



Research and
Development Center

社融和信贷边际走弱，稳增长仍需政策呵护

银行

2023年08月14日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: 010-83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师
执业编号: S1500522110005
联系电话: 16621184984
邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

社融和信贷边际走弱，稳增长仍需政策呵护

2023年08月14日

本期内容提要:

- **7月社融不及预期，信贷透支拖累为主因。**7月社融新增5282亿元，明显低于市场预期（万得一致预测1.12万亿元）。新增社融同比少增2703亿元，主要源于信贷拖累。我们认为6月信贷季末冲量透支或是主要原因，当前实体融资需求或好于金融数据的表征情况。7月末社融存量为365.77万亿元，同比增长8.9%，增速较上月下降0.1pct。
- **新增信贷同比转负，总量和结构边际走弱。**7月信贷口径下人民币贷款增加3459亿元，不及市场预期（万得一致预测8446亿元），同比少增3498亿元，或源于6月信贷透支、实体融资需求不足。分部门来看：1)居民贷款同比少增3224亿元。其中，居民短期贷款同比多减1066亿元，或与居民对就业和收入预期较低、消费意愿不足以及极端天气影响下居民消费和出行不便有关；居民中长期贷款同比少增2158亿元，或主要源自商品房销售低迷和按揭早偿的影响。2)企业贷款同比少增499亿元。其中，企业短期贷款同比多减239亿元，企业中长期贷款同比少增747亿元，一方面或源于建筑业PMI新订单指数较上月回落2.4pct至46.3%，景气度回落；另一方面或源于受高温多雨等不利因素影响，建筑业和基建施工进度受阻，配套融资需求减弱。在信贷承压背景下，票据融资同比多增461亿元，票据冲量特征再次显现。
- **政府债贡献增量，三季度有望加速。**7月直接融资同比少增321亿元。其中，政府债券同比多增111亿元，或主要源于去年同期基数相对偏低。7月政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，据财联社报道，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。因此，我们认为三季度政府债发行有望提速，继续对社融形成支撑。7月企业债同比多增219亿元，融资情况有所改善。表外融资同比少减1329亿元。其中，未贴现银行承兑汇票同比少减782亿元，在表内票据冲量情况下，或与实体融资需求不强、表外融资向表内转移有关。委托贷款、信托贷款分别同比少增81亿元、多增628亿元，信托贷款改善或与“金融16条”延期有关。
- **存款增速放缓，M2-M1剪刀差走阔。**7月末，人民币存款余额同比增长10.5%，增速比上月末低0.5pct。7月人民币存款减少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，同比多减4713亿元；非金融企业存款减少1.53万亿元，同比多减4900亿元；财政性存款增加9078亿元，同比多增4215亿元；非银行业金融机构存款增加4130亿元，少增3915亿元。居民和企业存款减少，或与提前还贷、贷款减少使派生存款减少、存款配置向理财等资管产品转移有关。财政性存款增加，或表明财政支出偏慢。M1同比增长2.3%，增速较上月末下降0.8pct，连续3个月回落，创2022年2月以来新低，反映资金活化程度有所下降，或与房地产销售疲软、企业盈利困难、市场信心不足有关；M2同比增长10.7%，增速较上月末下降0.6pct，已经连

续 5 个月回落，或主要源于基数抬升、信贷放缓、财政发力偏慢等因素；M2-M1 剪刀差 8.4%，较上月末扩大 0.2pct，稳增长仍需政策呵护。

- **投资评级：**7 月社融不及预期，主要源自信贷总量和结构边际走弱。我们认为，除了实体融资需求不足以外，6 月信贷季末冲量透支或是 7 月社融和信贷偏弱的主要原因，当前实体融资需求或好于金融数据的表征情况。从经济数据看，触底迹象正逐步显现，核心 CPI 数据创 2013 年以来新高，PPI 同环比降幅均收窄。我国有望抓住美国暂缓加息的窗口期，继续推出一揽子政策，推动实体经济复苏、助力风险化解。当前银行所处政策环境较为友好，监管部门着力呵护银行息差和盈利能力，引导存款利率下行，缓解了市场对银行单边让利的担忧；延长“金融 16 条”有关政策期限，有助于风险平稳化解。未来更多增量政策仍值得期待，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。个股方面，建议关注以下三条投资主线：一是“中特估”主线下基本面稳健、低估值、高股息的全国性银行，如**邮储银行**、**农业银行**、**中信银行**；二是重定价周期短并有望充分受益于经济复苏的**宁波银行**；三是区域亮点突出、业绩高景气度的区域性银行，如**成都银行**、**齐鲁银行**、**常熟银行**。
- **风险因素：**经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发。

目录

一、社融和信贷边际走弱，稳增长仍需政策呵护.....	5
1.1、7月社融不及预期，信贷透支拖累为主因.....	5
1.2、新增信贷同比转负，总量和结构边际走弱.....	6
1.3、政府债贡献增量，三季度有望加速.....	8
1.4、存款增速放缓，M2-M1剪刀差走阔.....	9
二、投资建议：期待政策发力，首选国有大行.....	10
三、风险因素.....	10

表目录

表 1：新增社会融资规模结构.....	6
表 2：新增贷款结构.....	8
表 3：表外融资和直接融资结构.....	9

图目录

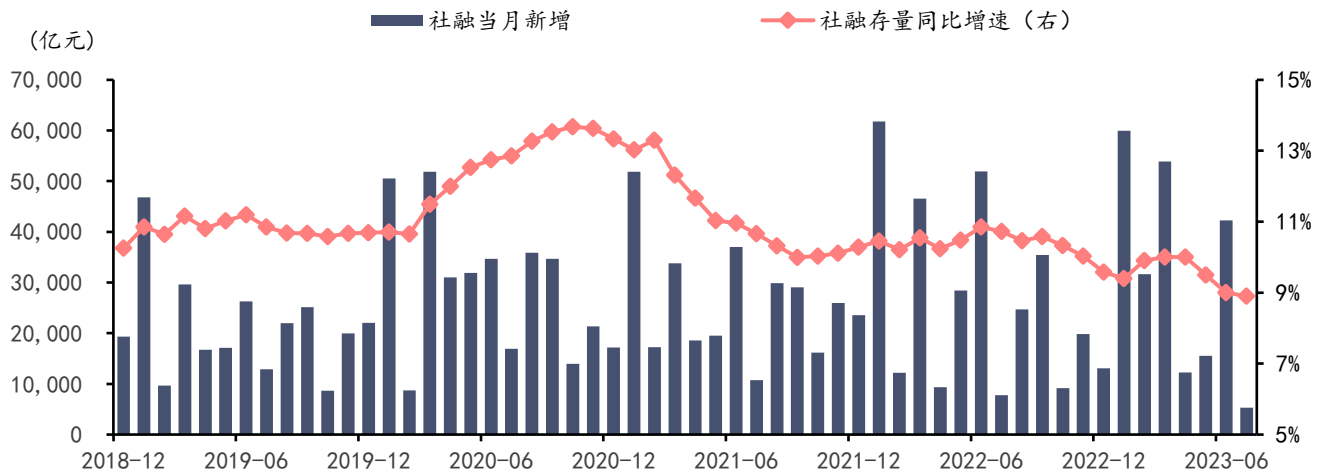
图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速.....	5
图 2：社融结构（同比多增）.....	5
图 3：信贷结构（同比多增）.....	7
图 4：信贷结构——居民端（同比多增）.....	7
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）.....	7
图 6：直接融资结构（同比多增）.....	8
图 7：表外融资结构（同比多增）.....	9
图 8：M1 和 M2 同比增速.....	10

