

## 宏观点评 20230811

# 如何看待 7 月信贷数据创新低？

2023 年 08 月 11 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《7 月通胀：美联储再暂停一次的“筹码”？》

2023-08-11

《一文读懂拜登投资限制禁令及影响》

2023-08-10

■ 今年信贷在“走走停停”的节奏中录得 2008 年以来最低的 7 月值：新增人民币贷款仅 3459 亿元。年中政策出台期后市场与实体信心的持续回升受阻，前期政策加速落地以“稳经济”的紧迫性提高，在此背景下，我们认为限购松绑、存量房贷降息等地产政策，以及降准为首的货币政策均有望最快在 8 月中旬提前落地。

■ 今年以来的信贷节奏季节性“振幅”较往年更大；投放结构中，零售与地产部门持续萎缩，而受政策倾斜的小微企业普惠融资与绿色贷款比例增加，集中反映的就是政策导向下内生融资需求有限。

■ 进入 8 月以来，PMI、出口等多项宏观数据读数仍处低位，年中政策出台期后市场与实体信心的持续回升受阻，我们认为货币政策出手稳预期逐渐紧迫，三方面来看，降准或在近期提前落地：

①流动性压力：一方面，8 月 MLF 到期量跳升至 4000 亿元，且下半年到期量持续增加；另一方面，7 月政治局会议提出加快地方专项债发行使用，考虑到目前进度偏缓，下半年专项债可能于 8-9 月靠前集中发行。

②降成本诉求：存量房贷利率或近期下调，预计能够进一步缓解居民贷款早偿现象，但仍会挤压银行净息差；且自上次降准以来的银行存款累积已有一定规模，缴准压力有所上升。

③稳预期作用：政治局会议前后一揽子政策密集落地，但 7 月数据仍偏差，稳预期的紧迫性落到货币政策上，就体现为降准先行释放稳经济的积极信号。

那么政策能有多快落地？参考 2022 年 7 月政治局会议提及保交楼后，8 月 19 日住建部、财政部即响应出台专项借款。如今读数触底，信心回落的环境下，稳预期政策有望前置在 8 月中旬集中出台。

■ 分项数据来看：企业短贷季节性回落。观察历史数据，企业短贷大多呈现“季末冲高、季初回落”的特点，本次 7 月的大幅回落可能主要受 6 月季末冲量后的到期压力影响（与 2022 年 6-7 月的节奏相似）。

企业中长贷结束连续 11 个月的同比扩张，7 月同比少增 747 亿元。年中政策密集落地的积极效应或需要时间体现：7 月发改委从投资联动试点、扩大制造业中长期贷款投放、促进民间投资工作三方面着力。往后看，企业内生融资及扩大产能的需求释放仍依赖于库存及产能周期的切换，下半年企业中长贷或在同比基数较高的背景下重回多增的压力不小。

居民短贷转负，7 月同比多减 1066 亿元，与 7 月较高的出行热度以及服务项 CPI 超季节性走高形成反差，或说明在节日性因素消退后居民平日的消费意愿偏低。

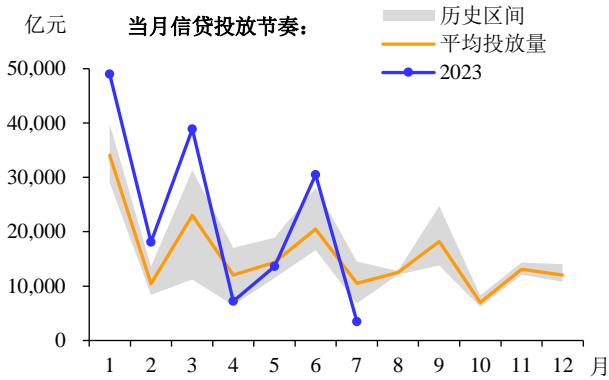
居民中长贷 7 月同比少增 2158 亿元，7 月地产销售仍延续疲软态势，汽车销量同比微跌，均对居民中长期消费及按揭贷支撑较弱；存量房贷利率近期调整的预期下，居民按揭早偿的现象已从 6 月的高位大幅回落。值得注意的一点是，经营贷正在成为居民新增中长贷的新驱动因素。疫情影响消退后居民预期趋于稳定，经营贷的需求也有所回升。

