

坚持底线思维，期待大幅降准

事件点评

金融数据速评（2023.7）

投资要点

- ◆ **信贷大幅少增，居民信贷超预期收缩或与规范房贷置换有关，显示房地产市场去杠杆过程可能尚在中段。**7月新增信贷仅3459亿，少增3331亿。居民户7月短期贷款和中长期贷款同步减少，几乎可解释当月全部信贷少增的规模。一方面显示居民购房意愿5-6月的暂时性的企稳基础并不稳固，与七月新增购房需求再度下探直接相对应，另一方面也与前期部分经营贷接力等不规范的旨在降低存量房贷利率的置换行为得到纠正有关，显示房地产市场供需两侧去杠杆螺旋可能仍在中段尚未见底。企业部门新增信贷2378亿，同比小幅少增499亿，主要源于中长期贷款同比少增的747亿，但考虑到上半年连续大幅同比多增，单月企业中长贷的小幅少增不足以影响我们对下半年基建投资维持较高的实际增速区间的判断。
- ◆ **对实体贷款拖累社融少增，政府债券发行亟待加速。**7月新增社融仅5282亿，同比少增2503亿，全部拖累几乎都来自于对实体人民币贷款。其他部分中，表外三项融资同比多增1329亿，企业债券融资多增219亿。关注到政府债券融资当月新增4109亿，尽管单月与去年同期几乎持平，但考虑到上半年合计同比少增达1.27万亿，7月的专项债发行依然明显滞后于全年发行计划。7月底政治局会议督促专项债加速发行，对下半年基建投资项目的权益资金的补充具有重要现实迫切性。
- ◆ **信贷增长放缓居民企业存款减少、财政透支空间下降存款增加，共同导致M2增速快速下行。**7月M2同比增速显著下行0.6个百分点至10.7%。一方面，新增贷款明显放慢影响了存款新增的速度，当月居民、企业存款同比多减4713亿、4900亿；另一方面，财政支出上半年再度透支存量资金后的空间已经较小，经济增长名义增速的偏低、房地产市场连续下行尚未见底分别从名义税收收入和国有土地使用权出让金收入两方面对财政支出形成较强的约束，预算内债务发行又相对迟缓，倒逼财政存款本月被动同比多增4215亿，进一步放大了M2增速下行的幅度。
- ◆ **7月金融数据呈现出两大与市场预期偏差比较明显的主线。**其一，市场对房地产市场特别是一线城市需求侧刺激政策期待过高，但是地产去杠杆尚未企稳。其二，对财政政策潜在刺激期待过高，但受土地市场拖累、以及财政政策更加关注中长期可持续性的共同影响，今年以来预算内债务发行速度都持续偏慢，而在预算外额外进行融资支持大规模一次性消费券发放的可能性更是微乎其微。当前我们处在国际竞争环境日益复杂严峻、国内房地产市场调整仍需时间的压力叠加阶段，我们预计年内经济政策仍将持续强调加快现代化产业体系建设和稳就业改善收入，在地产去杠杆底部企稳之前，先进制造业投资和基建投资持续需要企业中长贷更大力度、更具确定性的保障，年底之前以较大的力度实施降准，以低成本、高效率的方式足额向银行体系投放中长期流动性，保障上述两大融资需求能够得到很好的满足，是当前既具备政策空间，也有很强可操作性的最优选择，在此基础上再考虑向1Y LPR倾斜的小幅降息，更可获得兼顾促进有效投资、改善银行息差的结果。维持年底前降准75BP、1Y LPR/MLF利率再降20-30BP、5Y LPR再降10-15BP的预测不变。维持本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。
- ◆ **风险提示：**房地产市见底慢于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

相关报告

CPI、PPI点评（2023.7）-内需基本见底，刺激政策侧重可持续性 2023.8.9

进出口数据点评（2023.7）-外部环境复杂严峻，制造业高级化久久为功 2023.8.8

美联储货币政策与利率（上）：框架及1968-1984-REBORN 2023.8.7

华金宏观·双循环周报（第20期）-美就业市场仍紧张，四部门联合会强调政策执行 2023.8.6

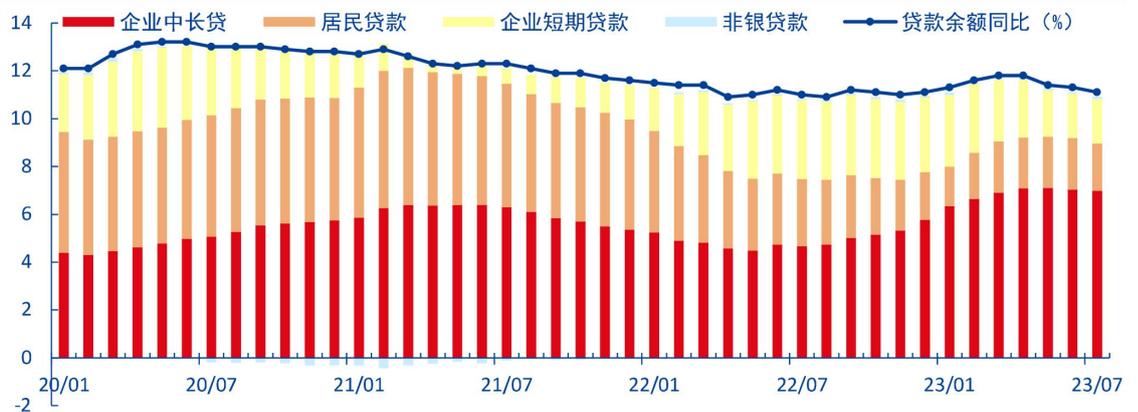
房地产需求政策专题暨双循环周报（第19期）-地产放松信号如何着手落实？ 2023.7.30



一、信贷大幅少增，居民信贷超预期收缩或与规范房贷置换有关，显示房地产市场去杠杆过程可能尚在中段。

7月新增信贷仅3459亿，较去年较低的基数进一步少增达3331亿，居民新增信贷超预期收缩是主要原因。居民户7月信贷减少2007亿，同比大幅少增达3224亿，其中居民短期贷款和中长期贷款同步减少，分别同比少增1066亿和2158亿，几乎可解释当月全部信贷少增的规模。这一方面显示居民购房意愿5-6月的暂时性的企稳基础并不稳固，与七月新增购房需求再度下探直接相对应，另一方面也可能与前期部分经营贷接力等不规范的旨在降低存量房贷利率的置换行为得到纠正有关。加之近期有知名头部房企中报亏损较为严重，整体显示房地产市场供需两侧去杠杆螺旋可能仍在中段尚未见底。企业部门新增信贷2378亿，同比小幅少增499亿，主要源于中长期贷款同比少增的747亿，但考虑到上半年连续大幅同比多增，单月企业中长贷的小幅少增不足以影响我们对下半年基建投资维持较高的实际增速区间的判断。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）：企业中长贷勉力支撑，居民去杠杆仍在途中

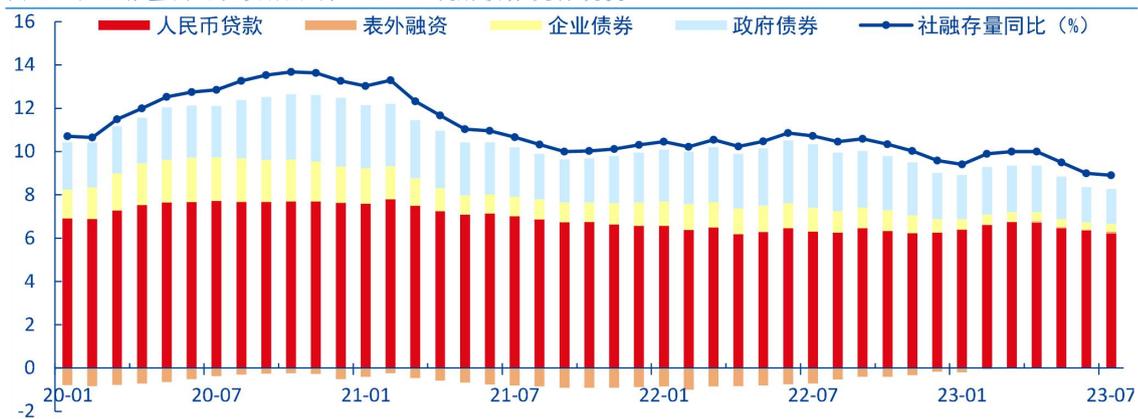


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、对实体贷款拖累社融少增，政府债券发行亟待加速。

7月新增社融仅5282亿，同比少增2503亿，全部拖累几乎都来自于对实体人民币贷款，同比少增达3724亿，在这一点中已有分析。其他部分中，表外三项融资合计同比多增1329亿，企业债券融资小幅多增219亿。关注到政府债券融资当月新增4109亿，尽管单月与去年同期几乎持平，但考虑到上半年合计同比少增达1.27万亿，7月的专项债发行依然明显滞后于全年发行计划。7月底政治局会议督促专项债加速发行，对下半年基建投资项目的权益资金的补充具有重要现实迫切性。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%) : 政府债券发行缓慢