一、社融和信贷边际走弱，稳增长仍需政策呵护

1.1、7月社融不及预期，信贷透支拖累为主因

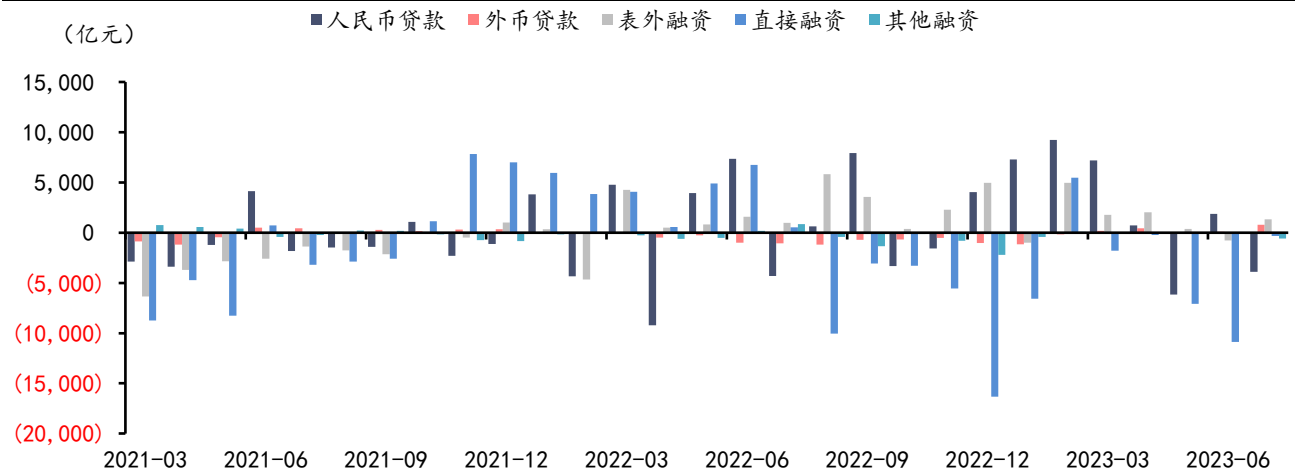
7月社融新增5282亿元，明显低于市场预期（万得一致预测1.12万亿元）。社融增量较上年同期少2703亿元，主要源于信贷拖累（对实体经济发放的人民币贷款同比少增3892亿元）。在社融口径下，今年6月新增信贷超季节性上行，创历史同期新高，而7月则超季节性下行。若综合考虑6月和7月，新增信贷规模与近5年同期水平相当。因此，我们认为6月信贷季末冲量透支或是7月社融和信贷偏弱的主要原因，当前实体融资需求或好于金融数据的表征情况。7月末社融存量为365.77万亿元，同比增长8.9%，增速较上月下降0.1pct。

图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 2：社融结构（同比多增）



资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 1：新增社会融资规模结构

当月值 (亿元)	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
社会融资规模	31623	53862	12253	15555	42241	5282
人民币贷款	18184	39487	4431	12219	32413	364
外币贷款	310	427	(319)	(338)	(191)	(339)
委托贷款	(77)	175	83	35	(56)	8
信托贷款	66	(45)	119	303	(154)	230
未贴现银行承兑汇票	(69)	1792	(1345)	(1795)	(693)	(1962)
企业债券融资	3675	3352	2944	(2150)	2221	1179
非金融企业境内股票融资	571	614	993	753	700	786
政府债券	8138	6015	4548	5571	5371	4109
其他融资	825	2045	799	957	2630	907
同比多增 (亿元)	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
社会融资规模	19500	7079	2729	(13100)	(9859)	(2703)
人民币贷款	9241	7196	729	(6173)	1873	(389ss2)
外币贷款	(170)	188	441	(98)	100	798
委托贷款	(3)	68	85	167	324	(81)
信托贷款	817	214	734	922	674	628
未贴现银行承兑汇票	4159	1505	1212	(727)	(1759)	782
企业债券融资	65	(398)	(708)	(2516)	(125)	219
非金融企业境内股票融资	(14)	(344)	(173)	461	111	(651)
政府债券	5416	(1059)	636	(5011)	(10845)	111
其他融资	(11)	(291)	(227)	(125)	(212)	(617)

