

2023年08月12日

金融数据低于预期，政策储备持续释放

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 人民币信贷：居民与企业贷款超季节性回落

7月新增信贷下滑，大幅弱于季节性。7月新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元，尽管7月为信贷小月，但本次比近五年同期均值少增7064亿元，创近十年来新增信贷的新低。

结构上看，非银贷款多增，企业与居民贷款同时下滑，地产销售磨底与基建资金面放缓是主要因素。个贷增长依然被地产销售行情低迷拖累，而7月个人短期贷款如消费贷的下滑可能与上半年增长较多带来的透支效应有关。企业中长贷同比少增747亿元，是2022年7月以来首次同比负增。一方面，银行信贷大规模投放在二季度进入尾声，7月属于缓冲期，金融机构贷款投放力度不及上半年。企业收入下滑明显、抵押资产价值缩水等因素或也对银行贷款投放形成制约。另一方面，随着政策性金融工具的使用收尾，基建中长期配套贷款相应减少，企业中长贷增长乏力。企业短贷同比少增239亿元，反映企业经营活跃度边际回落。此外，表内票据的多增和票据利率在7月持续下行指向较弱的贷款结构下银行冲量的现象。

● 社融：信贷放缓导致社融超预期下行

7月新增社融5282亿元，同比少增2503亿元，社融存量增速下降0.1个百分点至8.9%。实体部门中长期需求放缓叠加政府债券发行并未改善，社融主要的拖累项为人民币贷款和直接融资。

社融口径新增人民币贷款364亿元，同比少增3724亿元，在地产偏弱、基建支撑作用下降的同时，金融机构信贷支持力度边际有所减弱，居民和企业融资需求显著放缓。表外融资总体同比少减。表外票据和信托贷款分别同比少减782和多增628亿元，委托贷款小幅缩量，同比少增81亿元。

政府债券新增4109亿元，同比小幅多增。截至7月底，地方政府专项债共发行2.48万亿。截至8月11日，还剩余约1.05万亿新增专项债额度。根据2023年新增专项债需于9月底前发行完毕的要求，预计8-10月专项债将加力发行，大概率在10月底前发行完毕。鉴于2022年三-四季度政府债券规模较低，后续政府债券融资同比将有所改善。

● M2与存款：M2降幅走阔，居民和企业存款同比多减

7月M1同比下降0.8个百分点至2.3%，M2同比下降0.6个百分点至10.7%。社融-M2剪刀差有所改善，回升至-1.8%（前值为-2.3%）。相比6月，M1降幅缩小，M2降幅走阔。存款结构来看，居民和企业存款同比多减，非银机构存款少增，财政存款多增。居民存款减少8093亿元，同比多减4713亿。居民存款同比大幅多减原因或许有三：基本面和就业仍偏弱的背景下，居民收入仍弱；存量房贷利率居高，居民倾向于将存款用于还贷；存款利率下调后，储蓄流出现象愈发严重，一部分储户将储蓄资金转移至保险等长期且收益略高的产品。企业存款同比多减4900亿元。企业存款超季节性下滑主要受信贷较差，贷款向存款派生减弱影响。财政存款增加9078亿元，同比多增4215亿元，7月为季初缴税月份，财政存款同比多增指向税收收入有一定改善，且财政支出偏慢。非银存款同比少增3915亿元，或与7月金融市场活跃度较弱有关。

● 需求有望边际恢复，社融存量增速或触底回升

7月大幅不及预期的信贷社融数据反映当前经济需求不足。也要看到，积极因素正在积累，政策拐点已至，需求有望边际恢复。7月政治局会议释放积极信号，同时，减税、降存量房贷利率、稳民营经济等政策逐步出台。7月新一轮修复开启，基建、黑色、化工、暑期消费等高频指标边际好转；三季度可能迎来库存周期切换，即从主动去库到被动去库。后续随着专项债加速发行带来基建增量、地产需求端因城施策放松，以及更多需求端政策陆续出台，需求有望边际恢复，下半年社融存量增速或触底回升。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《通胀趋势仍在向下，联储或难继续加息——美国7月CPI点评—宏观经济点评》-2023.8.11

