

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师  
执业编号：S1500523050006  
联系电话：+86 13682411569  
邮箱：zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 7月信贷社融大幅缩量的背后

2023年8月12日

- **居民中长贷和房地产销售的关联性趋于弱化。**7月新增人民币贷款仅为3459亿元，2007年以来同期最低，其中居民部门拖累最大。2022年以来，居民中长期经营贷增量实现了对房贷的反超，今年以来二者分化进一步扩大，这一变化有效解释了今年6月份居民中长贷和房地产销售数据的背离。当前央行允许存量房贷置换，新增放贷或将持续承压，居民中长贷和房地产销售的关联性可能会进一步弱化。7月新增居民中长贷、房地产销售双双同比收缩，可能已经开始反映贷款置换冲减存量贷款的影响。
- **企业中长贷增速或出现阶段性回落。**7月新增企业中长贷终止了连续11个月的同比多增，增速指标连续第2个月出现回落。2016年以来企业中长贷增速具有明显的周期特征，参考历轮周期跨度和增速高点，未来企业中长贷增速或出现阶段性回落。一方面，去年6月起企业中长贷增速进入上升通道，对应同比基数逐步走高。另一方面，工业生产修复仍处于早期阶段，7月M1增速降至2.3%，指向资金活化程度偏低，微观主体预期仍偏弱。因此企业信用扩张的动能可能相对不足，7月企业整体融资需求扩张有限，结构较差。
- **8-9月政府债融资有望拉动社融回升。**7月新增政府债融资4109亿元，同比多增111亿元，主要是新增专项债贡献较大。截至7月末，新增专项债发行进度为65.7%，7月净融资额1466亿元。而去年地方财政集中在上半年发债，7月净融资额仅15亿元。根据最新监管要求，2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，预计8-9月月均发行量或达6500亿元以上。同时去年同期为低基数，在专项债的拉动下，今年8-9月政府债融资有望再度同比多增，从而支撑社融回升。
- **需求有限背景下，季末大幅冲量的结果是次月大幅缩量。**6月信贷社融大幅好于预期，7月则恰好相反。需求有限的背景下，季末大幅冲量的结果是次月大幅缩量。7月社融存量增速降至8.9%，为有数据统计以来最低值。各项贷款余额增速降至11.1%，同样处于历史低位水平。考虑到年内居民和企业部门信用扩张均存在压力，在多重宏观周期共振向上之前，我们判断下一阶段货币政策存在较大发力空间，为金融进一步支持实体经济、政府债提速发行等创造适宜的货币环境。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

## 目录

一、居民中长贷和房地产销售的关联性趋于弱化 .....	3
二、企业中长贷增速或出现阶段性回落 .....	5
三、8-9 月政府债融资有望拉动社融回升 .....	6
四、需求有限背景下，季末大幅冲量的结果是次月大幅缩量 .....	7
五、附录：7 月金融数据分项图表 .....	8
风险因素 .....	9

## 图目录

图 1：2022 年以来，居民中长期经营贷增量反超房贷 .....	3
图 2：6 月居民中长贷多增，主要由经营贷贡献 .....	4
图 3：近期居民提前还贷意愿有所回落 .....	4
图 4：今年 6 月末个人住房贷款余额较去年末减少了一些 .....	5
图 5：企业中长贷终止了连续 11 个月的同比多增 .....	5
图 6：7 月 M1、M2 增速均下降，M1-M2 增速剪刀差进一步下探 .....	6
图 7：企业融资需求或已阶段性见顶 .....	6
图 8：8-9 月新增专项债发行或迎来明显提速 .....	7
图 9：6 月居民中长期贷款增速小幅抬升 .....	7
图 10：7 月新增人民币贷款及分项数据 .....	8
图 11：7 月新增社会融资规模及分项数据 .....	8
图 12：7 月新增人民币存款及分项数据 .....	9

## 事件：

2023年8月11日，央行公布7月金融数据：新增人民币贷款3459亿元，预期8446亿元，前值3.05万亿元。新增社会融资规模5282亿元，预期1.12万亿元，前值4.22万亿元。M2同比增长10.7%，预期11.1%，前值11.3%。