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.2、新增信贷同比转负，总量和结构边际走弱

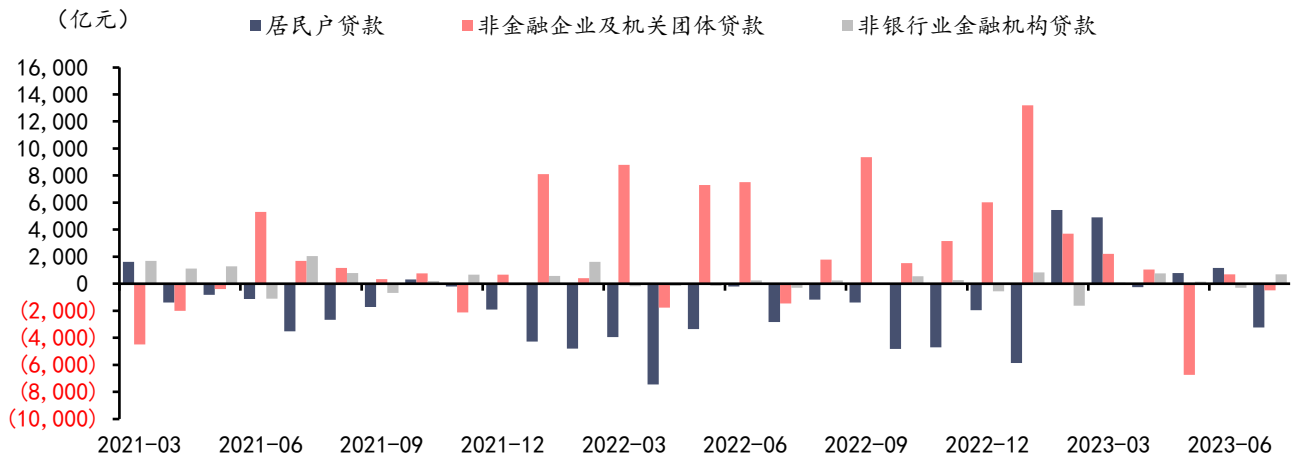
7月信贷口径下人民币贷款增加 3459 亿元，不及市场预期（万得一致预测 8446 亿元），同比少增 3498 亿元，总量和结构均较上月走弱，我们认为或与 6 月信贷透支、实体融资需求不足等因素有关。**分部门来看：**

1) 居民短贷和中长贷同比转负，为主要拖累项：7月居民贷款减少 2007 亿元，同比少增 3224 亿元。其中，

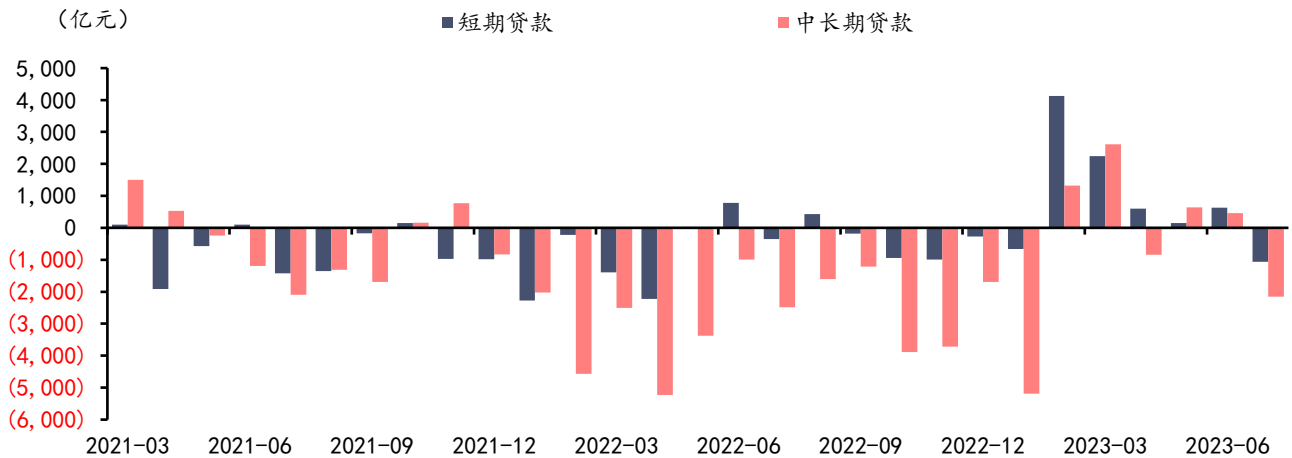
①居民短期贷款减少 1335 亿元，明显低于历史同期水平，同比多减 1066 亿元，表明居民短期消费和经营贷需求仍有待提振，或与居民对就业和收入预期较低、消费意愿不足，以及极端天气影响下居民消费和出行不便有关。7月政治局会议强调“要积极扩大国内需求”，月底全国消费促进工作年中推进会在京召开，未来有望进一步落实扩大消费刺激政策，利好消费复苏。