《核心CPI超季节性回升——7月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.8.9

《出口同比或将见底回升——7月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.8.8

目 录

1、 人民币信贷：居民与企业贷款超季节性回落.....	3
2、 社融：信贷放缓导致社融超预期下行	4
3、 M2 与存款：M2 降幅走阔，居民和企业存款同比多减.....	5
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 7 月商品房成交在低基数下增速仍弱.....	3
图 2： 7 月底票据利率显著下行	3
图 3： 7 月居民贷款显著下滑	3
图 4： 表内票据大幅增长	3
图 5： 社融口径人民币贷款超季节性下滑	4
图 6： 7 月表外融资总体同比少减	4
图 7： 7 月专项债发行进度较缓慢	5
图 8： 7 月社融存量增速再次触底	5
图 9： 7 月居民存款同比大幅少增	6
图 10： 7 月提前还贷指数仍处高位	6
图 11： M1-M2 剪刀差已接近历史较低水平	6

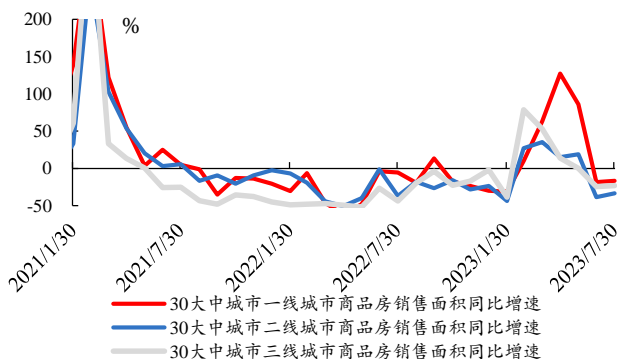
1、人民币信贷：居民与企业贷款超季节性回落

7月新增信贷下滑，大幅弱于季节性。7月新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元，尽管7月为信贷小月，但本次比近五年同期均值少增7064亿元，创近十年来新增信贷的新低。

结构上看，非银贷款多增，企业与居民贷款同时下滑，地产销售磨底与基建资金面放缓是主要因素。首先，居民贷款减少2007亿元，同比少增3224亿元，短贷与中长贷全面负增，分别同比少增1066、2158亿元。个贷增长依然被地产销售行情低迷拖累，而7月个人短期贷款如消费贷的下滑可能与上半年增长较多带来的透支效应有关。

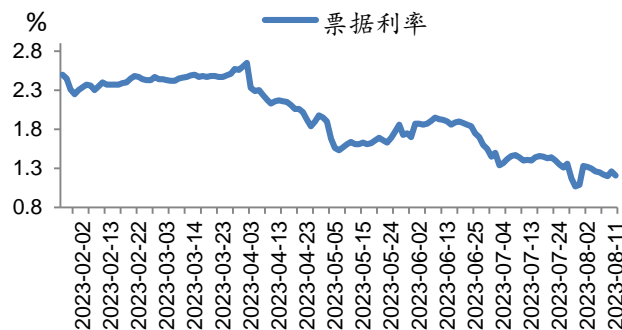
其次，企业贷款新增2378亿，同比少增499亿元，结构边际转差。企业中长贷同比少增747亿元，比近5年均值少增1871亿，是2022年7月以来首次同比负增。一方面，银行信贷大规模投放在二季度进入尾声，7月属于缓冲期，金融机构贷款投放力度不及上半年。另一方面，随着政策性金融工具的使用收尾，基建中长期配套贷款相应减少，企业中长贷增长乏力。企业短贷同比少增239亿元，反映企业经营活跃度边际回落。此外，企业收入下滑明显、抵押资产价值缩水等因素或对银行贷款投放形成制约。票据融资新增3597亿元，同比多增461亿元，高于季节性。表内票据的多增和票据利率在7月持续下行指向较弱的贷款结构下银行冲量的现象。非银机构贷款新增2170亿，同比多增694亿元，7月银行向非银金融机构的贷款有所增加。

