



7月社融启示：维持宽幅

震荡，无需过度担忧

股票投资策略简报(简报)

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

7月社融启示：维持宽幅震荡，无需过度担忧

事件：8月11日，人民银行发布2023年7月金融统计数据报告和社会融数据。2023年7月社融规模增量、新增人民币贷款规模分别为5282亿元、3459亿元，均低于市场一致预期1.1万亿、8480亿元；7月社融存量增速为8.9%，增速环比6月回落0.1pct。

一、7月信贷信号：并非预示国内经济显著放缓，无需过分担忧

7月信贷明显走低，既是季节性因素，也是信贷投放重回社会实际需求的体现。具体来看，一方面，虽然7月社融及新增人民币贷款规模均出现明显下滑，但参考历史数据来看，7月为信贷投放小月，多有“跳空”现象，倘若观察社融存量增速，实际上仅环比放缓0.1pct至8.9%。另一方面，7月新增人民币贷款累计增速11.9%，年初至今呈现趋势性放缓，较大可能与今年信贷投放前置有关。事实上，2023H1企业中长期信贷累计投放9.71万亿，已经达到2022年全年规模的88%水平。2023H1国内经济虽筑底回暖，但复苏力度较弱，即经济对于货币的实际需求，远低于社融名义增长，预计2023H2社融增速仍将趋于放缓，并向社会实际需求逐步靠拢。

二、PPI拐头，国内经济被动去库了吗？显然未到

近期PPI拐点回升，引发市场乐观情绪，“被动去库”真的到了吗？我们认为国内经济的“被动去库”阶段尚需等待，逻辑如下：一是居民消费拐点虽至，但动力犹弱。居民薪资、就业向上拐点已现，但两者均低于近5年均值水平。我们观察：（1）7月居民短期贷款新增-1,335亿元，同比少增1,066亿元；（2）7月新增居民中长期贷款-672亿元，明显低于季节性均值；累计同比-18.5%，降幅环比上月回落了12.1pct，扭转了5-6月趋于收窄的良好势头，显示当前居民购房意愿依然疲弱，地产风险犹在。二是企业具备生产能力，但意愿较弱。年初至今工业用电增速虽有回升，但仍处于近年来较低水平；同时，观察7月M1同比2.3%，增速环比上月继续放缓了0.8pct，且已经连续6个月放缓甚至接近历史低位水平。显然，无论居民还是企业“花钱”意愿仍旧较低，才导致M1趋于回落。因此，即便PPI拐头“降幅收窄”，其更多或受基数效应影响，而并非具备持续向上的动力——“被动去库”显然未到。

三、市场流动性偏弱

7月社融、M2双双放缓，且“M2%-社融%”增速差收窄至1.8pct，为2022年10月以来低点；同时，代表市场剩余流动性的“M1%-短融%”增速差亦连续2个月收窄，意味着不仅国内资金总量在持续边际收紧，而且市场流通的“有效资金”也越来越少。

四、A股大概率维持宽幅震荡

我们维持对A股市场：“乐观不冒进”的观点不变。乐观方面表现在：一方面，估值底已现，市场剩余流动性再弱也差不过2022Q4；另一方面，盈利底已现，2023Q2国内经济大概率筑底，不仅消费能力回升，内需拐点浮现，而且工业增加值回升、产能利用率改善，并带动企业ROE回暖，可以预计2023H1全A非金融ROE有望在资产周转率及净利率改善的双驱动下进一步回升。谨慎态度则表现为：（1）市场剩余流动性依然较弱，难以支持A股明显上涨；（2）企业ROE虽有改善趋势，但产能利用率偏弱、PPI未见明显上行动力，故亦是弱势回升。静待国内经济进入“被动去库”阶段，方有望类比2020年，走出较大行情。