②居民中长期贷款减少 672 亿元，明显低于历史同期水平，同比少增 2158 亿元。由于 7 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 26.73%；7 月末 RMBS 条件早偿率指数 0.1317 点，虽较 6 月有所下行，但仍处于历史较高水平，我们认为居民中长期贷款疲弱或主要源自商品房销售低迷和按揭早偿的影响。7 月以来，地产方面政策暖风频吹，降低首套住房首付比例和“认房不认贷”等政策措施陆续出台，从早偿率来看，居民悲观情绪边际缓解。

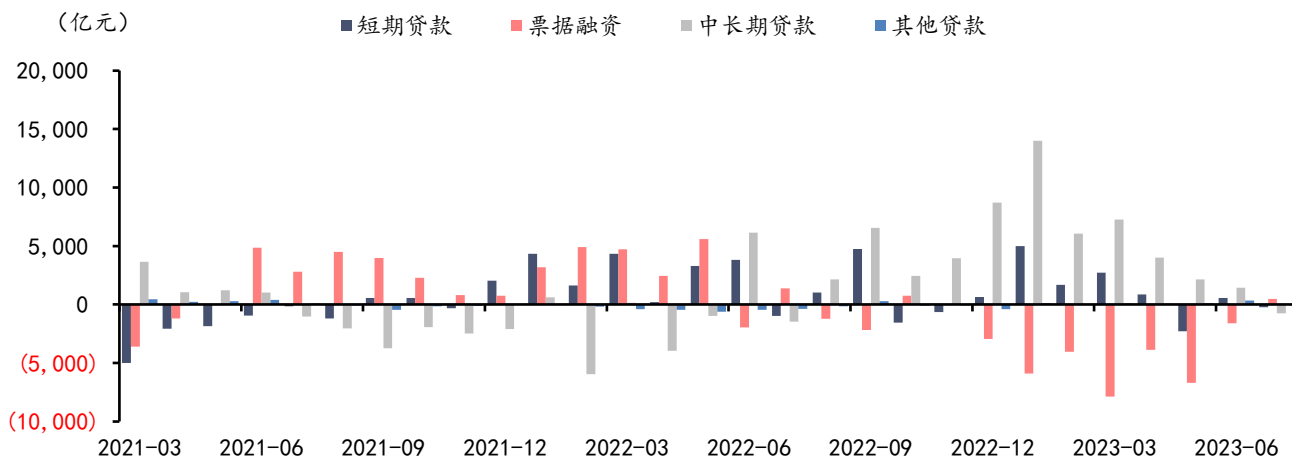
2) 企业短贷和中长贷同比转负，依靠票据冲量：7月企业贷款新增 2378 亿元，同比少增 499 亿元。其中，①企业短期贷款减少 3785 亿元，同比多减 239 亿元；②企业中长期贷款增加 2712 亿元，同比少增 747 亿元；③票据融资增加 3597 亿元，同比多增 461 亿元。企业短贷和中长贷边际走弱，一方面或源于建筑业 PMI 新订单指数较上月回落 2.4pct 至 46.3%，景气度回落；另一方面或源于受高温多雨等不利因素影响，建筑业和基建施工进度受阻，配套融资需求减弱。在信贷承压背景下，票据冲量特征再次显现。

图 3：信贷结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 4：信贷结构——居民端（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 2：新增贷款结构

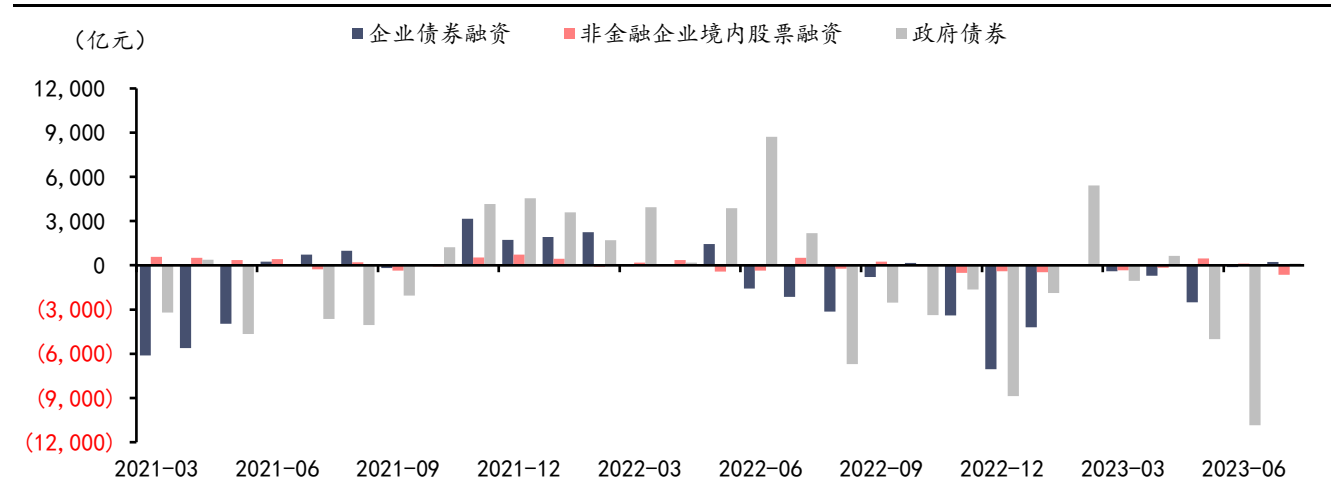
当月值 (亿元)	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
居民户贷款	2081	12447	(2411)	3672	9639	(2007)
短期贷款	1218	6094	(1255)	1988	4914	(1335)
中长期贷款	863	6348	(1156)	1684	4630	(672)
非金融企业及机关团体贷款	16100	27000	6839	8558	22803	2378
短期贷款	5785	10815	(1099)	350	7449	(3785)
票据融资	(989)	(4687)	1280	420	(821)	3597
中长期贷款	11100	20700	6669	7698	15933	2712
其他贷款	204	172	(11)	90	242	(146)
同比多增 (亿元)	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
居民户贷款	5450	4908	(241)	784	1157	(3224)
短期贷款	4129	2246	601	148	632	(1066)
中长期贷款	1322	2613	(842)	637	463	(2158)
非金融企业及机关团体贷款	3700	2200	1055	(6742)	687	(499)
短期贷款	1674	2726	849	(2292)	543	(239)
票据融资	(4041)	(7874)	(3868)	(6709)	(1617)	461
中长期贷款	6048	7252	4017	2147	1436	(747)
其他贷款	19	96	57	112	325	26

