动约-239亿元、-747亿元、+461亿元；非银行业金融机构贷款增加2170亿元，同比多增约694亿元。

居民短期、中长期及企业短期、中长期贷款悉数同比少增，主要受6月数据的透支效应影响，半年末冲量或存在一定提前放款，对6、7两月数据扰动较大。我们在8月1日发布的报告《2023年7月宏观预测：流动性宽松或驱动股债双牛》中提出“预计今年6月的高数据或有一定程度提前放款的特征，对7月有所透支”，在7月11日报告《6月金融数据：总量较好，结构分化》中提出“我们认为在半年末银行存在冲量诉求、及在稳增长背景下，信贷数据或有前置，按揭贷可能存在提前放款的情况，推高6月数据”，目前看，观点得到验证。

展望未来，我们认为当前我国经济“弱修复”，基本面内生动力仍显不足，信贷需求偏弱，未来金融数据对经济的带动有赖于政策传导效率的提高。我们坚持下半年信贷将总体同比少增的判断，维持年末信贷增速回落至10.5%左右的判断。

□ 7月社融新增5282亿元，同样超预期走低

7月社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元，低于我们预期的1.08万亿和wind一致预期的1.12万亿。7月社融增速较前值回落0.1个百分点至8.9%。

社融增量中，对实体经济发放的人民币贷款增加364亿元，同比少增3892亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少339亿元，同比少减798亿元；委托贷款增加8亿元，同比少增81亿元；信托贷款增加230亿元，同比多增628亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1962亿元，同比少减782亿元；企业债券净融资1179亿元，同比多219亿元；政府债券净融资4109亿元，同比多111亿元；非金融企业境内股票融资786亿元，同比少651亿元。

对社融拖累最大的项目是信贷和股票融资，社融口径人民币贷款较人民币贷款口径数值少约3095亿元，主要源自非银贷款及境外贷款的影响，非银贷款体量约2170亿元，预计境外贷款7月增量约925亿元。

7月社融结构上同比多增主要来自信托贷款、未贴现票据、企业债券、政府债券。对于信托贷款，或主要受地产金融政策影响，近日，人民银行、金融监管总局联合发布通知，将“金融16条”中两项有适用期限的政策统一延长至2024年12月底，引导金融机构继续对房企存量融资展期，加大保交楼金融支持。“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，预计对信托贷款数据有支撑，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少

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 《薪资通胀压力仍在，关注信用收缩》 2023.08.11
- 2 《7月通胀：CPI触底，PPI反弹，物价出现一定积极因素》 2023.08.09
- 3 《基数扰动无忧，重“结构”轻“趋势”——2023年7月进出口数据的背后》 2023.08.08

的。

对于未贴现票据，7月银行表内“冲票据”特征较为明显，导致未贴现银行承兑汇票仍为负值，但基数较低导致同比略有改善。

对于企业债券，随着企业债收益率下行，企业融资需求也略有改善。

对于政府债券，今年与去年政府债发行的错位效应下，7月数据同比多增，预计8、9月专项债发行提速，数据将继续有支撑。

□ M2增速继续回落，居民超额储蓄季节性下行

7月末，M2增速下行0.6个百分点至10.7%，低于我们的预测值11%和wind一致预期的11.1%，主要受信贷拖累。

7月份人民币存款减少1.12万亿元，同比多减1.17万亿元。其中，住户存款减少8093亿元，非金融企业存款减少1.53万亿元，财政性存款增加9078亿元，非银行业金融机构存款增加4130亿元。

我们继续估算2020年-2023年7月我国居民超额储蓄体量为6.92万亿，较上月体量减少约4600亿元，符合我们的预判，我们在8月1日发布的报告《2023年7月宏观预测：流动性宽松或驱动股债双牛》中提出“居民储蓄行为也存在季节性特征，银行往往存在季末冲存款的倾向，进而季末居民增加储蓄，但季初存款资金或重新大量流入理财产品，我们预计7月居民超额储蓄或有一定回落，但不改变其总体积累的趋势”。我们认为，经济结构转型升级是导致居民对未来收入预期悲观的根本性原因，也因此居民超额储蓄的释放将是一个较为缓慢的过程，未来较难大量释放至消费、购房，其仍是值得资本市场重点关注的资金体量。

7月末M1增速较前值继续下行0.8个百分点至2.3%，地产销售低迷、居民消费活跃度分化，去年基数走高是主要影响因素。M1的主要影响因素是企业活期存款，其与消费类相关行业的现金流直接关联，由于我们判断居民消费、购房活动修复是渐进的，幅度可能相对较弱，预计M1增速年内后续大概率波动上行，但速度较为缓慢。