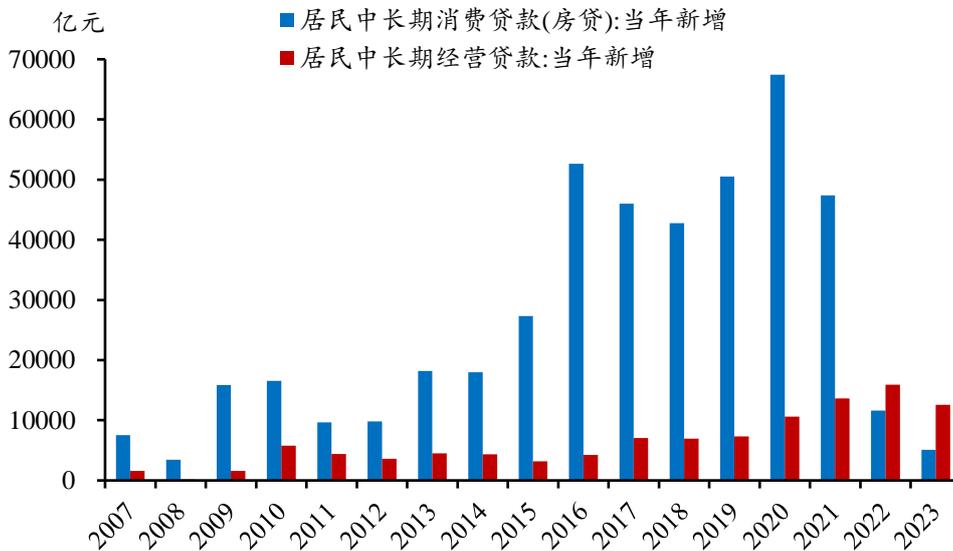
## 一、居民中长贷和房地产销售的关联性趋于弱化

7月新增人民币贷款仅为3459亿元，2007年以来同期最低，其中居民部门拖累最大。7月居民贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元。分项来看，居民短贷减少1335亿元，同比多减1066亿元。居民中长贷减少672亿元，其同比增幅在5-6月连续录得正值后，再度转为收缩，当月同比多减2158亿元。

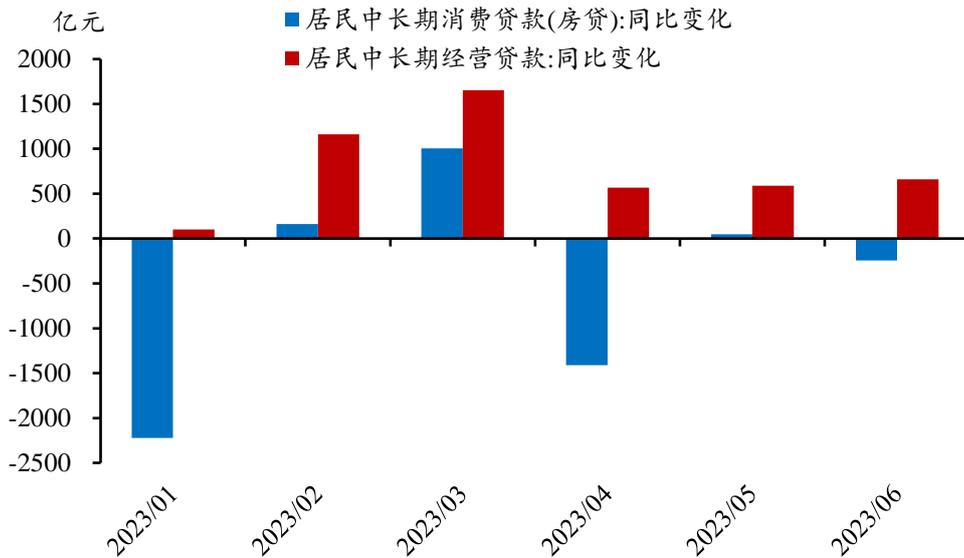
2022年以来，居民中长期经营贷增量实现了对房贷的反超。按照央行信贷收支表口径，居民贷款共分为4类，分别是短期消费贷、中长期消费贷（房贷）、短期经营贷、中长期经营贷。从余额口径来看，房贷在居民贷款中占比超过60%，在居民中长期贷款中占比超过80%，显而易见是居民债务的主体。从增量口径来看，2010-2021年，房贷在居民中长期贷款中占比同样超过80%。但这种局面从2022年起出现了扭转，当年新增居民中长期经营贷反超了房贷。今年以来二者分化进一步扩大，上半年新增居民中长期经营贷1.26万亿元，接近去年全年增量，而新增居民房贷仅5072亿元。