资料来源：WIND、信达证券研发中心

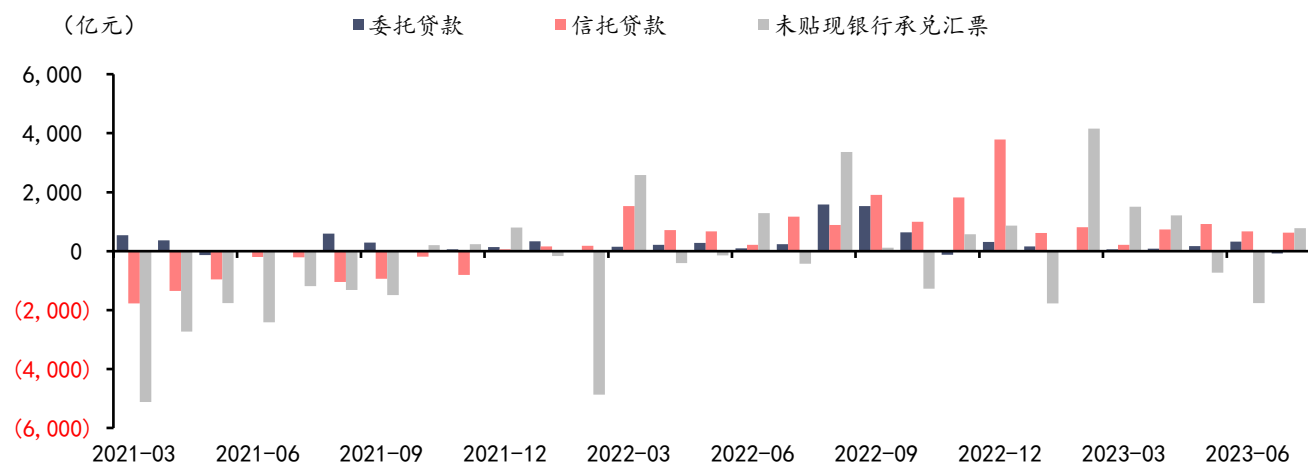
1.3、政府债贡献增量，三季度有望加速

7月直接融资新增6074亿元，同比少增321亿元。其中，政府债券新增4109亿元，同比多增111亿元，或主要源于去年同期基数相对偏低。7月政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”；根据财联社报道，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。因此，我们认为三季度政府债发行有望提速，继续对社融形成支撑。7月企业债新增1179亿元，同比多增219亿元，融资情况有所改善。

7月表外融资减少1724亿元，同比少减1329亿元。其中，未贴现银行承兑汇票减少1962亿元，同比少减782亿元，我们认为在表内票据冲量情况下，这或与实体融资需求不强、表外融资向表内转移有关。7月委托贷款、信托贷款分别新增8亿元、230亿元，同比少增81亿元、多增628亿元，信托贷款改善或与“金融16条”延期有关。

图 6：直接融资结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 7：表外融资结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 3：表外融资和直接融资结构

当月值 (亿元)	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
表外融资	(80)	1922	(1143)	(1457)	(903)	(1724)
委托贷款	(77)	175	83	35	(56)	8
信托贷款	66	(45)	119	303	(154)	230
未贴现银行承兑汇票	(69)	1792	(1345)	(1795)	(693)	(1962)
直接融资	12384	9981	8485	4174	8292	6074
企业债券融资	3675	3352	2944	(2150)	2221	1179
非金融企业境内股票融资	571	614	993	753	700	786
政府债券	8138	6015	4548	5571	5371	4109
同比多增 (亿元)	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07
表外融资	4973	1787	2031	362	(761)	1329
委托贷款	(3)	68	85	167	324	(81)
信托贷款	817	214	734	922	674	628
未贴现银行承兑汇票	4159	1505	1212	(727)	(1759)	782
直接融资	5467	(1801)	(245)	(7066)	(10859)	(321)
企业债券融资	65	(398)	(708)	(2516)	(125)	219
非金融企业境内股票融资	(14)	(344)	(173)	461	111	(651)
政府债券	5416	(1059)	636	(5011)	(10845)	111

