



宏观点评

融资需求低迷或提升政策加码预期

——2023年7月金融数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《社融增速或见底——2023年6月金融数据点评》

《经济主题正在修复资产负债表——2023年5月金融数据点评》

《贷款收敛、存款减少，“做低利率”惯性延续——2023年4月金融数据点评》

《为何强信贷没有带来强增长？——如何理解一季度强信贷与弱预期的组合》

投资要点:

● 2023年8月11日人民银行发布7月份金融统计数据，从具体分项来看：

(1) 社会融资规模：7月份新增社融5282亿，同比少增2703亿，截至7月末，社融存量同比增速从9%回落至8.9%。从社融的结构来看，人民币贷款同比少增是7月社融同比少增的主要拖累，社融口径人民币贷款新增364亿，同比少增3892亿元；企业债券、政府债券融资小幅多增，分别同比多增219亿元和111亿元，对7月社融同比少增影响较小。

(2) 新增贷款：7月新增人民币贷款3459亿元，同比少增3498亿。截至7月末，金融机构人民币贷款余额同比增长11.10%，增速较6月份回落0.2个百分点。从结构上看，票据融资增加3597亿元，同比多增461亿元；非银金融机构贷款增加2170亿元，同比多增694亿元，是唯一实现同比多增的分项；居民端短贷和中长贷双双负增长，居民贷款需求疲弱，居民提前还贷行为或仍在持续；企业端短期贷款大幅转降，中长期贷款显著回落，企业部门再现2022年7月拖累新增贷款的特征，是去年7月以来企业部门首次对贷款形成拖累。

(3) 货币供应：7月末M2同比增长10.70%，环比下降0.6个百分点，同比下降1.3个百分点；M1同比增长2.30%，环比回落0.8个百分点，同比回落4.4个百分点，增速环比双降之下M2-M1剪刀差扩大0.2个百分点，经济活性程度继续下降。

(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差上升至8.4个百分点的高位水平；社融和贷款同比少增导致社融和贷款增速与M2增速的剪刀差双双上升，前者回升至-1.80个百分点，后者上升至0.4个百分点。

- **经济内生融资需求依旧低迷。**7月新增贷款规模明显低于预期，或主要有三方面原因：(1) 经济内生融资需求低迷，从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，7月份，3个月期和6个月期国股银票转贴现利率月度均值大幅下降，月底更是“抢票据”冲量贷款压低了票据利率中枢，6月份贷款冲量之后，7月份出现企业短期贷款“净偿还”，显示6月份贷款增长或部分透支了7月份融资需求，然而从6月至7月新增贷款规模的较大波动，反映经济内生融资需求复苏缓慢；(2) 逆周期调节政策对贷款投放的拉动作用减弱，7月份石油、沥青开工率依然在较低水平运行，虽然7月下旬石油沥青开工率有所回升，但从原材料生产到基建项目实物工作量增加存在一定时滞，叠加高温天气因素，7月基建投资或有所走弱，导致投资相关的贷款需求走弱，去年推行的政策性金融工具撬动一季度配套贷款增长之后，7月份新增贷款规模滑落或表明逆周期调节政策效应正在减弱，经济本身的内生融资需求低迷制约了贷款投放；(3) 居民提前还贷或是影响余额

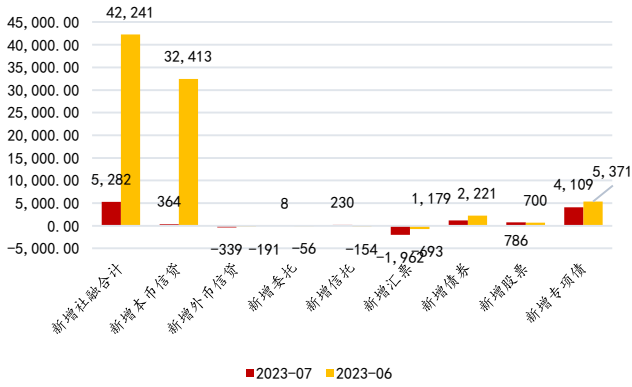
的因素，但增长规模更反映出居民对加杠杆愈加审慎，表现为 6-7 月地产销售“二次探底”、汽车销售明显转弱，导致居民新增贷款需求偏低。从本币贷款增长来看，贷款需求明显减少、票据冲量特征显著，7 月新增信贷 3459 亿。居民部门信贷减少 2007 亿，居民短期和中长期信贷当月分别减少 1335 亿和 672 亿；企业部门信贷增加 2378 亿，企业短期贷款当月减少 3785 亿，企业中长期信贷当月增加 2712 亿，企业票据融资当月增加 3579 亿；非银金融机构贷款当月增加 2170 亿。