这一变化有效解释了今年6月份居民中长贷和房地产销售数据的背离。我们在上个月报告《如何看待居民中长贷和房地产销售数据的背离？》中提出，6月居民中长贷增长可能主要来自经营贷贡献。后续央行更新了6月信贷收支表，分项数据验证了我们的猜想。6月新增居民中长期经营贷近3000亿元，同比多增661亿元。新增居民房贷1659亿元，同比少增244亿元，和当月房地产销售同比下降相互映射（6月30城销售数据同比下降32%）。

图 1：2022 年以来，居民中长期经营贷增量反超房贷

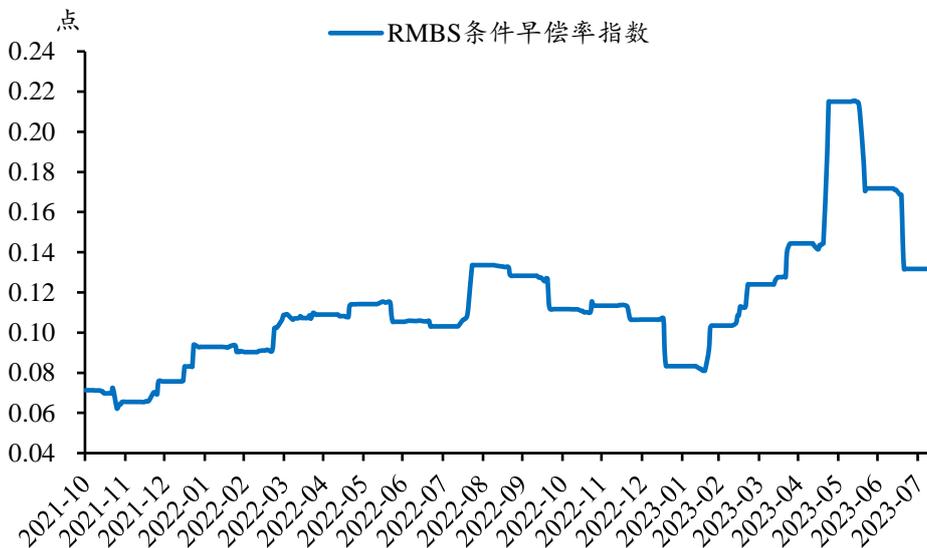


资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 2023 年为 1-6 月合计数据

**图 2：6 月居民中长贷多增，主要由经营贷贡献**


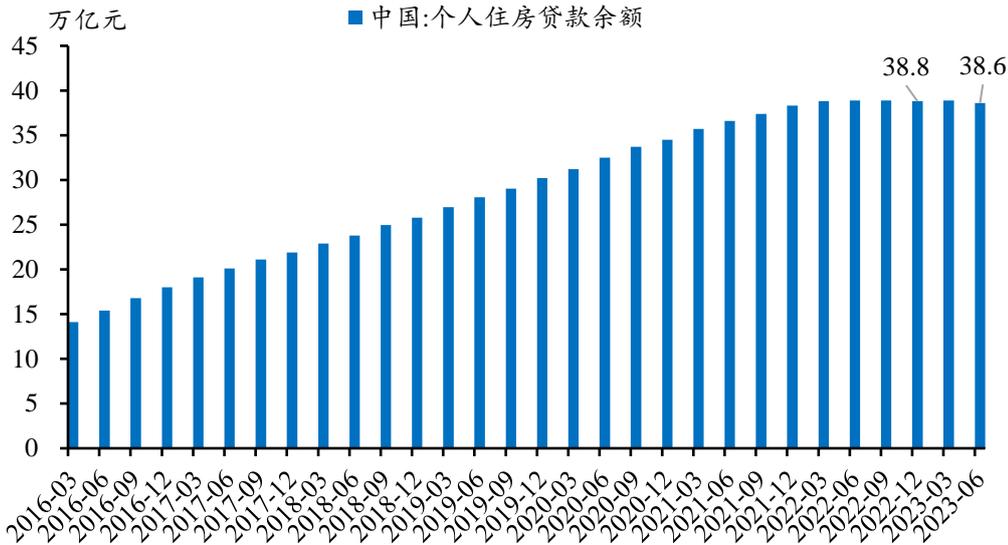
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