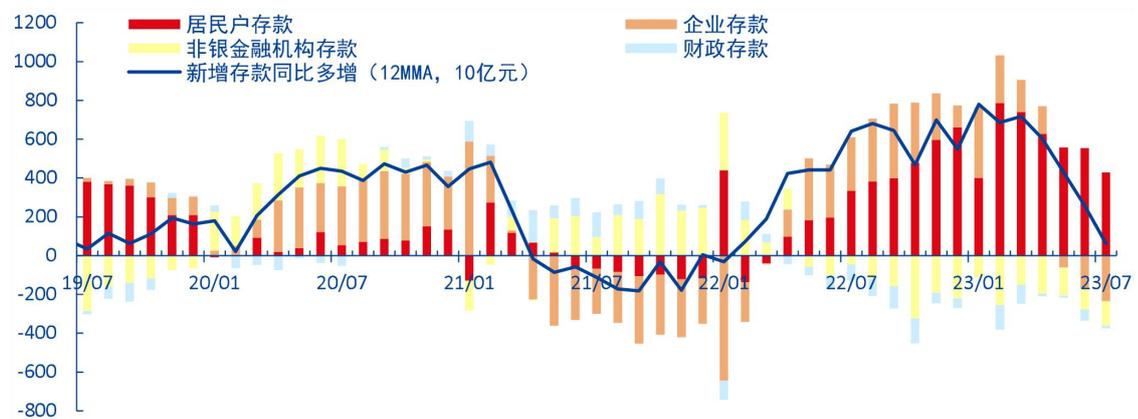


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、信贷增长放缓居民企业存款减少、财政透支空间下降存款增加，共同导致 M2 增速快速下行。

7 月 M2 同比增速显著下行 0.6 个百分点至 10.7%，下滑速度快于预期。一方面，新增贷款明显放慢影响了存款新增的速度，当月居民、企业存款同比分别多减达 4713 亿、4900 亿；另一方面，财政支出在上半年再度透支存量资金之后进一步透支的空间已经较小，经济增长名义增速的偏低、房地产市场连续下行尚未见底分别从名义税收收入和国有土地使用权出让金收入两方面对财政支出形成较强的约束，预算内债务发行又相对迟缓，倒逼财政存款本月被动同比多增 4215 亿，进一步放大了 M2 增速下行的幅度。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn) : 贷款低增拖累存款，去杠杆开始影响购买力



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、7 月金融数据呈现出两大与市场预期偏差比较明显的主线。其一，市场在 7 月底政治局会议不提房住不炒、住建部提到“实施好”三项政策、央行提到依法有序调整存量房贷利率之后，对房地产市场特别是一线城市需求侧刺激政策期待过高，但现实情况是地产去杠杆仍在中段尚未底部企稳。其二，市场对财政政策潜在刺激期待过高，但现实是受土地市场拖累、以及财政政策更加关注中长期可持续性的共同影响，今年以来预算内债务发行速度都持续偏慢，而在预算外额外进行融资支持大规模一次性消费券发放的可能性更是微乎其微。回到经济现实，当前我们所处的实际上是国际产业链竞争环境日益复杂严峻、国内房地产市场调整仍需时间的一个压力叠加阶段，我们预计年内经济政策仍将持续强调加快现代化产业体系建设和稳就业改

善收入两条稳增长逻辑，在地产去杠杆底部企稳之前，先进制造业投资和基建投资持续需要企业中长贷更大力度、更具确定性的保障，年底之前以较大的力度实施降准，以低成本、高效率的方式足额向银行体系投放中长期流动性，保障上述两大融资需求能够得到很好的满足，是当前既具备政策空间，也有很强可操作性的现实的最优政策选择，在此基础上再考虑向 1Y LPR、MLF 利率倾斜的小幅降息，更可获得兼顾促进有效投资、改善银行息差的双赢结果。维持年底前降准 75BP、1Y LPR/MLF 利率再降 20-30BP、5Y LPR 再降 10-15BP 的预测不变。维持本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。

图 4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：房地产市见底慢于预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn