

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师: 杨欣 (分析师)

联系方式: 0871-63577091

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

7月社融缘何低迷 报告摘要

7月末社会融资规模存量为365.77万亿元,同比增长8.9%,增速较上月下滑0.1个百分点。增量为5282亿元,比上年同期少2703亿元,对实体经济发放的人民币贷款仅增加364亿元,同比少增3892亿元。

在低基数背景下,本次社融增量再度创下2016年8月以来的新低。数据出现超季节性回落主要是由于上月冲量过后,偏弱的融资需求无法支撑起本月的信贷增长。

接下来我们逐项进行分析。

先来看国内信贷,分部门看,居民短期贷款大幅减少,这意味着居民更多可能还是“穷游”,以及更愿意选择消耗存款去进行消费,可以看到7月居民存款减少了8093亿元,同比多减了4713亿元。

居民中长期贷款同比多减与7月地产销售延续低迷的态势一致。新房二手房成交均不理想,居民对地产行业未来发展的信心不足,观望情绪仍旧浓厚。

企业部门短贷减少主要也是因为信贷需求被提前透支。中长期贷款的增加还是得益于稳增长政策的发力,银行持续加大对科技创新、绿色发展等重点领域的中长期信贷投放力度。

到此,可能大家会有疑问,既然7月信贷数据和4月高度相似,那么当前的宏观环境是否与4月相同呢?

我们认为当前的宏观环境与4月时并不相同,当前经济修复的动力和预期是更好的。一是当前部分经济数据已呈现积极迹象。二是政策发力预期增加。

企业债券净融资1179亿元,同比多219亿元,对社融增长起到小幅支撑作用。政府债券净融资4109亿元,同比多111亿元,贡献主要来源于在去年低基数下,地方政府债的同比多增。

流动性方面,M2同比增速的降低一来是信贷投放减少,相应的派生力度也就减弱;二来可能是由于6月存款利率调降,导致存款资金流向了银行理财等收益率相对高一些的产品;三来可能与缴税使企业部门存款向政府部门流动有关,7月财政存款增加了9078亿元。

最后进行一个总结。本次社融增量创下2016年8月以来新低,主因6月考核压力下信贷透支,以及经济内生动力偏弱信贷需求不足,导致的人民币信贷超季节性回落。从结构来看,居民和企业部门信贷增长情况均不理想,政府债发行进度偏慢对社融的支撑也有限。

不过当前面临的宏观环境和信贷同样大幅回落的4月并不一样。物价、工业企业利润、PMI等数据反映出内需已有好转迹象,制造业去库周期或将转为补库,稳增长、提振市场信心等政策措施的进一步落实和发力也将为经济修复助力,之后信贷增长或将迎来好转。

相关研究

7月PMI继续企稳回升

2023.07.31

6月经济数据有哪些新信号?

2023.07.17

6月金融数据的两个主要特征

2023.07.12

6月PMI小幅企稳

2023.06.30

如何看待5月经济数据

2023.06.15

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

稳增长政策不及预期、落地速度慢以及见效不佳;疫情反复影响国内需求恢复;欧美等海外经济超预期放缓既拖累我国出口表现;美国投资限制禁令可能对我国高科技制造业投资及转型升级形成制约

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-08-11

未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

图 1. 社融结构一览	4
图 2. 信贷季末冲量，次月回落	5
图 3. 地铁客运量维持在近年同期最高水平	6
图 4. 7 月铁路旅客发送量大幅超过往年同期	6
图 5. 30 大中城市日均商品房销售进一步走弱	7
图 6. 2022 年起中长期贷款中经营贷占比上升	7
图 7. 地方新增专项债净融资季节性图	9

表目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)
2023-08-11
未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

7月末社会融资规模存量为365.77万亿元，同比增长8.9%，增速较上月下滑0.1个百分点。增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元，对实体经济发放的人民币贷款仅增加364亿元，同比少增3892亿元。

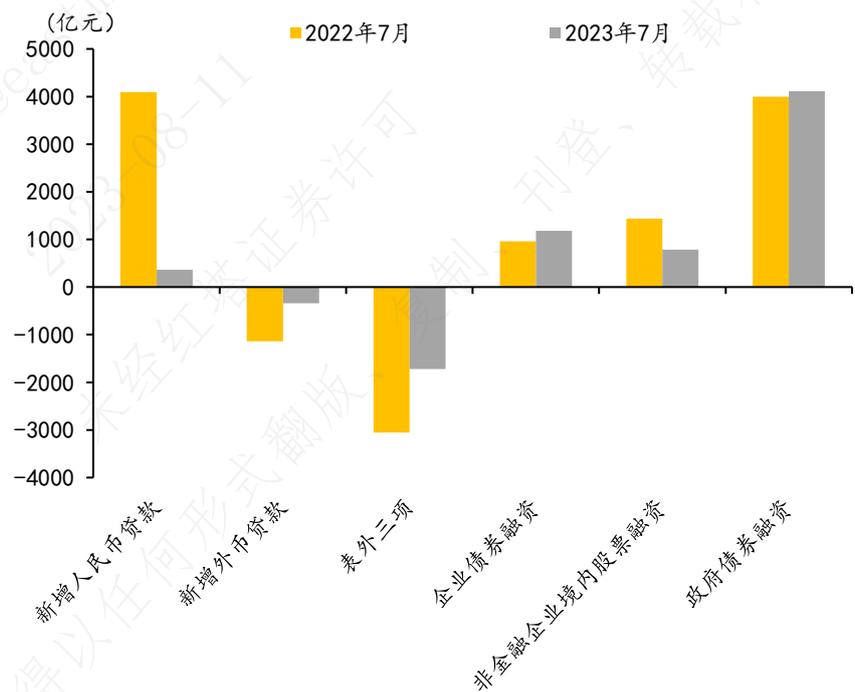
在低基数背景下，本次社融增量再度创下2016年8月以来的新低。人民币信贷成为最大的拖累项，7月信贷口径下人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元，远不及历史同期均值（2018-2021年）的1.15万亿元。

数据出现超季节性回落主要是由于上月冲量过后，偏弱的融资需求无法支撑起本月的信贷增长。

季末当月数据高出市场预期，次月数据低于市场预期，这样的特征我们在今年3月和4月的金融数据中也能看到，相同的是，居民和企业部门的融资中，也仅有企业中长期贷款呈正增加，其他项均减少。

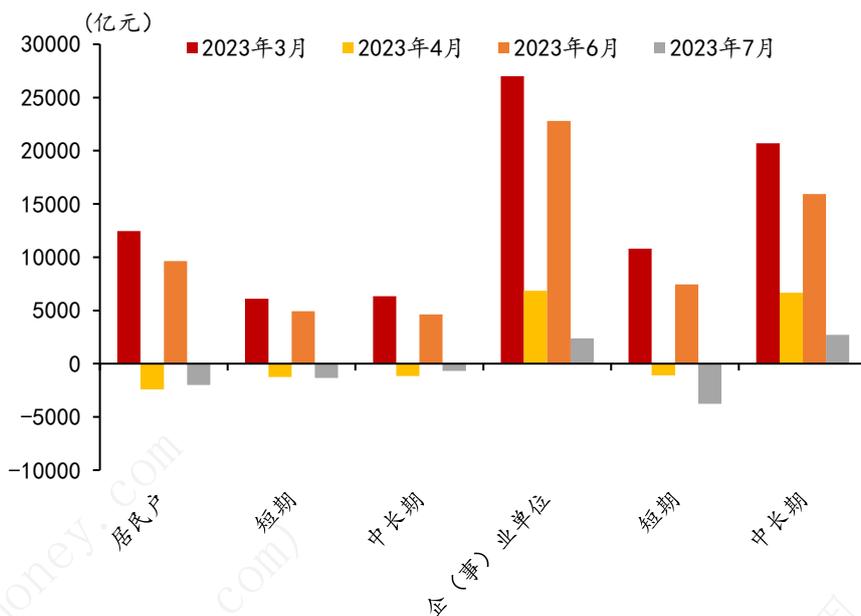
截止2023年一季度末，商业银行净息差仅为1.74%，已跌破1.8%的警戒线，此前低利率的贷款已经压缩了银行的利润空间，在季末考核期结束后，银行资产端继续支持低息放贷的必要性也有所下降。

图 1. 社融结构一览



资料来源：Wind，红塔证券

图 2. 信贷季末冲量，次月回落



资料来源: Wind, 红塔证券

接下来我们逐项进行分析。

先来看国内信贷，7月信贷口径下人民币贷款新增3459亿元，同比少增3498亿元。分部门看，住户贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元，其中，短期贷款减少1335亿元，同比多减1066亿元；中长期贷款减少672亿元，同比多减2158亿元。

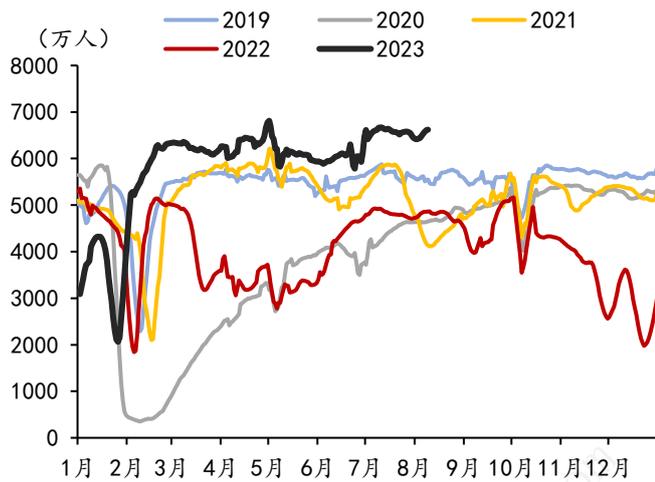
从微观数据来看，出行流量和文娱消费数据明显增长，居民消费贷需求应该也是增加的。7月12大城市日均地铁客运量为6575万人次，同比增长36.4%、环比增长9.1%。国铁集团发布数据显示，7月全国铁路发送旅客4.06亿人次、日均1310万人次¹，大幅超过往年同期水平，今年1-7月发送旅客累计达到21.8亿人次，首次超过疫情前，较2019年同期增长2.2%。

线下演出活动也强势复苏，不仅直接推动文娱消费增加，也带动了相关的旅游消费。据灯塔数据统计，7月演唱会票房达10.6亿元，观演人次151.8万人，同比增长18.1%，环比增长16.7%。

但短期贷款大幅减少，这意味着居民更多可能还是“穷游”，以及更愿意选择消耗存款去进行消费，可以看到7月居民存款减少了8093亿元，同比多减了4713亿元。

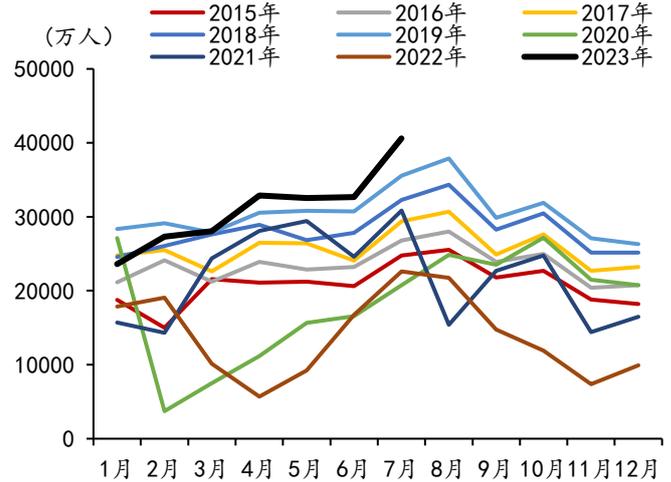
¹ 数据来源: <https://mp.weixin.qq.com/s/whiKrkAbKe9TuoCmVkybYA>

图 3. 地铁客运量维持在近年同期最高水平



资料来源：Wind，红塔证券

图 4. 7月铁路旅客发送量大幅超过往年同期



资料来源：Wind，国铁集团，红塔证券

居民中长期贷款同比多减与 7 月地产销售延续低迷的态势一致。新房二手房成交均不理想，居民对地产行业未来发展的信心不足，观望情绪仍旧浓厚。30 大中城市日均商品房销售面积同比下降 27.3%，环比下降 16.3%，克尔瑞报告显示，17 个重点城市 7 月二手房成交面积同环比均下降 14%²。

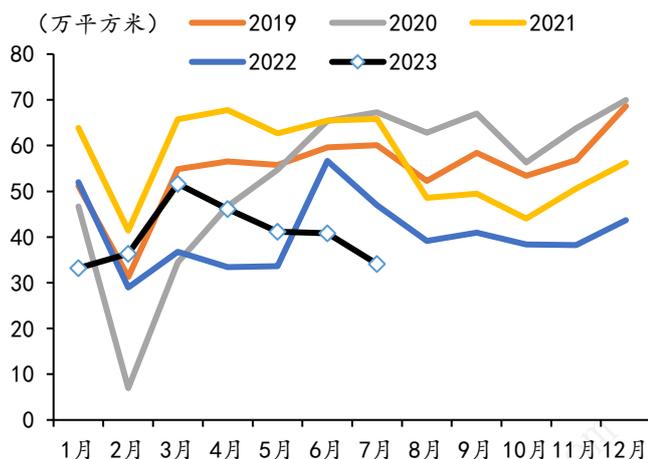
2022 年以来地产行业进入低谷期，房价上涨预期不再以及楼房交付延期使居民减少购房同时提前还贷，新增个人住房贷款减少，银行为了弥补房贷增速下滑对业绩的冲击，开始加大对其他消费贷和经营贷的投放，后者也符合政策加大普惠金融支持力度的要求。我们可以看到，2022 年以来的居民中长期贷款增量中，经营性贷款占比增加，今年 5、6 月的居民中长期贷款增量中，经营贷分别贡献了 102.3%、64.4%。

但完成季末的业绩考核后，银行对居民户投放经营贷的力度也就减弱了，此前 3、4 月的数据也可以印证这一点，3 月居民新增中长期经营性贷款达到 3661 亿元，而 4 月仅有 955 亿元。

所以，在房屋销售持续低迷，个人按揭贷款增长乏力的时候，经营贷投放力度减弱更加拖累了居民户贷款的增长速度。

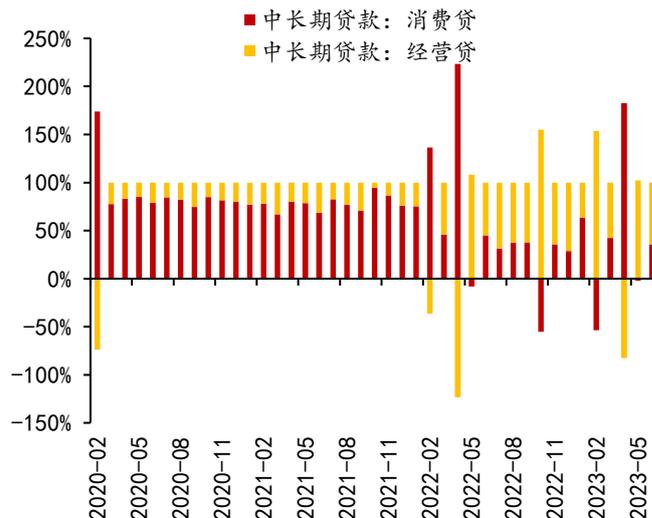
² 数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/PcEJUee3saG8UwhYIY7TwA>