- **贷款少增之下债券融资成为社融增量主要贡献。**7 月新增社会融资规模同比明显少增，主要拖累项对实体经济发放的人民币贷款，仅新增 364 亿元，同比少增 3892 亿元；政府债券净融资和企业债券净融资均同比小幅多增，二者是 7 月社融增量的主要贡献项，但对 7 月社融同比变化影响较小。7 月社融增量结构特征发生明显变化，主要组成部分由前期的贷款转变为债券融资，2022 年-2023 年季初首月社融增量主要组成部分为债券融资、其他月份社融增量主要组成部分为贷款的季节性特征格外凸显。预计 8 月至 9 月政府债券融资或继续是新增社融的主要部分，7 月 24 日中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，近期监管部门要求 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，根据全国人大批准的预算报告，2023 年全年新增专项债额度在 3.8 万亿，截至 7 月底还有 1.34 万亿尚未发行，若以 9 月发完计算，则 8-9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右。根据中国债券信息网披露的 22 个省市发行计划来看，22 个省市 8 月计划发行新增专项债 4251.23 亿，9 月计划发行新增专项债 2908.46 亿，考虑到未披露发行计划的省市多数是新疆、西藏、宁夏等发债规模相对小的省市，实际 8-9 月专项债提前发布额度超出发行计划的幅度可能更大，如果按 12 个未公布计划省市平均发行规模是 22 个已公布计划省市的一半估算，8-9 月一共要多发专项债 4300 亿左右，对 8-9 月社融存量单月增速的拉动约 0.06 个百分点。
- **季节性因素、提前还贷与存款转理财共同驱动存款减少。**7 月人民币存款减少 11200 亿元，一方面，新增存款在 7 月具有季节性下降或减少的特征，背后因素在于存款和理财的季节性转化特征，银行往往存在季末考核，6 月银行存款考核目标下存款往往多增，而 7 月在前期存款多增后存款主体有寻求更高收益率资产的需求；另一方面，居民提前还贷和前期存款利率调降也推动了存款减少，虽然 RMBS 条件早偿率指数在 5 月达到最高点 0.215 后逐步回落，但 7 月大部分时间仍然在 0.17 左右的较高水平，指向居民房贷提前偿还现象依然存在，依然对居民存款减少有所支撑，存量房贷利率调整或许加快落地；而前期落地的存款利率调降，尤其是部分定存产品利率调降或推动了企业部门存款减少，比价效应下理财更受青睐，存款转理财也是 7 月存款减少的原因之一。
- **金融数据或推动经济政策加码的预期升温。**7 月底中央政治局会议宣告财政和货币等“宏观政策组合拳”将在下半年推进落地，从金融数据来看，一方面居民和企业部门共同选择“少负债、多存款”修复资产负债表，当基建等逆周期调节政策撬动贷款的效应减弱之后，贷款投放在内生融资需求偏弱的背景下出现较大波动，那么前期以低息取得的贷款留存于银行间体系，直接提升了资金套利与空转的风险，贷款政策面临类“流动性陷阱”的风险困境；另一方面，7 月 24 日中央

政治局会议定调总量经济政策加强“逆周期调节”，总量和结构货币政策工具均有继续宽松的空间，下半年化解地方政府隐性债务风险、城中村改造和保障性住房建设、一线城市地产调控政策优化以及存量房贷利率调降等政策或循序渐进推出，如此在7月中央政治局会议之后，市场再次回到了“强预期、弱现实”的状态，7月份同比少增的贷款和社融或继续提升市场对稳增长和宽信用政策加码的期待，对于三季度是否会“降准”以及存量房贷利率调降压力下是否会有“降息”，或将是8月中旬MLF操作前后市场博弈的焦点。