票据融资 7 月环比多增。观察 7 月末票据利率再次大幅回落，且利率中枢较 6 月偏低，考虑到 6 月票据利率季末回落与实际数据的“不符”有央行投放再贷款以及季末冲量因素扰动，月末票据利率仍是观测次月信贷投放的可参考指标。

非银机构贷款 7 月新增 2170 亿元，对比历史同期并不算高，但因实体信贷投放量的超预期走低，社融口径下的新增人民币贷款 7 月仅为 364 亿元。

- **直接融资方面**，7月企业债及政府债融资分别同比小幅多增 219 亿元、111 亿元。政治局会议提及加快地方专项债发行后政府债有望在后月节奏加快。非标融资压降力度较小，7月委托贷款、信托贷款分别同比少增 81 亿元、同比多增 628 亿元。
- **低读数影响下，社融存量同比增速较 6 月低点进一步下降至 8.9%**，年内回升趋势仍比较明确；信贷扩张乏力带动 M2 回落至 10.7%。
- **风险提示**：政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

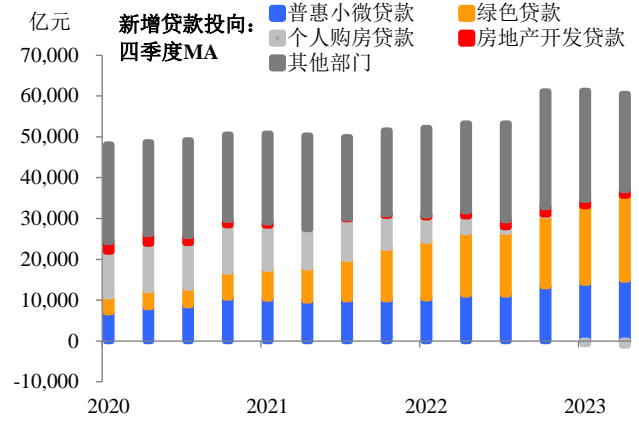
图1: 今年信贷投放的季节性“振幅”更大



注: 历史区间为 2018-2022

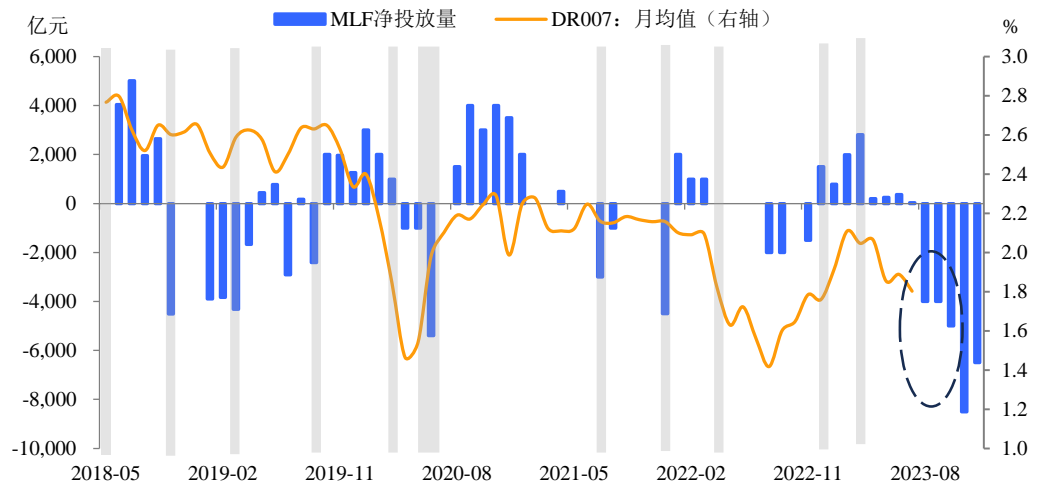
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 新增信贷投放更具“政策性”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