央行开始允许存量房贷置换，居民中长贷和房地产销售的关联性可能会进一步弱化。7月14日央行召开上半年金融统计数据新闻发布会，邹澜司长提出“按照市场化、法治化原则，我们支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款。”我们理解前半句话对应调整存量房贷利率，近期居民提前还贷意愿有所回落，或与这一因素有关。后半句话对应新发放较低利率房贷，用以置换高利率存量房贷，这无疑会使得新增居民房贷持续承压，从而进一步扩大房贷与经营贷间的分化。参考发布会中披露的数据，“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”。而统计数据显示的今年6月末个人住房贷款余额为38.6万亿元，较去年末的38.8万亿元还减少了一些。

**图 3：近期居民提前还贷意愿有所回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：今年 6 月末个人住房贷款余额较去年末减少了一些



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

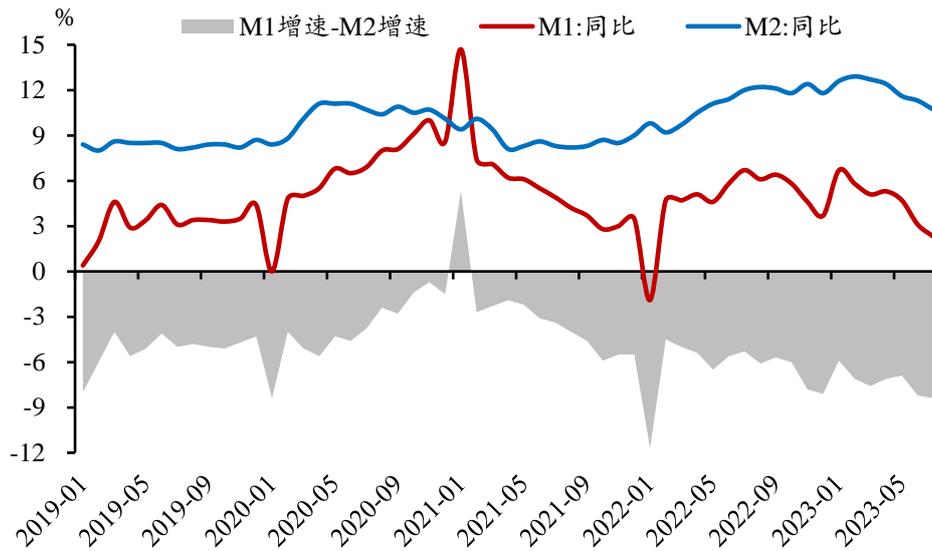
## 二、企业中长贷增速或出现阶段性回落

企业中长贷终止了连续 11 个月的同比多增。7 月新增企业中长贷 2712 亿元，同比少增 747 亿元。从增速指标上看，7 月企业中长贷增速录得 17.9%，连续第 2 个月出现回落。2016 年以来企业中长贷增速具有明显的周期性特征，参考历轮周期跨度和增速高点，未来企业中长贷增速或出现阶段性回落。一方面，去年 6 月起企业中长贷增速进入上升通道，对应同比基数将逐步走高。另一方面，工业生产强度企稳回升仍处于早期阶段，企业信用扩张的动能相对不足。7 月 M1 增速录得 2.3%，较上月下降 0.7 个百分点，指向资金活化程度偏低，微观主体预期仍偏弱。

