



2023年08月11日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

居民信贷偏弱，政策或将加速落地

——国内观察：2023年7月金融数据

投资要点

- **事件：**8月11日，央行发布7月金融数据。7月M2同比10.7%，前值11.3%，M1同比2.3%，前值3.1%。新增人民币贷款3459亿元，同比少增3498亿元。社会融资规模增量5282亿元，同比少增2703亿元。社融存量增速为8.9%，前值9.0%。
- **核心观点：**总的来看，7月金融数据低于市场预期，在反映需求仍然不足的同时，2021年后表内信贷在季末冲量的效应也越发明显，季末6月金融数据明显改善，7月数据表现偏弱，地产方面仍是主要的拖累。政治局会议以及央行的表态，已有积极定调，存量房贷利率下调，以及认房不认贷等在全国范围内的落地可能会加速，下一步也可能还有增量政策出台。货币政策方面，我们认为目前实际利率过高，需要通过降低政策利率、存款利率等增加实体经济投资对资金的相对吸引力，三季度有降准降息的可能。
- **6月季末高增后，7月信贷数据偏弱。**此前6月季末人民币贷款在高基数下季节性冲量，居民贷款尤其是中长期贷款与地产销售数据明显背离，6-7两月合并同比少增1695亿元可能才是真实的反映。
- **居民端表现较弱。**居民贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元，几乎贡献了全部人民币贷款的少增。其中短期贷款减少1335亿元，同比多减1066亿元，显示消费需求，尤其是商品消费需求在618集中释放后显得相对更弱；中长期贷款减少672亿元，在上月增加4630亿元后再次出现单月净减少，从RMBS条件早偿率指数来看，7月中下旬进一步下行至0.13，所以很难用提前还款规模加大来解释，我们认为7月居民中长期贷款的减少，与商品房销售整体仍弱对应。
- **企业端总量尚可，结构不佳。**企业贷款新增2378亿元，同比少增499亿元。其中中长期贷款新增2712亿元，同比少增747亿元，考虑到上半年整体较强的表现，以及7月高频数据显示经济未明显走弱，7月企业中长期贷款走弱是不是受季末波动的影响尚待验证。票据融资的增加对冲了短期贷款的减少。
- **社融主要受表内贷款拖累。**社融口径下的人民币贷款新增364亿元，同比少增3892亿元，与金融机构口径下人民币贷款表现一致，是主要拖累项，剔除人民币贷款后，其他融资同比多增1189亿元。非标融资减少1724亿元，但同比少减1329亿元，主要贡献来自于委托贷款及未贴现银行承兑汇票。股票融资新增786亿元，由于高基数影响，同比少增651亿元。企业债券融资新增1179亿元，同比多增219亿元，继续呈现恢复态势。政府债券融资新增4109亿元，同比多增111亿元，拖累较二季度大幅减轻，去年下半年的新增地方政府专项债发行主要来自于9月提出的5000亿元结存限额，而今年专项债发行节奏整体偏慢，据wind数据1-7月累计发行新增地方政府专项债2.5万亿元左右，剩余1.3万亿元发行节奏或在三季度明显提速，对社融形成一定支撑。
- **货币增速继续回落。**一方面M1、M2都受到基数走高的影响，另外信贷投放明显放缓，财政存款的增加叠加地产的拖累，或是导致M2增速明显回落的主因，而M1增速回落则体现经济活力不足。7月当月人民币存款净减少11200亿元，同比多减11647亿元，其中居民、企业存款同比多减，银行存款同样可能存在季末揽储冲量的影响，而财政存款同比多增。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

正文目录

1. 居民信贷偏弱	4
2. 社融主要受表内贷款拖累	5
3. 货币增速继续回落	5
4. 核心观点	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1 6/7 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 4 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	4
图 5 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	5
图 6 6/7 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	5
图 7 企业债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 8 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 9 6/7 月存款同比多增结构, 亿元.....	6
图 10 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %	6

事件: 8月11日, 央行发布7月金融数据。7月M2同比10.7%, 前值11.3%, M1同比2.3%, 前值3.1%。新增人民币贷款3459亿元, 同比少增3498亿元。社会融资规模增量5282亿元, 同比少增2703亿元。社融存量增速为8.9%, 前值9.0%。

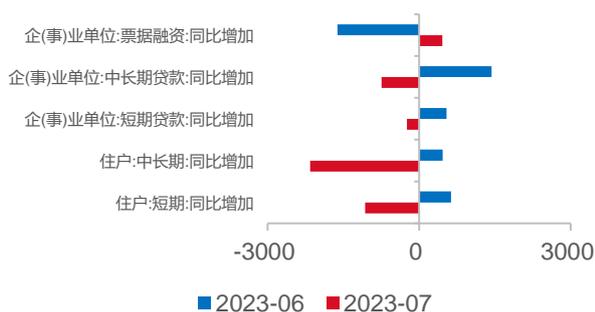
1.居民信贷偏弱

6月季末高增后, 7月信贷数据偏弱。此前6月季末人民币贷款在高基数下季节性冲量, 居民贷款尤其是中长期贷款与地产销售数据明显背离, 6-7两月合并同比少增1695亿元可能才是真实的反映。