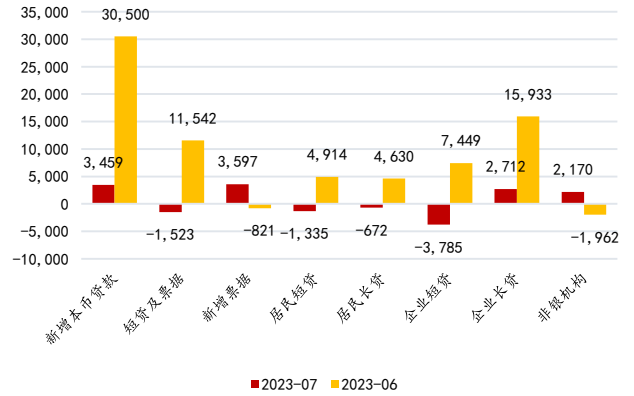
- **市场：利率拐点或还未出现。**7月底中央政治局会议确立“逆周期”政策调节基调，“预期差”一度导致债券收益率快速反弹，10年期国债收益率在触及2.59%之后至今横亘在2.65%左右水平，至8月11日央行发布低于预期的7月金融数据发布后边际下探。政策层面的“预期差”引致利率上行或只是一次性脉冲反应，从“稳增长”政策实施到经济基本面向好确立利率拐点，中间还需要一个中介变量来反复“确证”政策效应，而这一个中介变量或可选择“信贷脉冲”以及与之相关的“信用周期”。7月金融数据低于预期再次印证我们前期报告《信用收缩阶段或难现利率趋势性拐点——流动性创造系列专题之十二》中对于金融周期仍处于信用收缩阶段的判断，当前依旧处于宽松后周期，信贷脉冲平缓下移对应利率尾部继续拉长，利率或未迎来趋势向上的拐点，“强预期”还需要兑现为“强现实”，利率拐点的研判或才有意义。
- 从观测政策效应的中介变量信贷脉冲和信用周期来看，7月份同比少增的社融或意味着信贷脉冲同比增速继续下行，而驱动信贷脉冲重归同比上行节奏的核心驱动即是实体经济部门从去杠杆阶段进入加杠杆阶段，然而二季度以来存款和贷款的相对变化则显示企业和居民部门均处于主动降杠杆、降负债的阶段，预计将在近期落地的调降存量房贷利率等政策对于减轻居民部门利息支出压力、缓和资产负债表去杠杆压力固然有效果，但是距离居民部门恢复加杠杆、带动信贷脉冲反弹，或犹显“效力”不足，在当前类“流动性陷阱”风险可能削弱货币政策宽松效应的情况下，如何稳定居民收入增长及预期、稳定居民即期现金流或才是稳定杠杆率的基础。下半年调降存量房贷利率或循序渐进推进至实处，但是仅仅调降存量房贷利率对于减缓居民部门资产负债表压力或依旧不够。
- **风险提示：**（1）警惕出口对经济增长的拉动作用进一步下降；（2）警惕内部消费或难以抵补对冲外部需求的下滑；（3）警惕促销费、稳地产等经济刺激政策超预期的风险。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



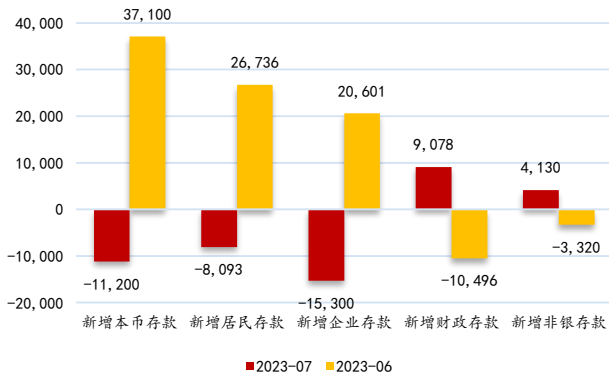
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



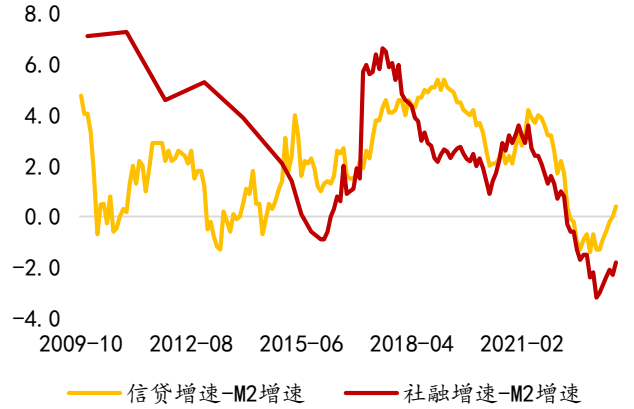
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家、中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富” 固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。