图1：7月商品房成交在低基数下增速仍弱



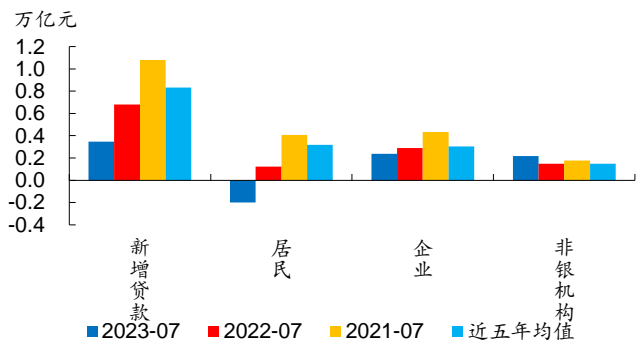
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7月底票据利率显著下行



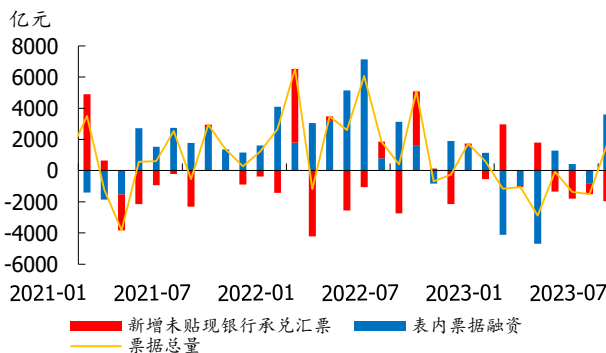
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7月居民贷款显著下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：表内票据大幅增长



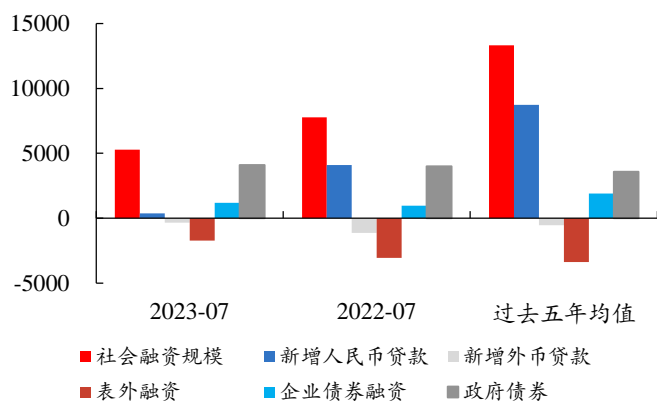
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、社融：信贷放缓导致社融超预期下行

7月新增社融5282亿元，同比少增2503亿元，社融存量增速下降0.1个百分点至8.9%。实体部门中长期需求放缓叠加政府债券发行并未改善，社融主要的拖累项为人民币贷款和直接融资。

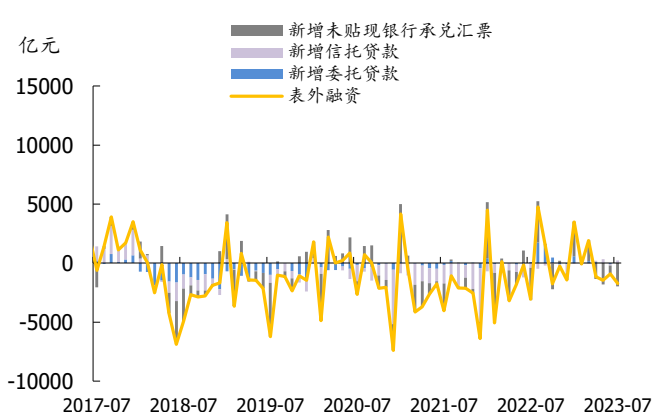
从历史数值来看，7月新增社融比近五年均值少增8062亿，相对同比更弱。社融口径新增人民币贷款364亿元，同比少增3724亿元，在地产偏弱，基建支持力度下滑的同时，金融机构信贷支持力度边际有所减弱，居民和企业融资需求显著放缓。

图5：社融口径人民币贷款超季节性下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：7月表外融资总体同比少减

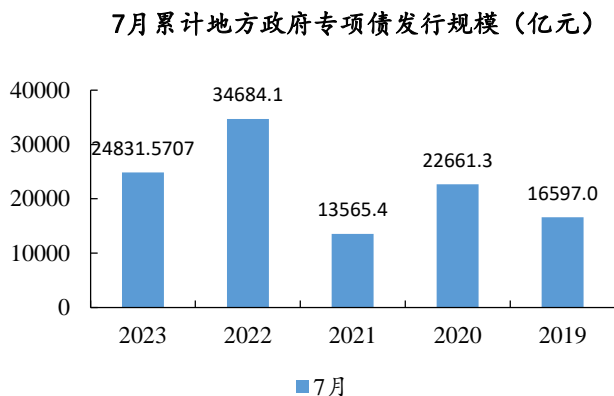


数据来源：Wind、开源证券研究所

表外融资总体同比少减。表外票据和信托贷款分别同比少减782和多增628亿元，委托贷款小幅缩量，同比少增81亿元。信托贷款维持多增，体现金融支持房企政策仍有进展。委托贷款的少增或与政策性金融工具投放放缓有关。而未贴现银行承兑汇票的少减或指向银行票据贴现的减少。

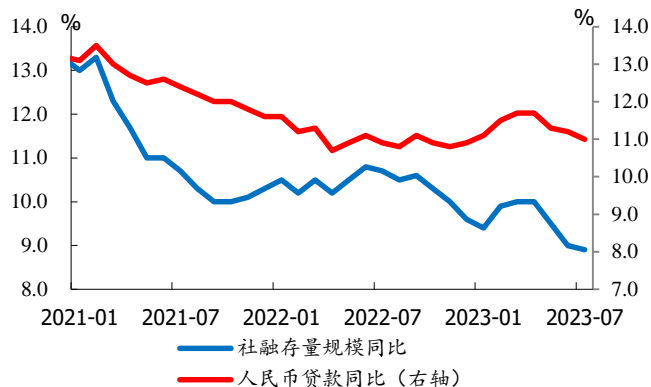
政府债券新增4109亿元，同比多增111亿元。7月新增专项债发行2457亿元，虽高于2022年同期，但与历史年份7月相比仍然不高。截至7月底，地方专项债共发行2.48万亿。监管部门已下发通知，2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，截至8月11日，还剩余约1.05万亿新增专项债额度。根据2022年经验，年中时中央要求“已下达的3.45万亿元专项债券要在6月底前基本发行完毕”，而实际情况为6-7月之间完成发行目标。因此，预计8-10月专项债将加力发行，大概率在10月底前发行完毕。基于2022年三-四季度政府债券规模较低，后续政府债券融资同比将有所支撑。企业债券融资同比多增219亿元，但与历史同期相比表现不佳。

图7：7月专项债发行进度较缓慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：7月社融存量增速再次触底



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M2与存款：M2降幅走阔，居民和企业存款同比多减

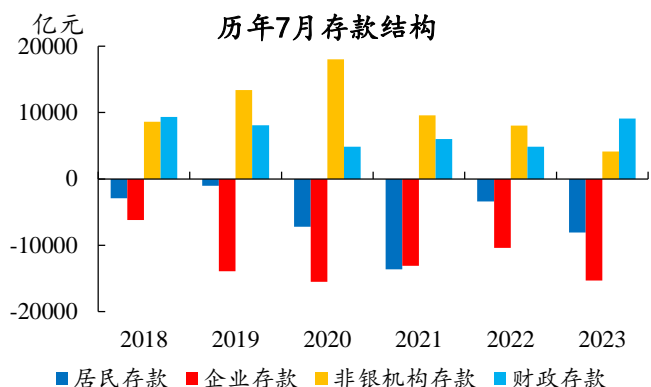
7月M1同比下降0.8个百分点至2.3%，M2同比下降0.6个百分点至10.7%。社融-M2剪刀差有所改善，回升至-1.8%（前值为-2.3%）。相比6月，M1降幅缩小，M2降幅走阔。

存款结构来看，居民和企业存款同比多减，非银机构存款少增，财政存款多增。居民存款减少8093亿元，同比多减4713亿。居民存款同比大幅多减原因或许有三：基本面和就业仍偏弱的背景下，居民收入并无改善；存量房贷利率居高，居民倾向于将存款用于还贷；存款利率下调后，储蓄流出现象愈发严重，一部分储户将储蓄资金转移至保险等长期且收益略高的产品。

企业存款减少15300亿元，同比多减4900亿元。企业存款超季节性下滑主要与信贷较差、贷款向存款派生减弱有关；此外，居民部门向企业存款的转移减少和中小微企业收入偏弱也导致企业存款支撑乏力。财政存款增加9078亿元，同比多增4215亿元，7月为季初缴税月份，财政存款同比多增指向税收收入有一定改善，且财政支出偏慢。非银存款同比少增3915亿元，与7月金融市场活跃度较弱有关。