居民端表现较弱。居民贷款减少2007亿元, 同比多减3224亿元, 几乎贡献了全部人民币贷款的少增。其中短期贷款减少1335亿元, 同比多减1066亿元, 显示消费需求, 尤其是商品消费需求在618集中释放后显得相对更弱; 中长期贷款减少672亿元, 在上月增加4630亿元后再次出现单月净减少, 从RMBS条件早偿率指数来看, 7月中下旬进一步下行至0.13, 所以很难用提前还款规模加大来解释, 我们认为7月居民中长期贷款的减少, 与商品房销售整体仍弱对应。

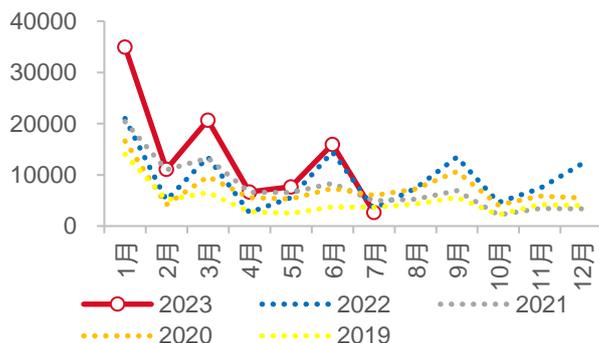
企业端总量尚可, 结构不佳。企业贷款新增2378亿元, 同比少增499亿元。其中中长期贷款新增2712亿元, 同比少增747亿元, 考虑到上半年整体较强的表现, 以及7月高频数据显示经济未明显走弱, 7月企业中长期贷款走弱是不是受季末波动的影响尚待验证。票据融资的增加对冲了短期贷款的减少。

图1 6/7月人民币贷款同比多增结构, 亿元



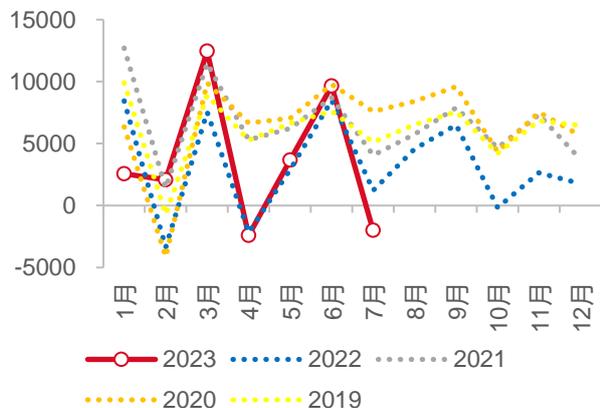
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图4 30大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %

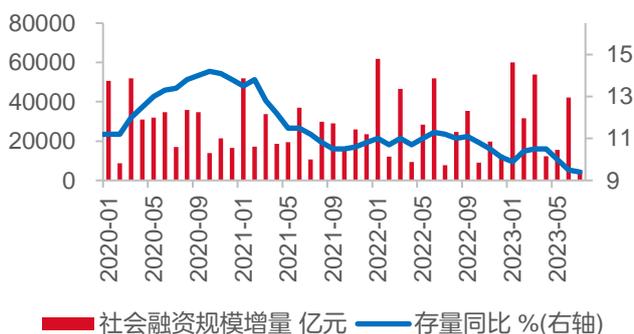


资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

2. 社融主要受表内贷款拖累

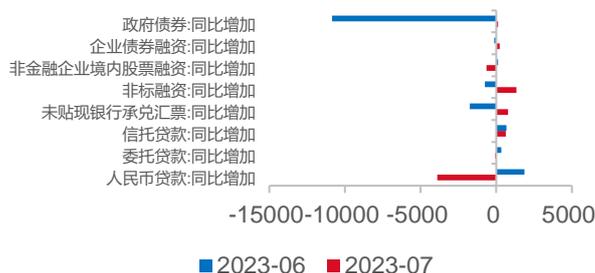
社融主要受表内贷款拖累。社融口径下的人民币贷款新增 364 亿元，同比少增 3892 亿元，与金融机构口径下人民币贷款表现一致，是主要拖累项，剔除人民币贷款后，其他融资同比多增 1189 亿元。非标融资减少 1724 亿元，但同比少减 1329 亿元，主要贡献来自于委托贷款及未贴现银行承兑汇票。股票融资新增 786 亿元，由于高基数影响，同比少增 651 亿元。企业债券融资新增 1179 亿元，同比多增 219 亿元，继续呈现恢复态势。政府债券融资新增 4109 亿元，同比多增 111 亿元，拖累较二季度大幅减轻，去年下半年的新增地方政府专项债发行主要来自于 9 月提出的 5000 亿元结存限额，而今年专项债发行节奏整体偏慢，据 wind 数据 1-7 月累计发行新增地方政府专项债 2.5 万亿元左右，剩余 1.3 万亿元发行节奏或在三季度明显提速，对社融形成一定支撑。

