

上半年金融统计数据发布会点评

政策维持宽松预期

事件：国务院新闻办公室于2023年7月14日（星期五）上午10时举行新闻发布会。本次发布会针对货币政策、存贷款利率、住房贷款新发放额及房地产政策做出了较多回应。整体来看，我们认为往后以下三点值得关注：一是下半年政策聚焦于数量型工具，降准是否提前启动将影响流动性环境，但整体宽松目前仍将持续，短期对于债市相对友好；二是下半年贷款利率下行可能快于存款利率，净息差仍将承压，且“新发放贷款置换原来的存量贷款”方案也可能带来新的变数；三是房地产政策的边际优化空间值得关注。

- **发布会仅提及降准，未提及降息。**货币政策操作方面，本次发布会对于下半年货币政策做出了具体指引，提出“加大宏观调控力度”和“综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具”，相对于二季度例会而言，本次发布会给出了明确的操作指引，即择机采用降准、增量投放中期借贷便利和逆回购的方式进行调控。既然价格型工具已经到位，那么数量型工具的投放数量及时间就成为了影响下半年流动性环境的重要变量。观察上半年货币政策投放节奏，央行操作的几个特点更为显性化：一是投放力度足够；二是预期调整迅速；三是对回购杠杆容忍度较高。综合以上特点，我们认为央行仍将保持投放力度，提供较为宽松的流动性水平，在下半年资金缺口加大期间，降准或MLF等中长期流动性投放节奏值得重点观察，中性预期为三季度增量续作MLF，四季度降准25bp置换MLF，乐观预期为三季度提前启动降准。
- **净息差仍将承压。**今年上半年新发放贷款利率整体趋于平稳，企业贷款稳定不变、个人住房贷款下降10bp左右，上半年商业银行整体净息差从去年12月1.91%下降到了今年3月1.74%，达到预警线，主要贡献在于存款定期化而不是贷款利率的下降。然而下半年贷款利率下行或快于存款利率，一方面存款的调整相对而言仍然较慢，发布会上提及“2023年6月，活期存款加权平均利率为0.23%，同比下降0.09个百分点，定期存款加权平均利率为2.22%，同比下降0.12个百分点”，另一方面6月1年期和5年期LPR报价调降后，新发放贷款利率或将下行，净息差仍将承压，未来仍有可能继续降低存款利率。且发布会上提及的“商业银行与借款人自主协商变更合同约定”或“新发放贷款置换原来的存量贷款”方案也可能带来新的变数。
- **新发放个人住房贷款额与居民新增中长期贷差距较大。**信贷方面，发布会提及“今年上半年，个人住房贷款累计发放3.5万亿元，较去年同期多发放超过5100亿元”，这与金融数据中上半年居民中长期贷款合计新增1.46万亿元差距较大。两方面因素导致了这一现象，一是本次发布会提及的提前偿还贷款行为。二是央行在2022年一季度发布会中也曾提及“随着个人住房贷款余额不断增大，每个月的还款额也在逐渐增大”，同样抵消了新发放贷款数额。截至2023年3月，个人住房贷款余额同比增速为0.3%，相比2022年3月8.9%，下降了8.6个百分点，呈现大幅滑坡。基于上述两方面因素，个人住房贷款余额同比增速短期难以扭转较低水平。
- **房地产政策存在边际优化空间。**房地产方面，本次发布会还提及了“考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化，过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”，结合7月10日央行延长“金融16条”中两项有适用期限的政策，后续房地产政策可能还会有所放松。
- **风险提示：**经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

相关研究报告

《6月进出口数据点评：出口同比增速或将见底》20230713

《6月金融数据点评：政策呵护下信贷再度回暖》20230712

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：国务院新闻办公室于2023年7月14日（星期五）上午10时举行新闻发布会。对于发布会提及的增量信息，我们的点评如下：

下半年政策聚焦于数量型工具

发布会仅提及降准，未提及降息。 货币政策操作方面，本次发布会对于下半年货币政策做出了具体指引，提出“加大宏观调控力度”和“综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具”，相对于二季度例会而言，本次发布会给出了明确的操作指引，即择机采用降准、增量投放中期借贷便利和逆回购的方式进行调控。既然价格型工具已经到位，那么数量型工具的投放数量及时间就成为了影响下半年流动性环境的重要变量。

