

宏观利率

理性看待单月社融下降

——2023年7月金融数据点评兼论利率影响

2023年8月11日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

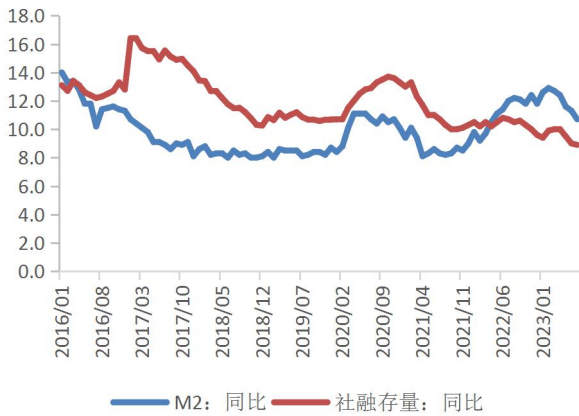
邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：理性看待社融下降，维持收益率震荡看法。**7月社融回落市场已有预期，但真实数据大幅低于预期值。然而近两个月信贷合计值并不低，拖累主要来自于政府债券发行节奏偏慢。在8-10月专项债加快发行的背景下，不宜因单月社融不佳过度悲观。政治局会议后，市场进入对积极政策的验证阶段，政策储备加强并强调适时推出，通胀已触底，经济负反馈概率降低，同时中长期内生动能复苏仍需等待，降准降息概率加大。判断收益率未到反转时，十年期国债收益率短期大概率在2.6%-2.7%内震荡。
- **7月新增社融大幅低于预期，广义流动性仍偏宽松。**7月末社融存量为365.77万亿元，同比增长8.9%（前值9.0%）。7月社融新增5282亿元，大幅低于wind一致预期的1.12万亿元，环比减少3.70万亿元，同比减少2314亿元。近三个月新增社融合计同比大幅下降28.2%。7月M2增速为10.7%（前值11.3%），低于wind一致预期的11.1%。M2和社融增速差为1.8%（前值2.3%），虽有回落但仍处于2016年以来的高位，显示流动性比较宽松。M1增速由3.1%回落至2.3%，M1-M2剪刀差继续回落至-8.4%（前值-8.2%），显示企业经营活力依然不足。
- **单月社融主要拖累项是人民币贷款，近两个月主要拖累项则是政府债券。**7月新增政府债券仅略高于去年同期，6月及7月合计值低于去年同期1.07万亿元。在政策要求下，8月以来专项债已呈现加速发行态势，预计将为未来两个月社融提供支撑。7月社融口径新增人民币贷款大幅收缩至364亿元。考虑到二季度末在降息和银行贷款季末冲量的情况下贷款投放较多，我们综合考察6月及7月的信贷，两个月人民币贷款合计值在历年同期中并不算低。因此建议对7月社融偏低理性看待，不宜过度悲观，况且从通胀和PMI看，经济边际应该是弱改善的。但8月以来国股银票转贴现利率依然在下降通道，30大中城市商品房销售同比降幅扩大，社融可能继续偏弱，政策前置发力必要性大大提升。
- **新增贷款大幅收缩，拖累主要在住户端。**7月住户新增贷款大幅下降2007亿元，2007年以来在同期中首次转负，企业新增贷款也仅为2378亿元，是2017年以来同期最低值。7月企业、住户贷款存量增速分别降至14.0%、6.8%。6月及7月合计看，企业贷款总量高于去年同期188亿元，住户贷款总量低于去年同期2067亿元，可见拖累主要在住户端。
- **企业和住户中长期贷款均回落。**7月企业中长期贷款新增2712亿元，低于历年同期。6月及7月企业中长期贷款合计高于去年同期689亿元，住户中长期贷款合计低于去年同期1695亿元。7月企业中长期贷款和住户中长期贷款存量增速分别为17.9%、4.9%，均顶部回落。
- **风险提示：**稳增长政策超预期；地缘政治风险。



图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



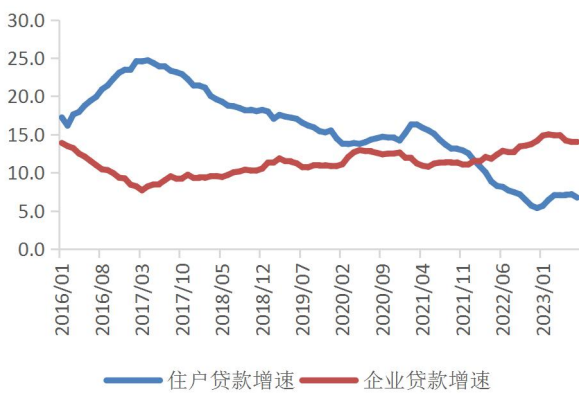
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：M2-社融（%）



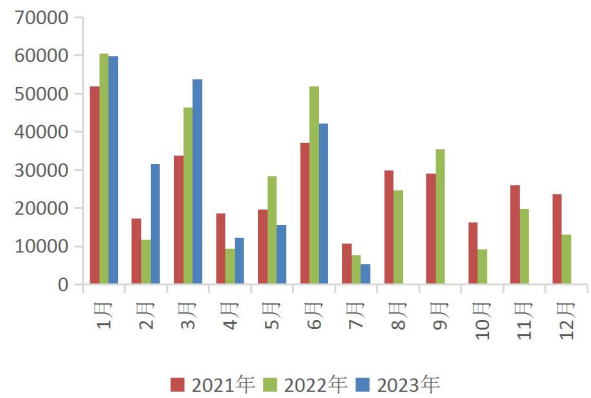
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：企业贷款和住户贷款存量增速（%）



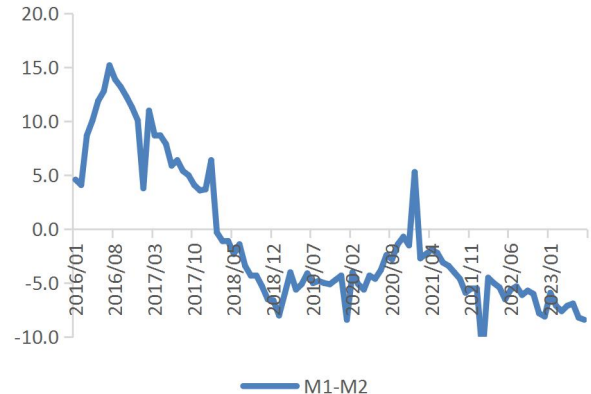
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



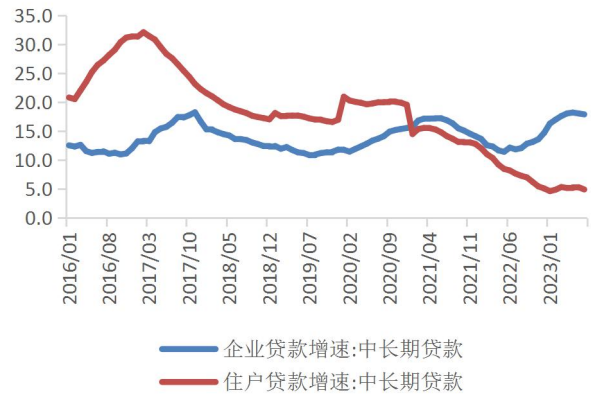
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M1-M2（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：企业中长期贷款和住户中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