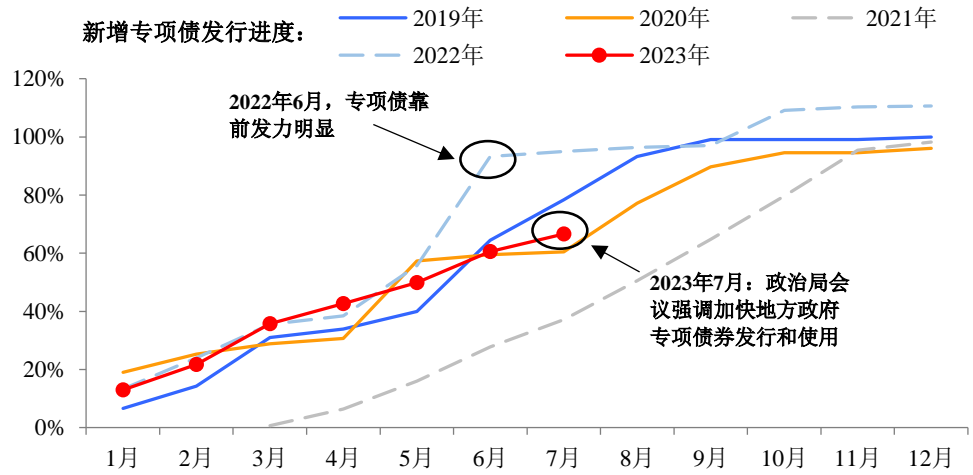
图3: 2023年8月开始MLF到期量增多



注: 阴影部分为历史降准时期

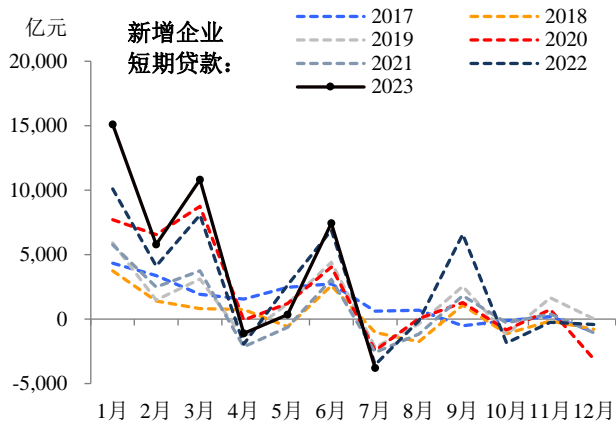
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 今年8-9月地方专项债发行有望发力, 节奏或类似于2022年5-6月



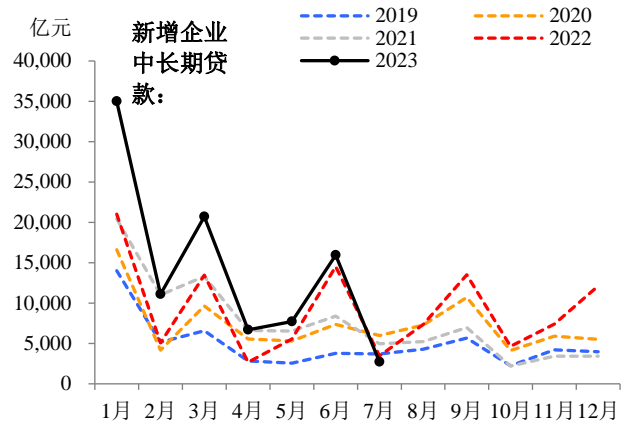
注: 新增专项债发行季度为累积新增地方专项债发行量占全年计划发行量的比例  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 企业短期贷款跨季振幅较大



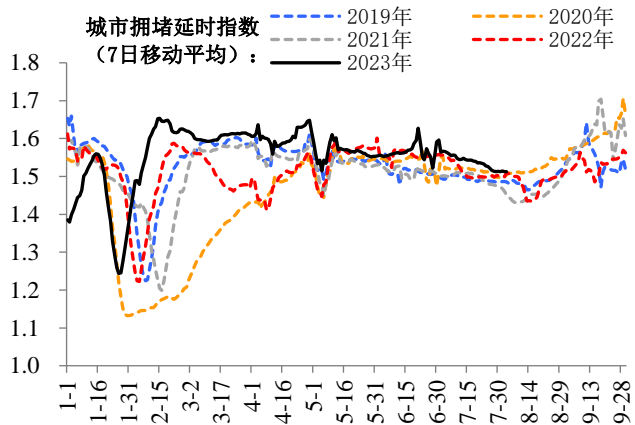
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 企业中长期贷款结束 11 个月的同比扩张