图5 新增社融规模及存量同比，亿元，%



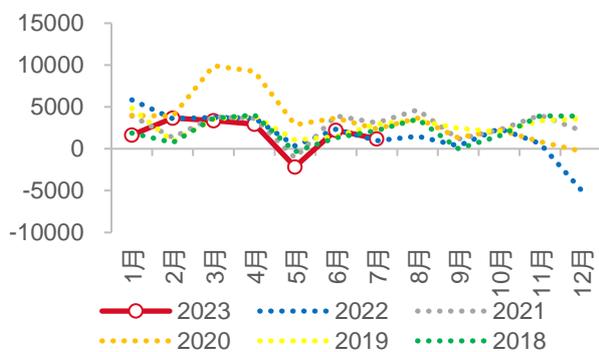
资料来源：央行，东海证券研究所

图6 6/7月社融规模同比多增结构，亿元，亿元



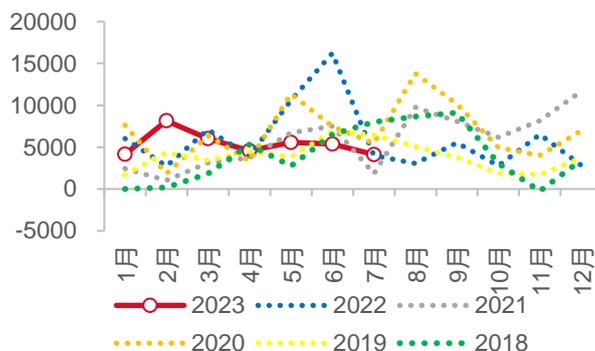
资料来源：央行，东海证券研究所

图7 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 政府债券融资季节性规律，亿元

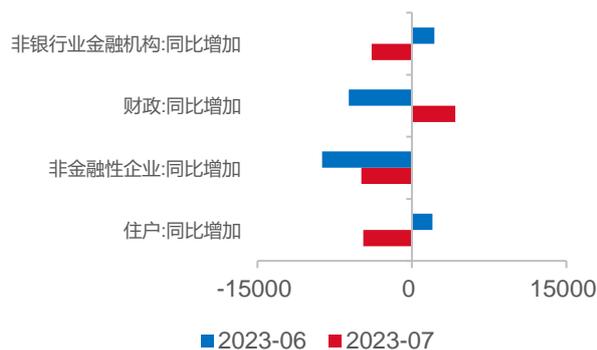


资料来源：央行，东海证券研究所

3. 货币增速继续回落

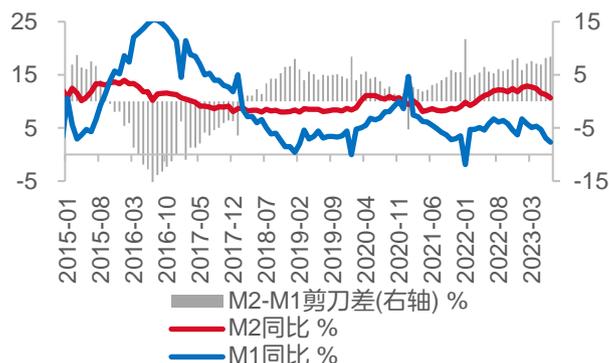
货币增速继续回落。一方面 M1、M2 都受到基数走高的影响，另外信贷投放明显放缓，财政存款的增加叠加地产的拖累，或是导致 M2 增速明显回落的主因，而 M1 增速回落则体现经济活力不足。7 月当月人民币存款净减少 11200 亿元，同比多减 11647 亿元，其中居民、企业存款同比多减，银行存款同样可能存在季末揽储冲量的影响，而财政存款同比多增。

图9 6/7月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图10 M2与M1同比及剪刀差, %, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

4.核心观点

总的来看, 7月金融数据低于市场预期, 在反映需求仍然不足的同时, 2021年后表内信贷在季末冲量的效应也越发明显, 季末6月金融数据明显改善, 7月数据表现偏弱, 地产方面仍是主要的拖累。政治局会议以及央行的表态, 已有积极定调, 存量房贷利率下调, 以及认房不认贷等在全国范围内的落地可能会加速, 下一步也可能还有增量政策出台。货币政策方面, 我们认为目前实际利率过高, 需要通过降低政策利率、存款利率等增加实体投资对资金的相对吸引力, 三季度有降准降息的可能。

5.风险提示

稳增长政策落地不及预期, 可能会导致经济恢复不及预期。

高利率环境下, 海外金融市场风险, 引发全球系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089