图 5.30 大中城市日均商品房销售进一步走弱



资料来源: Wind, 红塔证券

图 6.2022 年起中长期贷款中经营贷占比上升



资料来源: Wind, 红塔证券

企业部门短期贷款减少 3785 亿元, 同比多减 239 亿元, 中长期贷款增加 2712 亿元, 同比少增 747 亿元, 票据融资增加 3597 亿元, 同比多增 461 亿元。

短贷减少主要也是因为信贷需求被提前透支。中长期贷款的增加还是得益于稳增长政策的发力, 银行持续加大对科技创新、绿色发展等重点领域的中长期信贷投放力度。

到此, 可能大家会有疑问, 既然 7 月信贷数据和 4 月高度相似, 那么当前的宏观环境是否与 4 月相同呢?

我们认为当前的宏观环境与 4 月时并不相同, 当前经济修复的动力和预期是更好的。

一是当前部分经济数据已呈现积极迹象。

PPI 环比下降 0.2%, 降幅比上月收窄 0.6 个百分点, 石油天然气开采业和黑色金属矿采选业的价格已经环比上涨, 这意味着市场对于未来的预期已经有所好转。PPI 同比增速为-4.4%, 降幅较上月收窄 1 个百分点, 6 月份大概率已迎来同比增速底。

考虑到库存周期底部往往滞后于 PPI 同比增速底, 同时工业企业利润降幅已连续 4 个月收窄, 7 月 PMI 新订单指数也回升了 0.9 个百分点, 制造业或将从去库慢慢转向补库, 投资扩产行为有望带动企业部门信贷需求增加。

CPI 同比增速虽然有小幅回落, 但在服务业持续回暖的带动下, 核心 CPI 反弹, 同比增速较 6 月提高 0.4 个百分点, 环比也增长了 0.5%, 创下近年来的新高。暑期消费的持续释放有望带动后续居民户消费贷、个体经营户经营贷等需求的增长。

二是政策发力预期增加。

7 月末政治局会议提到“加大宏观政策调控力度, 着力扩大内需、提振信心、防范风险”, 这意味着政策底已经到来, 后续一系列稳增长、提振市场

信心等政策措施的逐步落实和发力有望加快经济修复速度，进一步带动实体部门融资需求增加。

表外三项方面，委托贷款增加 8 亿元，同比少增 81 亿元，这与地方新增专项债等基建相关资金落地速度放缓，以及地产市场走弱导致公积金贷款减少有关。

信托贷款增加 230 亿元，同比多增 628 亿元。主要是受益于监管将金融十六条的部分政策延期并鼓励金融机构提供配套融资，以及 7 月初监管下发了信托业务分类配套政策，为信托产品转型指明了方向。该政策明确了信托产品可以参与债券回购业务及衍生品业务，放开了投资限制。用益信托报告显示，7 月集合信托产品成立规模环比增加 127.8 亿元，增幅达到 25.97%³。

未贴现的银行承兑汇票减少 1962 亿元，同比少减 782 亿元，符合冲量特征，与表内票据增加相对应。

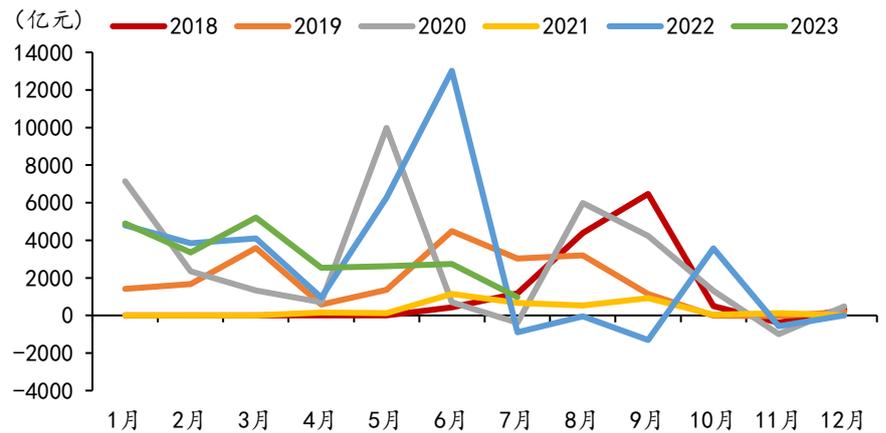
企业债券净融资 1179 亿元，同比多 219 亿元，对社融增长起到小幅支撑作用。受益于 7 月以来金融十六条中房企融资政策延期、相关部门发声支持刚性、改善型购房需求等利好政策出台，房企融资环境得到明显改善，7 月房地产行业信用债发行规模达到 591.8 亿元，环比增长 49.8%，净融资额同比增加了 189.3 亿元。未来随着各类地产扶持政策落地、“第二支箭”逐步扩容、“三支箭”力度进一步加大，房企尤其是民营房企融资环境有望继续改善。

政府债券净融资 4109 亿元，同比多 111 亿元，贡献主要来源于在去年低基数下，地方政府债的同比多增。

2022 年在新增专项债要求在 6 月底前发行完毕的推动下，截至 6 月末，发行规模已达到 3.4 万亿元，基本完成了发行要求，7 月时地方新增专项债仅发行了 613 亿元，净融资额为-902 亿元。今年虽然新增专项债发行速度放缓，7 月净融资 972 亿元，6 月为 2735 亿元，但在低基数的影响下，同比多增了 1874 亿元，也就为政府债券融资提供支撑。

³ 数据来源：<https://www.yanglee.com/Studio/Details.aspx?i=121900>

图 7. 地方新增专项债净融资季节性图



资料来源: Wind, 红塔证券

流动性方面, 7 月末, 广义货币(M2)余额同比增长 10.7%, 增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 1.3 个百分点。

M2 同比增速的降低一来是信贷投放减少, 相应的派生力度也就减弱; 二来可能是由于 6 月存款利率调降, 导致存款资金流向了银行理财等收益率相对高一些的产品; 三来可能与缴税使企业部门存款向政府部门流动有关, 7 月财政存款增加了 9078 亿元。

狭义货币(M1)余额同比增长 2.3%, 增速分别比上月末和上年同期低 0.8 个和 4.4 个百分点, “M2-M1”剪刀差再度扩大 0.2 个百分点至 8.4%。除去基数明显升高的影响外, 经济修复动力弱, 资金活化效率低是更重要的原因。

最后进行一个总结。本次社融增量创下 2016 年 8 月以来新低, 主因 6 月考核压力下信贷透支, 以及经济内生动力偏弱信贷需求不足, 导致的人民币信贷超季节性回落。从结构来看, 居民和企业部门信贷增长情况均不理想, 政府债发行进度偏慢对社融的支撑也有限。

不过当前面临的宏观环境和信贷同样大幅回落的 4 月并不一样。物价、工业企业利润、PMI 等数据反映出内需已有好转迹象, 制造业去库周期或将转为补库, 稳增长、提振市场信心等政策措施的进一步落实和发力也将为经济修复助力, 之后信贷增长或将迎来好转。

具体来看, 后续政府债的发行及使用情况有望对社融及基建投资形成支撑。据 21 财经报道, “近期监管部门通知地方, 要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕, 原则上在 10 月底前使用完毕。”⁴

今年前 7 个月新增地方债已发行 2.5 万亿元, 也就意味着剩余的 1.2 万亿元(剔除 1000 亿元的中小银行专项债额度)要在 8-9 月发行完毕, 平均每月发行规模要达到 6014 亿元。万得数据显示, 8、9 月新增专项债总偿还量分别为 2470 亿元、5110 亿元, 因此预计净融资额分别达到 3545 亿元、905

⁴ 资料来源: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1773036317745808894&wfr=spider&for=pc>

亿元(去年8月和9月分别为-42亿元、-1307亿元)。再加上国债后起发力,预计政府债券对社融的支撑将有所增强。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

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。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。