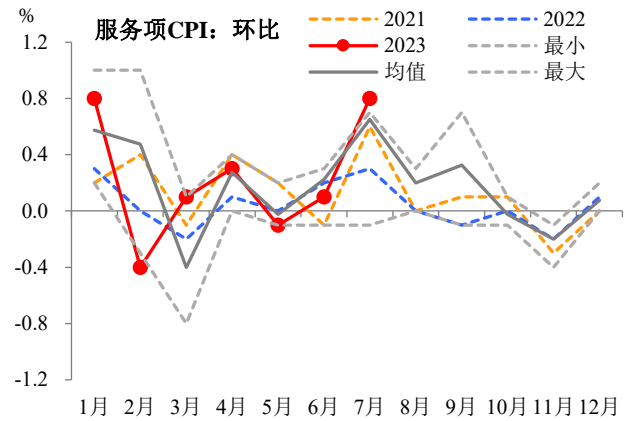
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：暑期出行热度不差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

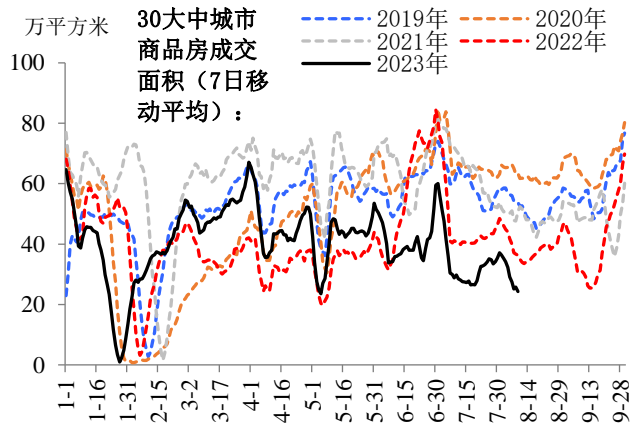
图8：7月服务项CPI超季节性上涨



注：统计值取值范围为2016-2022年

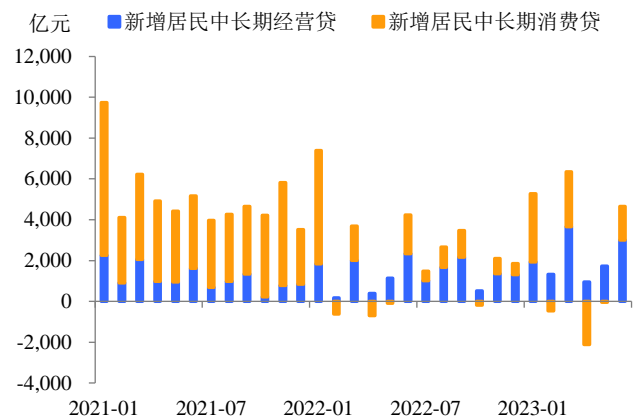
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：7月地产销售同比疲软



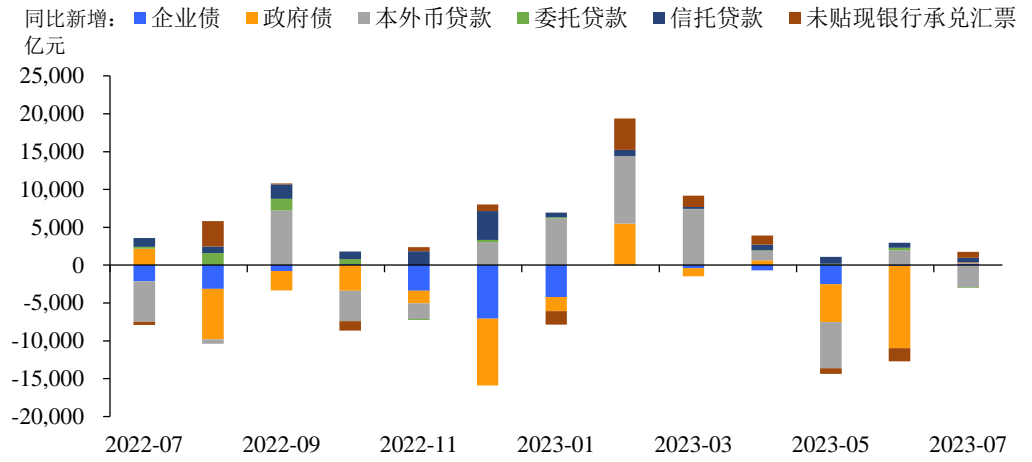
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023年以来居民中长贷结构出现变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 7月社融分项: 同比新增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>