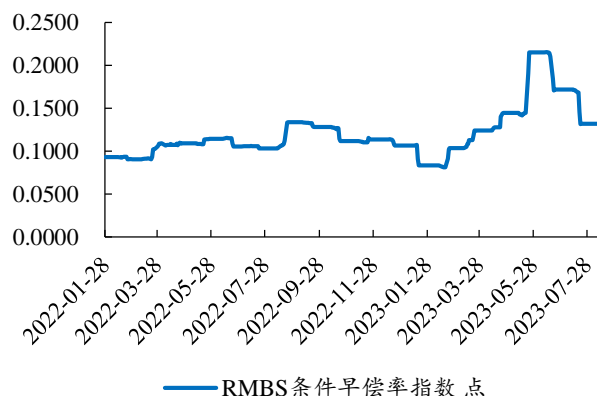
综合来看，7月M2下行主要受信贷增长放缓、居民与企业收入下行、存款利率下行等因素影响，其本质是居民对未来收入、投资收益的预期较为悲观，信心仍有待修复。M1-M2剪刀差再度扩大0.2个百分点至-8.4%，反映资金活化程度还有待提高。但也要看到，M1同比增速虽延续下滑但降幅放缓，或揭示企业经营活跃度在逐步回暖。

图9：7月居民存款同比大幅少增



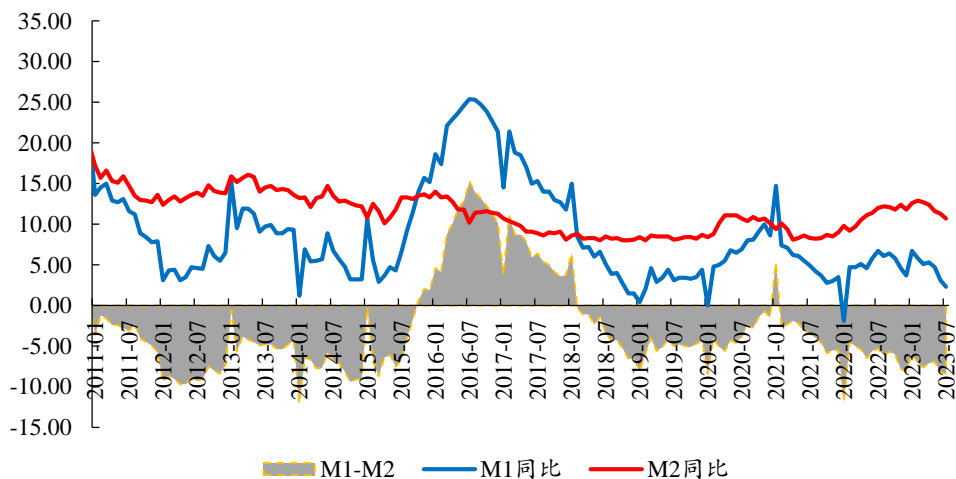
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7月提前还贷指数仍处高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：M1-M2剪刀差已接近历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

总结来看，7月大幅不及预期的信贷社融数据或反映了当前经济的需求不足。2023年上半年，经济恢复性增长和金融机构信贷支持有力支撑了信贷社融增长，企业中长贷一度升至高点。但随着经济修复放缓，实体部门信心不足对需求端的影响逐步显露。受疫情影响较大的中小微企业、居民收入和对房价预期低迷、基建等中长期资金支撑放缓等因素制约了信用走宽，并在7月的金融数据中得以体现。

积极因素正在积累。向后看，政策拐点已至，需求有望边际恢复。7月政治局会议释放积极信号，同时，减税、降存量利率、稳民营经济等政策逐步出台，正在积极落实。7月新一轮修复开启，基建、黑色、化工、暑期消费等高频指标边际好转；三季度可能迎来库存周期切换，即从主动去库到被动去库。后续随着专项债加速发行带来基建增量、地产需求端因城施策放松，以及更多需求端政策陆续出台，需求和信心有望边际修复，从而带动下半年社融存量增速触底回升。

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn