

利率拐点未到

7月金融数据点评

相关研究报告

《利率出现“重置式”调整》20221120
 《实体经济需求限制利率高度》20221127
 《利率上行趋势放缓》20221204
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
 《外部增长放缓态势难改》20221225
 《房贷利率弹性增加》20230108
 《2023年债市流动性展望》20230119
 《美债短期震荡、难改中长趋势》20230219
 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312
 《美欧银行业风波继续演化》20230326
 《美债与美国自然利率》20230402
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411
 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419
 《债务上限之争重来》20230430
 《“可控收缩”是基准情景》20230507
 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514
 《加息尾声的美元反弹》20230521
 《美债准备迎接流动性冲击》20230528
 《加息尾声与金融市场》20230602
 《国内降息预期转强》20230611
 《降息之后看社融》20230618
 《地产政策引发热议》20230625
 《汇率或处于超调状态》20230702
 《美国经济“虚火”难降》20230709
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716
 《利率距破位仅“一步之遥”》20230723
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729
 《利率回归中性态势》20230730
 《央行论述降准、降息问题》20230806
 《修复息差窗口或收窄——7月通胀数据点评》20230809

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

社融同比少增、M2与M1的增速剪刀差扩大，仍需观察未来几个月政策对经济的具体支持方式。

- 7月社融同比少增2703亿元，主要拖累因素为居民贷款下滑。这与高频数据显示的大中城市商品房成交状况清淡相一致。调整存量房贷利率等支持政策虽然利于恢复楼市需求。但据财联社报道，郑州调整限售政策以后，二手房出现供给增加情况。即使未来几个月居民信贷需求反弹，二手房市场也可能对一手房需求形成一定分流。
- 政府债券增速基本保持稳定，但是考虑到今年拟安排3%赤字率、和3.8万亿元专项债额度，若充分运用，政府债券增速可达12%以上，后几个月政府债增速可能再次反弹。
- 如我们在前期报告《利率拐点与货币增速剪刀差》(20230716)中提到，M2与M1增速的剪刀差收敛通常领先于长端利率反弹的拐点，但是7月二者未见收敛，而且M1增速继续下降，反映微观主体投资、消费意愿整体上未见显著改善。
- 7月数据来不及充分反映当月政治局会议对于经济政策的有关部署，仍需观察未来几个月政策对经济的具体支持方式。如我们前期报告《利率距破位仅“一步之遥”》(20230723)提到，若后续政策倾向于通过降低融资成本促进微观主体投资、消费意愿，则长债利率也存在一定的继续向下“破位”的可能性。目前，在居民贷款方面，央行提出“指导银行依法有序调整存量房贷利率”；在企业融资方面，工业企业投资回报相对于资产规模，仍在下行过程中(尽管下行的趋势放缓)，鼓励企业投资也需要降低融资成本。
- 如本月通胀点评报告提到，尽管由于食品、能源等价格可能触底，商业银行修复净息差的窗口或将收窄，但商业银行仍可能借助剩余的低通胀窗口，尝试修复净息差。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

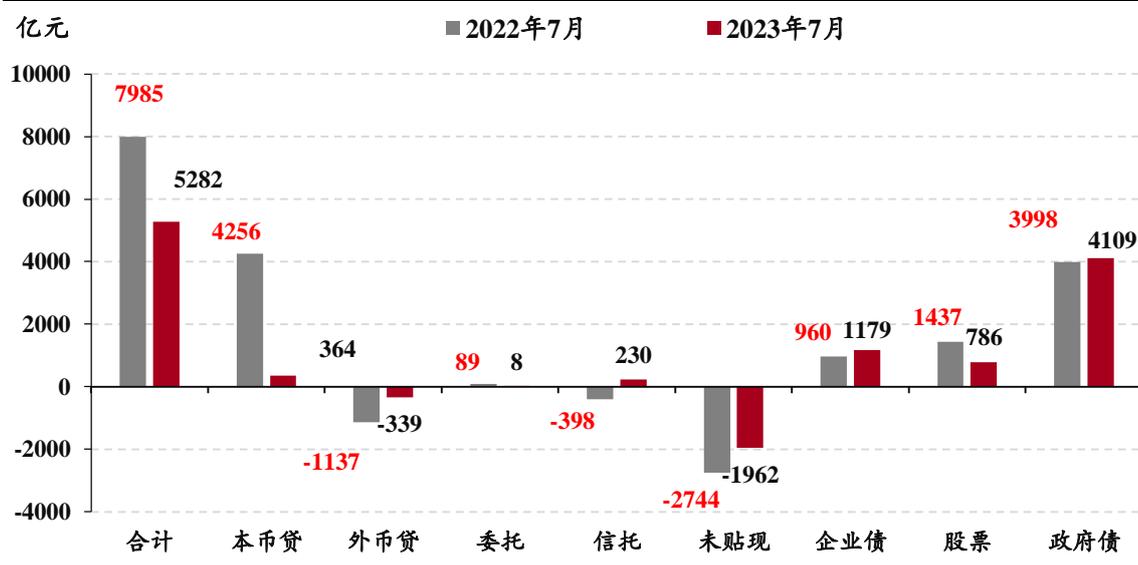
事件:

8月11日, 人民银行发布2023年7月金融数据: 7月末, 广义货币(M2)余额285.4万亿元, 同比增长10.7%, 增速分别比上月末和上年同期低0.6个和1.3个百分点; 狭义货币(M1)余额67.72万亿元, 同比增长2.3%, 增速分别比上月末和上年同期低0.8个和4.4个百分点。初步统计, 2023年7月末社会融资规模存量为365.77万亿元, 同比增长8.9%。其中, 对实体经济发放的人民币贷款余额为228.9万亿元, 同比增长11%。

点评:

7月社融同比少增2703亿元, 主要拖累因素为居民贷款下滑。本币贷款同比少增3892亿元, 其中居民贷款同比少增3224亿元; 企事业单位贷款则主要表现为企事业中长期贷款少增。其他社融项目中, 除非金融企业股票融资同比少增外, 不同程度同比多增或少减。

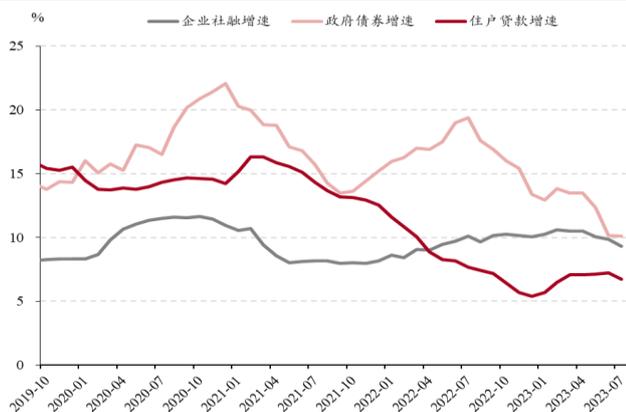
图表1. 七月社融同比少增



资料来源: Wind, 中银证券

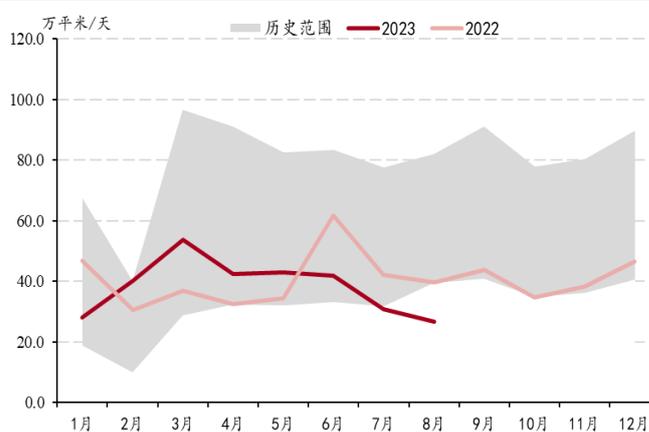
分部门看, 居民贷款存量同比增速下降, 这与高频数据显示的大中城市商品房成交状况清淡相一致。7月30大中城市日平均商品房成交面积约30.9万平方米/天, 创有统计以来7月新低, 8月上旬的成交情况也并不乐观。

图表2. 三大部分社融存量增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表3. 三十城商品房成交处于历史偏低水平