图 5：企业中长贷终止了连续 11 个月的同比多增

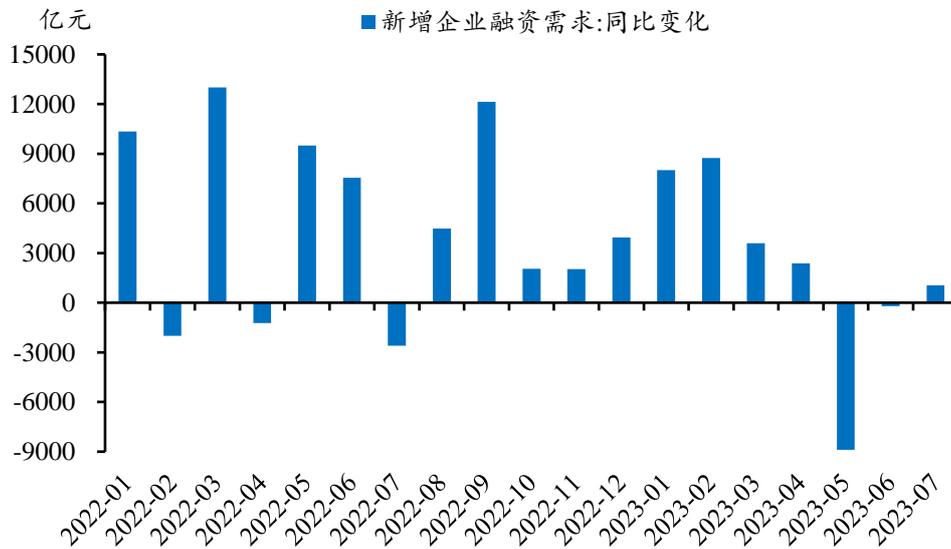


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：7 月 M1、M2 增速均下降，M1-M2 增速剪刀差进一步下探**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

与企业相关的其他融资分项上, 7 月企业短期贷款减少 3785 亿元, 同比多减 239 亿元。新增票据融资 3597 亿元, 明显较往年同期偏强, 体现了一定的冲量因素。三项表外融资 (信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票) 合计减少 1724 亿元, 同比少减 1329 亿元。将上述分项加总, 尽管 7 月企业融资需求整体增长 1833 亿元、同比多增 1049 亿元, 但主要是来自票据融资和表外融资的贡献, 我们维持企业信用扩张已阶段性见顶的判断。

**图 7：企业融资需求或已阶段性见顶**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

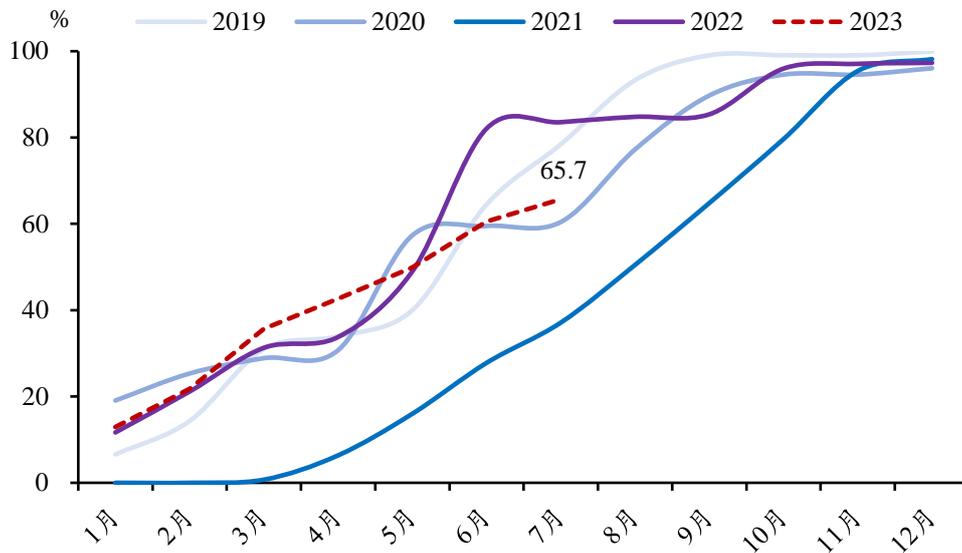
### 三、8-9 月政府债融资有望拉动社融回升

7 月新增政府债融资 4109 亿元, 同比多增 111 亿元, 主要是新增专项债贡献较大。今年的新增专项债发行节奏类似于 2019、2020 年, 截至 7 月末, 新增专项债发行进度为 65.7%, 7 月单月发行 2457 亿元, 净融资额 1466 亿元。而去年是典型的财政“前置发债”的一年, 当年的新增专项债限额基本在上半年发行完毕, 7 月单月发行 1530 亿元, 净融资额仅 15 亿元。