观察上半年货币政策投放节奏，央行操作的几个特点更为显性化：

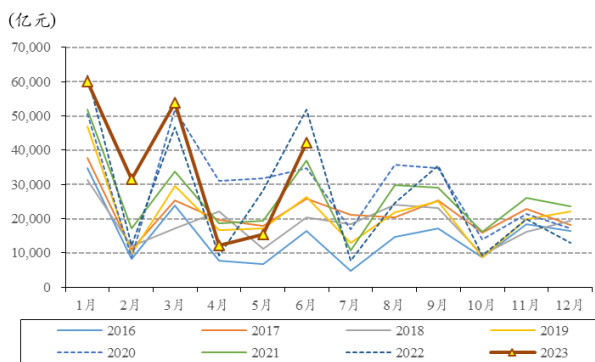
一是**投放力度足够**，上半年宽信用水平呈现整体稳定，社融存量同比增速为9.0%，但一季度和6月表现明显超预期，一季度靠前发力导致社融增量大幅同比多增，同时6月信贷大幅同比多增，可以发现在央行试图加大调控力度的情况下，投放力度将明显超过往年水平，信贷增长对于货币政策的调整较为敏感；

二是**预期调整迅速**，在一季度信贷投放超预期、宏观杠杆率快速上升的情况下，央行根据全年目标预调二季度货币政策力度，在一季度例会中删去“逆周期调节”，引导市场调整预期；在二季度经济复苏强度有限的情况下，央行在5月15日一季度货政报告中删去“不搞大水漫灌”措辞，6月7日易纲重提“逆周期调节”，6月13日进行超预期降息，通过一系列操作再次引导市场重回宽松预期；

三是**对回购杠杆容忍度较高**，去年8月和今年6月降息期间，银行间质押式回购都一度达到历史高点，似乎央行无意收紧货币政策以控制市场回购规模。从这一操作特点来看，我们认为在弱复苏背景下，央行对于回购杠杆的容忍度较高，更多关注以DR007为代表的市场利率的稳定性，这与2017年三季度货政报告中强调“‘滚隔夜’并不可取”、同时采取缩短放长操作收紧流动性形成对比。

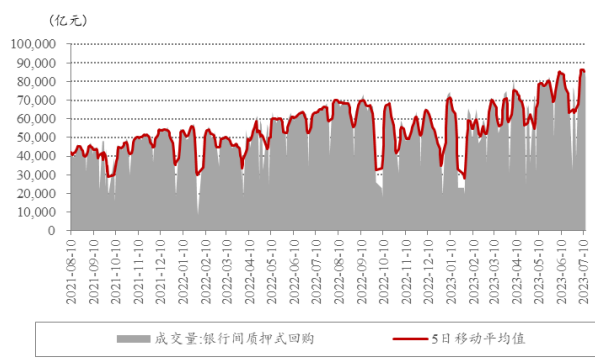
数量型工具投放节奏将影响流动性环境。 综合以上特点，我们认为央行仍将保持投放力度，提供较为宽松的流动性水平，在数量型工具上给予实体较大力度的支持，但投放节奏是关键，因为数量型工具投放节奏对于流动性环境影响显著，较快的金融系统扩表速度将大量消耗超储，在下半年资金缺口加大期间，降准或MLF等中长期流动性投放节奏仍值得重点观察。从MLF到期量来看，7月到期量较低，从8月开始每月到期量分别为4000亿元、4000亿元、5000亿元、8500亿元、6500亿元，中性预期为三季度增量续作MLF，四季度降准25bp置换MLF，乐观预期为三季度提前启动降准。

图表 1. 新增社融月度对比



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 银行间质押式回购成交量



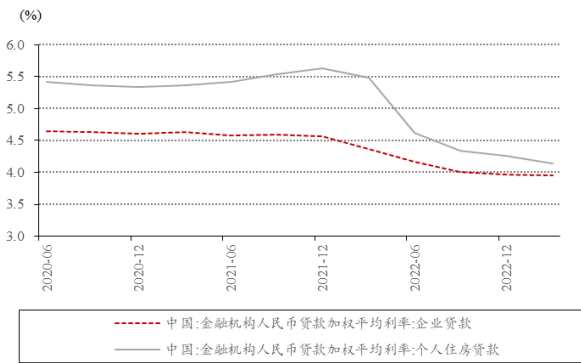
资料来源：Wind，中银证券

新发放贷款利率趋于稳定

上半年贷款利率稳定。 存贷款方面，发布会提及“上半年新发放企业贷款加权平均利率为3.96%，新发放个人住房贷款加权平均利率为4.18%”，结合一季度发布会提及“3月份新发放的企业贷款加权平均利率为3.96%，新发放个人住房贷款利率4.14%”、去年12月末企业贷款加权平均利率3.97%、个人住房贷款加权平均利率4.26%，可以发现今年上半年新发放贷款利率整体趋于平稳，其中企业贷款稳定不变、个人住房贷款下降10bp左右。

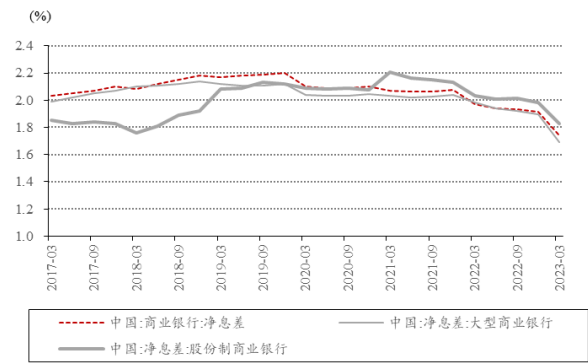
下半年贷款利率下行或快于存款利率，净息差仍将承压。上半年商业银行整体净息差从去年 12 月 1.91% 下降到了今年 3 月 1.74%，达到预警线，主要贡献在于存款定期化而不是贷款利率的下降，然而存款的调整相对而言仍然较慢，发布会上提及“2023 年 6 月，活期存款加权平均利率为 0.23%，同比下降 0.09 个百分点，定期存款加权平均利率为 2.22%，同比下降 0.12 个百分点”，对比来看 6 月 1 年期和 5 年期 LPR 报价调降后，新发放贷款利率或将下行，净息差仍将承压，未来仍有可能继续降低存款利率。且发布会上提及的“商业银行与借款人自主协商变更合同约定”或“新发放贷款置换原来的存量贷款”方案也可能带来新的变数。

图表 3. 贷款利率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 商业银行净息差



资料来源: Wind, 中银证券

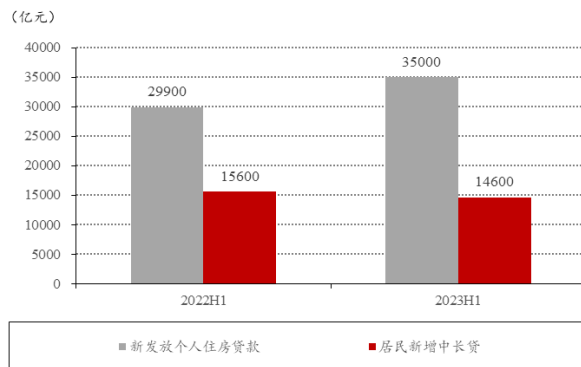
个人住房贷款同比多增

新发放个人住房贷款额与居民新增中长贷差距较大。信贷方面，发布会提及“今年上半年，个人住房贷款累计发放 3.5 万亿元，较去年同期多发超过 5100 亿元”，这与金融数据中上半年居民中长期贷款合计新增 1.46 万亿元差距较大，另外去年同期居民中长期贷款合计新增 1.56 万亿元，同样与 2022 年上半年新发放个人住房贷款额差距较大。两方面因素导致了这一现象，一是本次发布会提及的提前偿还贷款行为。二是央行在 2022 年一季度发布会中也曾提及“随着个人住房贷款余额不断增大，每个月的还款额也在逐渐增大”，同样抵消了新发放贷款数额。

个人住房贷款余额同比增速或将持续偏低。5 年期 LPR 报价持续下调是提前偿还贷款的一个促因，发布会提及的“新发放贷款置换原来的存量贷款”方案可能缓解提前还贷的状况，但对于银行净息差也将造成压力。截至 2023 年 3 月，个人住房贷款余额同比增速为 0.3%，相比 2022 年 3 月 8.9%，下降了 8.6 个百分点，呈现大幅滑坡。基于上述两方面因素，个人住房贷款余额同比增速短中期难以扭转较低水平。

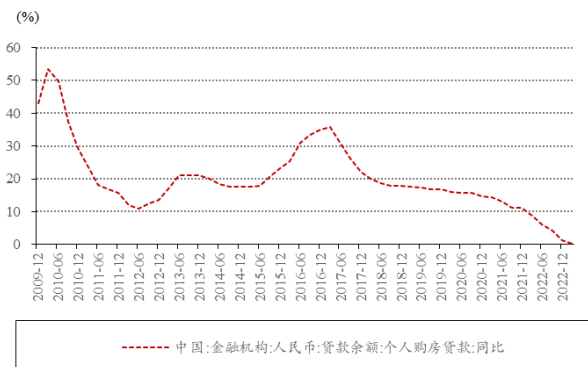
房地产政策存在边际优化空间。房地产方面，本次发布会还提及了“考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化，过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”，结合 7 月 10 日央行延长“金融 16 条”中两项有适用期限的政策，后续房地产政策可能还会有所放松。

图表 5. 新发放个人住房贷款与居民新增中长贷



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 个人住房贷款余额同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371