

## 信用扩张大幅放缓

### ——2023 年 7 月金融数据点评

7 月我国新增社融 5,282 亿(预期 1.12 万亿),较去年同期少增 2,703 亿;新增人民币贷款 3,459 亿(预期 8,446 亿),较去年同期少增 3,498 亿;M2 同比增长 10.7% (预期 11.1%)。

#### 一、信贷：企业需求低迷，居民贷款收缩

经济内生动能疲弱、政策落地节奏缓慢，叠加季末冲高影响消退，导致新增人民币贷款同比下滑幅度远超季节性。7 月新增人民币贷款同比少增 3,498 亿，与过往经济增长明显乏力的年份下行幅度近似。社融口径新增贷款 364 亿，处于历史低位。

7 月非金融企业贷款新增 2,378 亿,同比少增 499 亿,环比少增 2.04 万亿。其中，中长贷当月新增 2,712 亿，同比少增 747 亿；短贷减少 3,785 亿，同比多减 239 亿。表内信贷需求不足支撑票据融资额度略增，但贴现价格仍然低迷，呈现量价分离的特征，表明信贷需求疲弱。从量上看，7 月票据净融资量增加 3,597 亿，同比多增 461 亿；从价上看，国股行半年直贴利率中枢仅为 1.32%，环比下降 43bp，也明显低于往年。

尽管近期房地产政策因城施策进一步放宽,但末端销售降幅仍在扩大，叠加存量房贷利率调整方案仍未出台导致提前还贷现象仍存，年内居民贷款再现收缩。7 月居民贷款减少 2,007 亿，同比少增 3,224 亿。中长贷方面,30 大中城市商品房成交面积两年平均收缩幅度扩大 9.7pct 至 30.3%，中长贷减少 672 亿。短贷方面，暑期消费对居民短贷的带动未恢复至疫前水平，短贷减少 1,335 亿，指向客单价仍在下降。

## 二、社融：增速降至历史新低

7 月新增社融 5,282 亿，大幅低于市场预期（1.12 万亿），较去年同期少增 2,703 亿，社融存量同比增速也继续下降 0.1pct 至 8.9%。从结构上看，表内信贷和政府债是主要拖累项。

一是未贴现银行承兑汇票和信托贷款同比改善，支撑非标融资。非标融资当月减少 1,724 亿，同比少减 1,329 亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少 1,962 亿，同比少减 782 亿；信托贷款增加 230 亿，同比多增 628 亿；委托贷款增加 8 亿，同比少增 81 亿。但若近期信托风险进一步发酵，或影响未来非标融资恢复。

二是 7 月政府债发行加速的预期再度落空，继续拖累社融增速。7 月新增政府债融资 4,109 亿，同比多增 111 亿，环比少增 1,262 亿。近期政治局会议提出“加快地方政府专项债发行和使用”，监管部门要求新增专项债需在 9 月底发行完毕，预计 8、9 月发行将放量，或带动社融存量增速回升。

三是企业债利率中枢环比再下滑约 6bp，反映弱需求下，政策利率下调继续带动企业“降成本”。7 月企业债券融资增加 1,179 亿，同比多增 219 亿，环比少增 1,042 亿。

## 三、货币：存款派生下降拖累 M2

企业存款少增拖累 M2 同比增速下降 0.6pct 至 10.7%。居民端，在银行存款利率下调的大背景下，季末回表压力释放后，7 月理财规模迅速回升约 1.6 万亿，叠加居民继续提前还款，居民存款减少 8,093 亿，同比多减 4,713 亿。企业端，信贷增速放缓制约存款派生，另外企业利润和产成品价格仍需时日恢复，企业现金流或仍承压，企业存款减少

1.5 万亿，同比多减 4,900 亿。另外，尽管政府债融资进度仍偏慢，但受缴税季节性影响，财政存款增加 9,078 亿，同比多增 4,215 亿。

广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）降低 0.5pct 至 1.8pct，商业银行“资产荒”延续。受经济活跃度不强和企业信心不足影响，M1 连续下滑 3 个月至 2.3%，M2-M1 剪刀差持续处在高位。7 月 M2-M1 剪刀差为 8.4%，环比扩大 0.2pct，高于近五年均值 4.2pct。

#### 四、前瞻：逆周期调节紧迫性上升

总体而言，7 月企业信贷未延续上月超预期表现，信用扩张显著受阻。经济内生动能仍然不足，经济主体预期仍弱、行为继续收缩。

前瞻地看，未来经济金融需求修复的节奏将取决于逆周期政策的实效。政策生效后，广义流动性盈余有望出现修复式收敛。在信贷合理增长叠加政府债券发行提速的情形下，全年社融增速有望提升至 9.5% 以上；若经济如期回暖，私人部门资金运用加快，M2 增速或收敛至 10% 左右。

#### 五、债市影响：债券收益率应声下行

7 月政治局会议提前召开，对地产政策表述超预期，市场风险偏好重启，债券市场收益率震荡上行，10 年国债和国开债升至 2.66% 和 2.76%；8 月债券市场窄幅震荡，持续博弈刺激政策力度。流动性方面，8 月以来因市场对人行“防范资金空转”表述谨慎，流动性在月初小幅波动后恢复宽松，DR001 及 DR007 由峰值 1.55% 和 1.79% 降至 1.33% 和 1.73%。金融数据公布后，社融表现不及市场预期，债券市场收益率进一步下行。利率债关键期限利率方面，国债 3 年期、5 年期、7 年期及 10 年期分别下至 2.23%、2.41%、2.61% 及 2.64%；国开债 3 年期、5 年期、7 年期

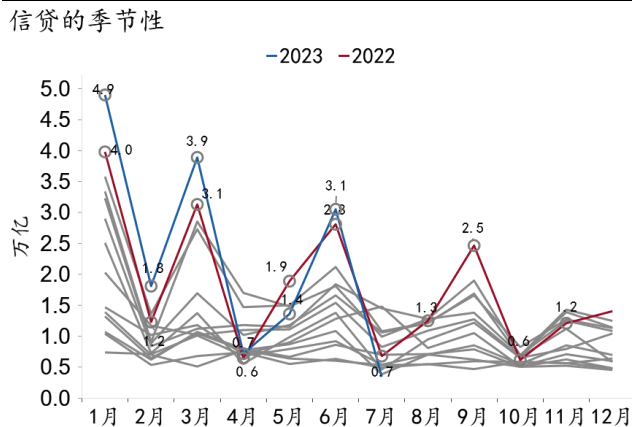
及 10 年期分别下至 2.33%、2.51%、2.67%及 2.74%；同业存单方面，1 年期同业存单自月初 2.30%下至 2.27%水平。

从市场预期上看，在政策落地真空期，债市持续小幅震荡、未见明确方向，7 月社融数据出炉后，不及预期的数据表现仍无法对经济见底反弹提供佐证。伴随宽松货币政策持续利好债市，三季度利率中枢大幅上行风险较为有限，市场仍在期待更加明确的政策信号。

(作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐)

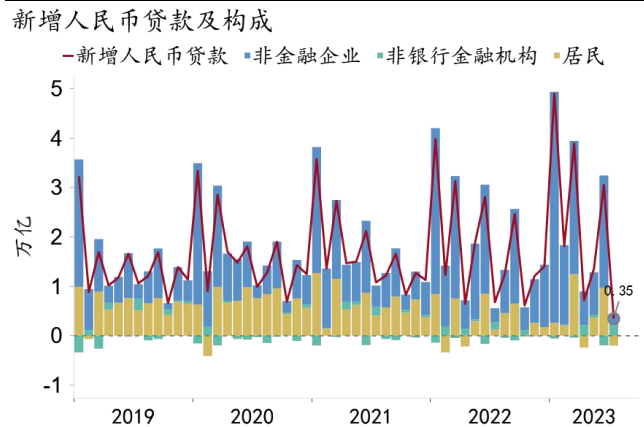
## 附录

图 1：7 月信贷新增 3,459 亿



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

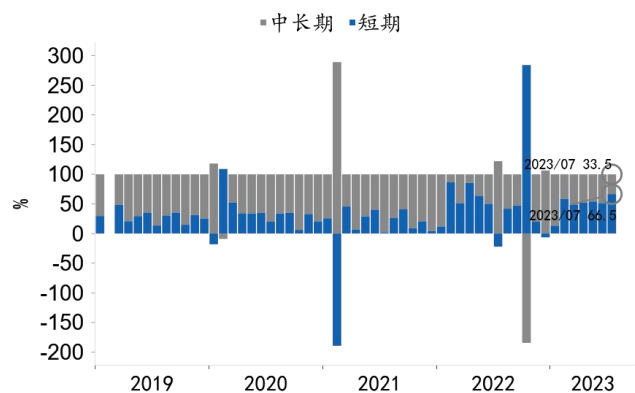
图 2：企业和居民贷款均同比少增



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比

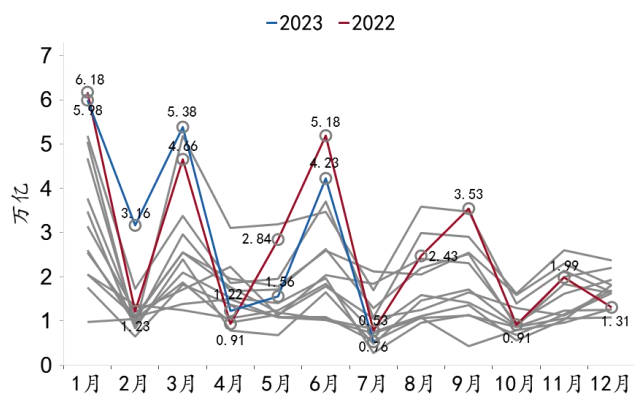
新增居民部门贷款构成



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 5: 7 月新增社融低于预期, 同比仍然少增

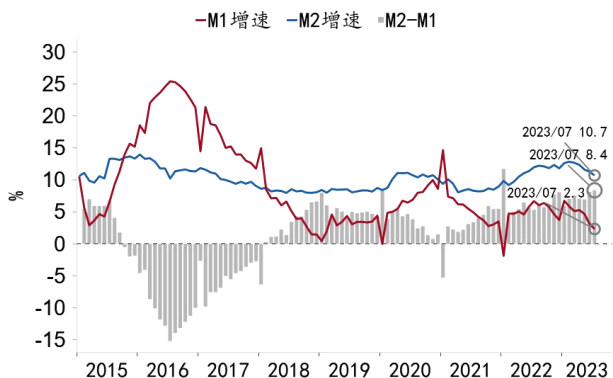
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 7 月 M2-M1 扩张至 8.4%

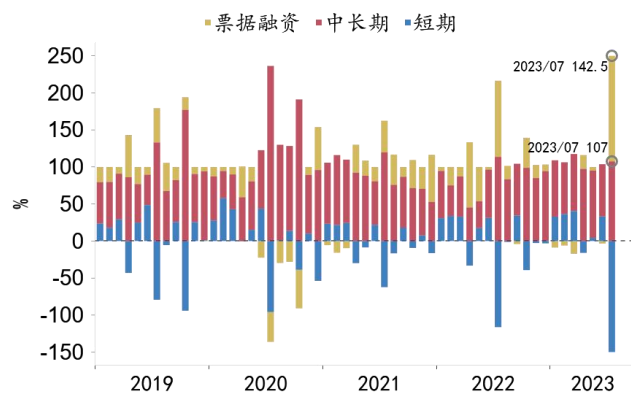
中国 M2-M1 增速剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比

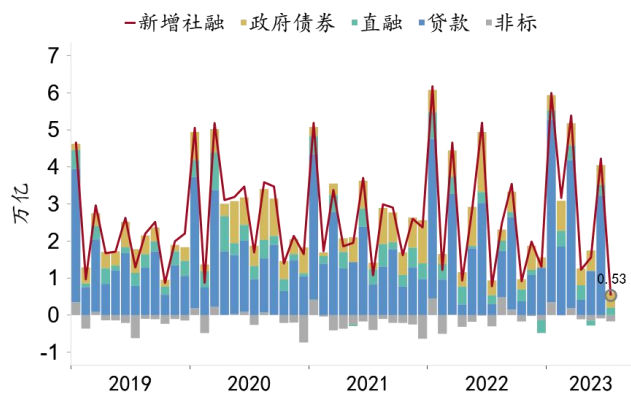
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 政府债和未贴现票据拖累社融

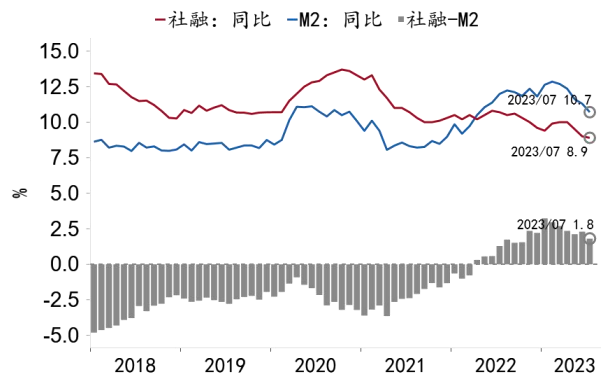
新增社融及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余降低至 1.8pct

社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院