**8-9 月新增专项债发行或迎来明显提速, 有望拉动社融回升。**据 21 财经消息, 近期监管部门通知地方, 要求 2023

年新增专项债需于9月底前发行完毕。参考当前发行进度，我们测算认为8-9月新增专项债发行或明显提速，月均发行量或达6500亿元以上。同时去年8-9月为低基数，新增专项债合计发行不足800亿元。在发行提速和低基数的影响下，今年8-9月政府债融资有望再度同比多增，从而拉动社融回升。

图 8：8-9月新增专项债发行或迎来明显提速



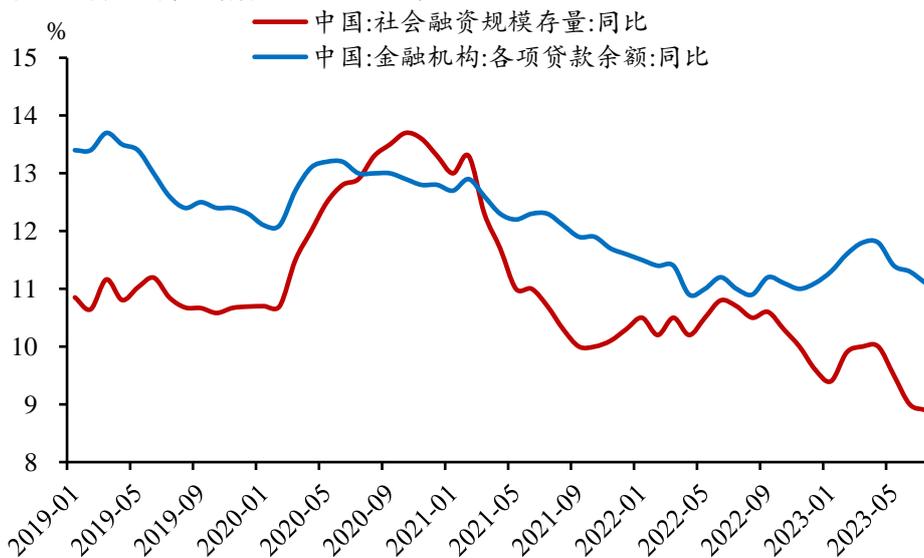
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

#### 四、需求有限背景下，季末大幅冲量的结果是次月大幅缩量

6月信贷社融大幅好于预期，新增社融高于预期1万亿元，新增信贷高于预期6657亿元。7月则恰好相反，新增社融低于预期5918亿元，新增信贷低于预期近5000亿元。就像6月没那么好一样，7月也没那么差，需求有限的背景下，季末大幅冲量的结果是次月大幅缩量。

7月社融存量增速降至8.9%，为有数据统计以来最低值。各项贷款余额增速降至11.1%，同样处于历史低位水平。在多重宏观周期共振向上之前，我们判断下一阶段货币政策存在较大发力空间，为金融进一步支持实体经济、政府债提速发行等创造适宜的货币环境。

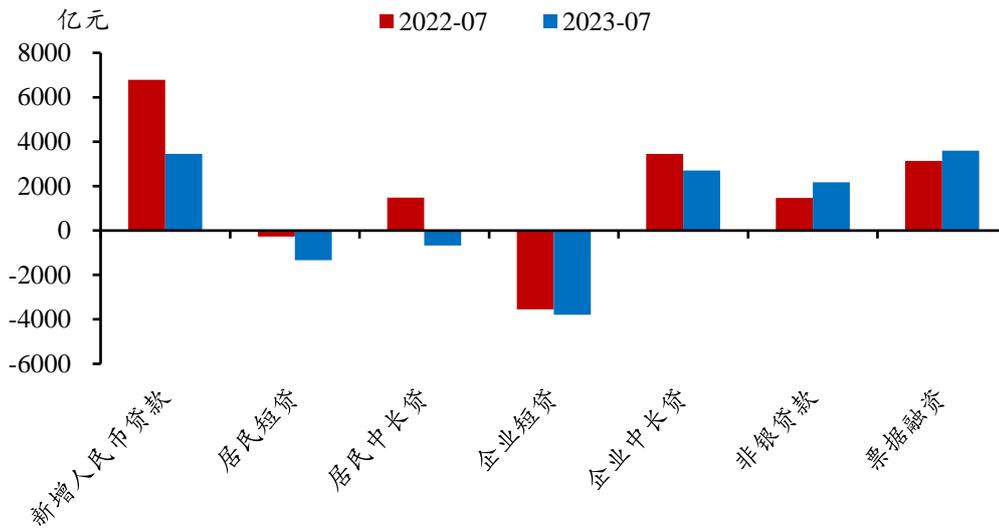
图 9：6月居民中长期贷款增速小幅抬升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