风险提示

（1）国内经济复苏不及预期；（2）消费能力回升弱于预期；（3）工业用电增速持续疲弱。

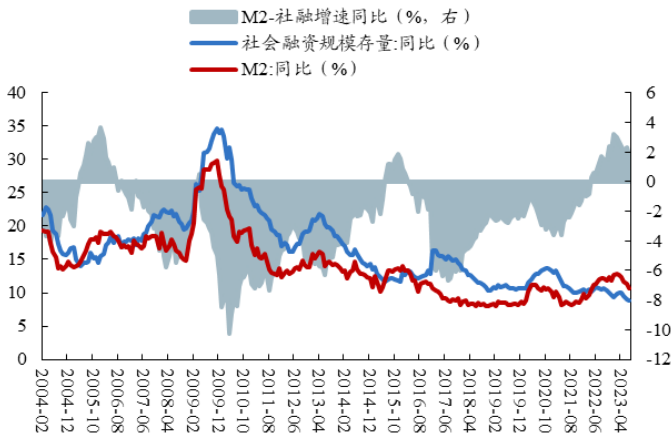


图表1: 7月市场剩余流动性表现偏弱



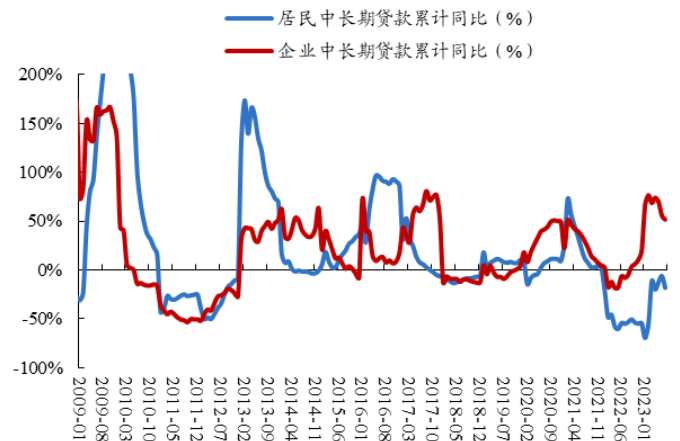
来源: Wind、国金证券研究所

图表2: 7月社融增速回落, M2-社融收敛



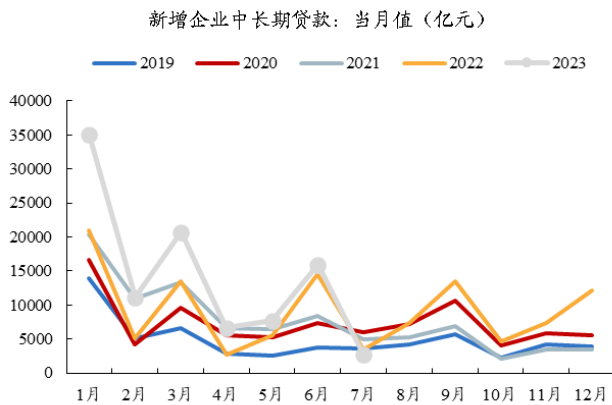
来源: Wind、国金证券研究所

图表3: 7月企业和居民中长期贷款增速均表现放缓



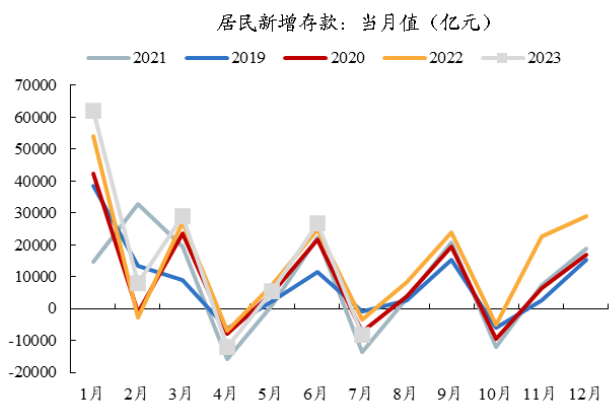
来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 2023年7月新增企业中长期贷款偏弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 2023年7月居民存款进一步释放



来源: Wind、国金证券研究所



风险提示

- (1) 国内经济复苏不及预期;
- (2) 消费能力回升弱于预期;
- (3) 工业用电增速持续疲弱。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究