资料来源：WIND、信达证券研发中心

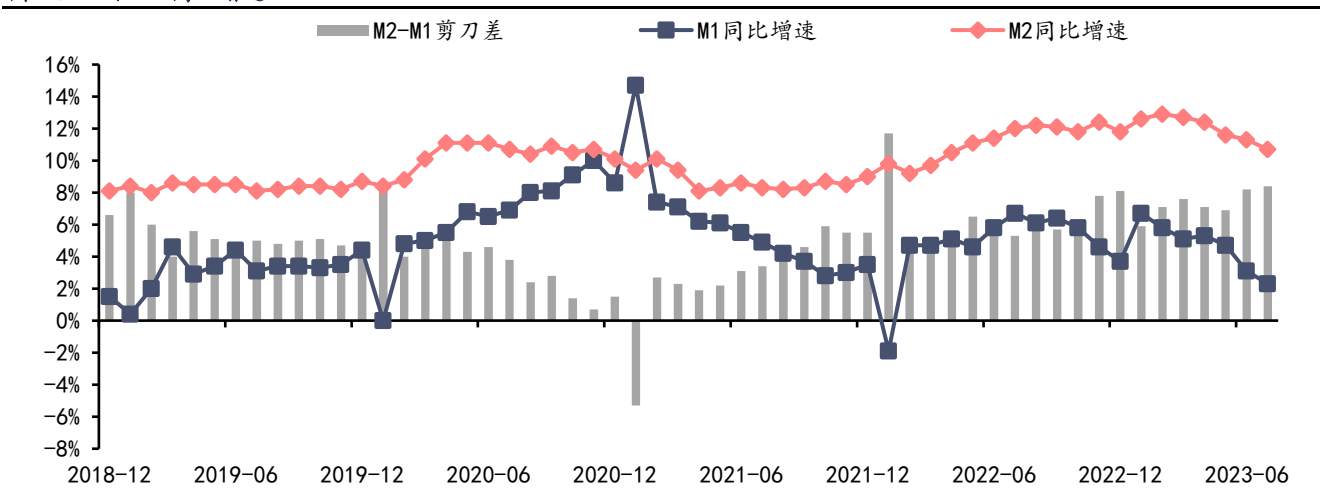
1.4、存款增速放缓，M2-M1 剪刀差走阔

7 月末，人民币存款余额同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.5pct。7 月人民币存款减少 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，同比多减 4713 亿元；非金融企业存款减少 1.53 万亿元，同比多

减 4900 亿元；财政性存款增加 9078 亿元，同比多增 4215 亿元；非银行业金融机构存款增加 4130 亿元，少增 3915 亿元。居民和企业存款减少，或与提前还贷、贷款减少使派生存款减少、存款配置向理财等资管产品转移有关。财政性存款增加，或表明财政支出偏慢。

7 月末，M1 同比增长 2.3%，增速较上月末下降 0.8pct，连续 3 个月回落，创 2022 年 2 月以来新低，反映资金活化程度有所下降，或与房地产销售疲软、企业盈利困难、市场信心不足有关；M2 同比增长 10.7%，增速较上月末下降 0.6pct，已经连续 5 个月回落，或主要源于基数抬升、信贷放缓、财政发力偏慢等因素；M2-M1 剪刀差 8.4%，较上月末扩大 0.2pct，稳增长仍需政策呵护。

图 8：M1 和 M2 同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

二、投资建议：期待政策发力，首选国有大行

7 月社融不及预期，主要源自信贷总量和结构边际走弱。我们认为，除了实体融资需求不足以外，6 月信贷季末冲量透支或是 7 月社融和信贷偏弱的主要原因，当前实体融资需求或好于金融数据的表征情况。从经济数据上看，触底迹象正逐步显现，核心 CPI 数据创 2013 年以来新高，PPI 同环比降幅均收窄。我国有望抓住美国暂缓加息的窗口期，继续推出一揽子政策，推动实体经济复苏、助力风险化解。当前银行所处政策环境较为友好，监管部门着力呵护银行息差和盈利能力，引导存款利率下行，缓解了市场对银行单边让利的担忧；延长“金融 16 条”有关政策期限，有助于风险平稳化解。未来更多增量政策仍值得期待，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。个股方面，建议关注以下三条投资主线：一是“中特估”主线下基本面稳健、低估值、高股息的全国性银行，如邮储银行、农业银行、中信银行；二是重定价周期短并有望充分受益于经济复苏的宁波银行；三是区域亮点突出、业绩高景气度的区域性银行，如成都银行、齐鲁银行、常熟银行。

三、风险因素

经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。