7月末M0同比增速9.9%，较前值小幅上行0.1个百分点，当前位置仍然较高，这与2020年、2022年表现相似，体现经济修复的结构性失衡，三四线城市及农村地区经济改善略弱，导致持币需求增加。

□ 预计货币政策维度三季度降准、四季度降息的概率较大

结合近期各重大会议的政策信号，我们预计货币政策维度三季度降准、四季度降息的概率较大，一方面积极推动宽信用，改善企业资金可得性，另一方面进一步推动降低企业融资成本。值得注意的是，8月4日央行新闻发布会中提出“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，我们认为体现出政策较为关注资金是否有效进入实体部门，在做好逆周期调节、投放流动性的同时，引导资金有效进入实体也是关键。今年初以来银行间市场回购成交量中枢持续攀升，6月以来多日维持在8万亿上方的体量，我们认为后续央行在维持宽松基调的同时，也将更加强调防止资金空转、引导资金进入实体，进而强化稳增长效率。

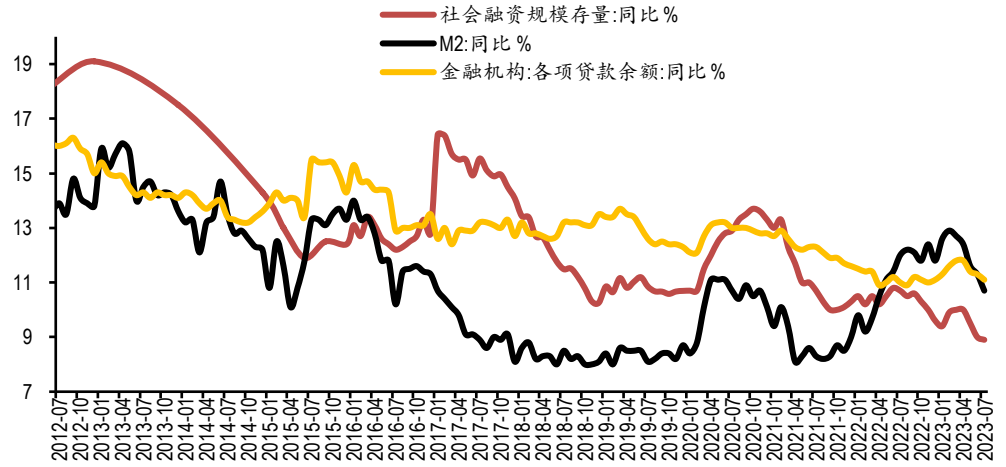
其他的政策工具方面，预计结构性政策工具也将持续发力，7月14日，人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”，预计下半年仍可期待新创设的结构性政策工具。预计政策性金融工具也有望新增额度，发挥“准财政”属性。

7月政治局会议指出，要加强逆周期条件和政策储备，我们认为下半年资产价格核心受流动性驱动，流动性宽松环境下，预计无风险收益率将进一步下探，形成股债双牛格局。

□ 风险提示

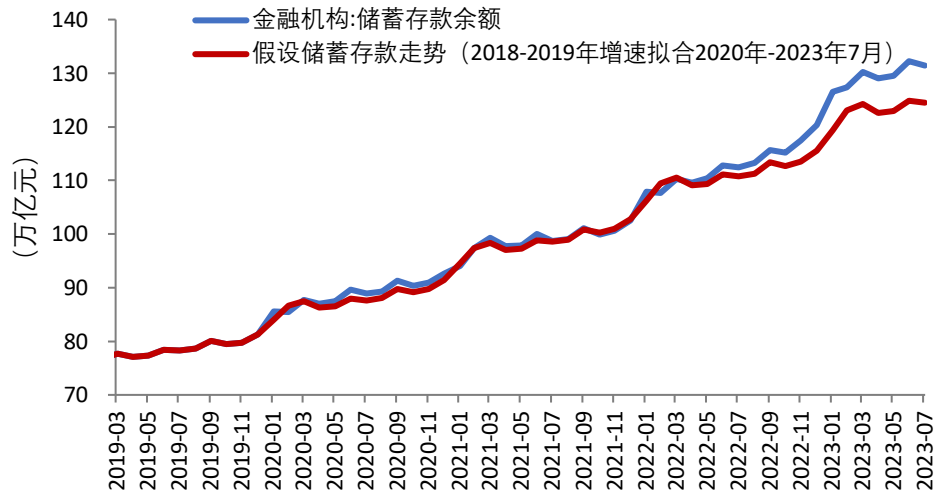
企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期；数据测算或存偏差风险。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 居民超额储蓄受季节性因素影响略有回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>