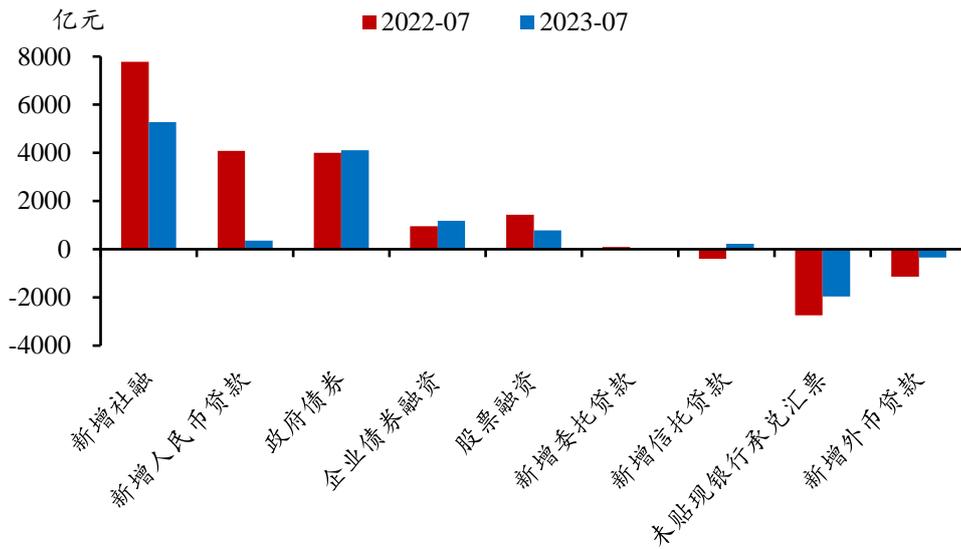
## 五、附录：7月金融数据分项图表

图 10：7月新增人民币贷款及分项数据

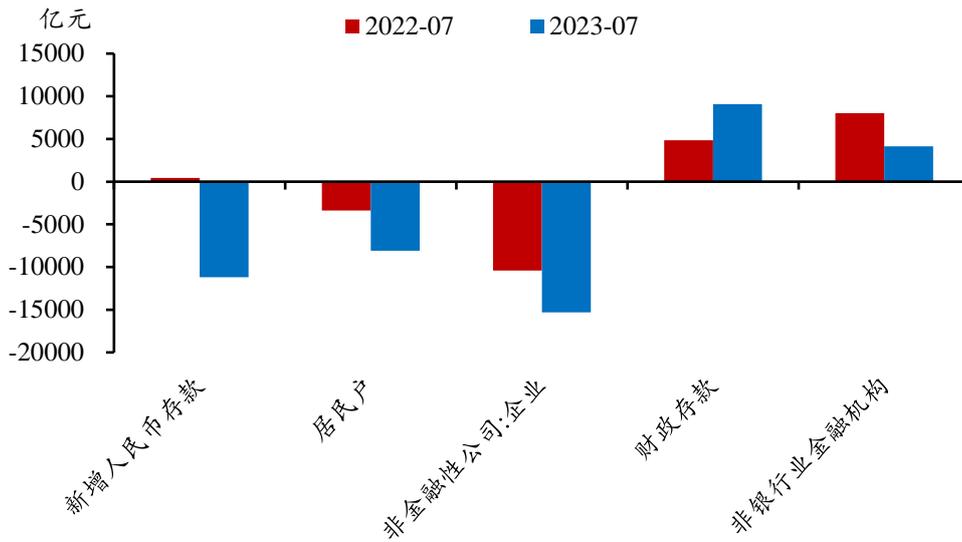


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：7月新增社会融资规模及分项数据



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 7月新增人民币存款及分项数据**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

国内政策力度不及预期, 美联储超预期紧缩, 地缘政治风险等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。