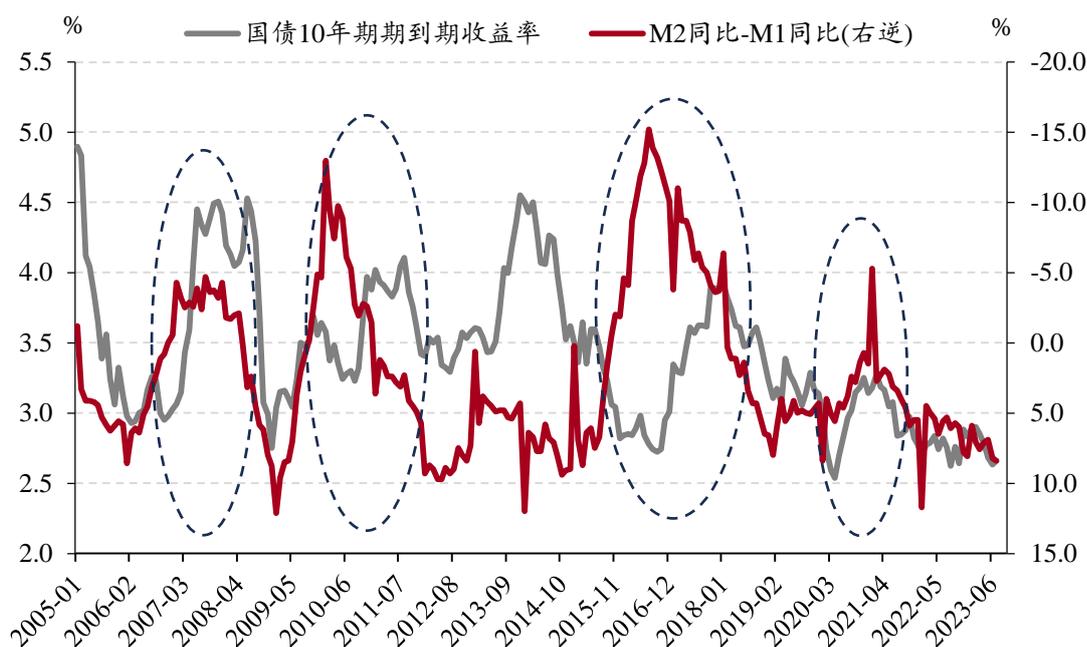
资料来源: Wind, 中银证券。注: 2023年8月数据截至8月10日。

近期出台的调整存量房贷利率等支持政策虽然利于恢复楼市需求，但据财联社报道，郑州调整限售政策后，二手房出现供给增加情况。即使未来几个月居民信贷需求反弹，二手房市场也可能对一手房需求形成一定分流。

7月政府债券增速基本保持稳定，仍为10.1%。但考虑到今年两会提出拟安排3%赤字率、以及3.8万亿元专项债额度，若充分运用，政府债券增速可达12%以上，后几个月政府债增速可能再次反弹。

M2 和 M1 增速的剪刀差略有扩大。如我们在前期报告《利率拐点与货币增速剪刀差》(20230716)中提到，M2 与 M1 增速的剪刀差收敛通常领先于长端利率反弹的拐点，但是7月二者未见收敛，而且M1 同比增速继续下降至2.3%。

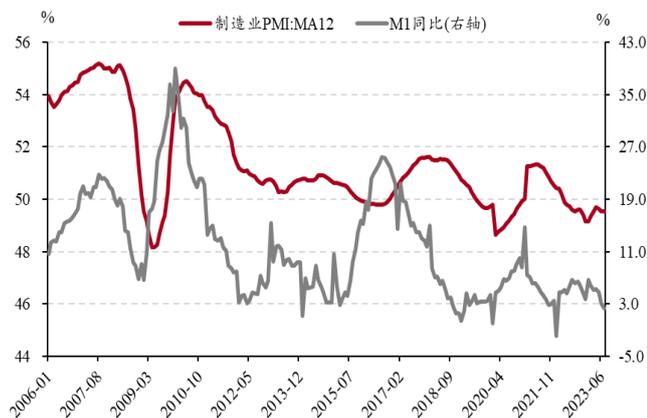
图表 4. M2 与 M1 剪刀差收敛通常领先于长债利率的趋势性反弹



资料来源：Wind，中银证券

M1 作为狭义货币，是微观主体消费、投资的主要支付手段。M1 增速低于 M2 形成的剪刀差或集中反映微观主体支出意愿偏弱、储蓄意愿偏强，对长端利率形成压力。M1 增速通常对经济景气（如 PMI）、通胀等指标具有领先性。7月 M1 增速下滑，反映微观主体投资、消费意愿整体上未见显著改善。

图表 5. M1 增速领先于制造业 PMI



资料来源：Wind，中银证券

图表 6. M1 增速领先于 PPI



资料来源：Wind，中银证券

7月数据来不及充分反映当月政治局会议对经济政策的有关部署，仍需观察未来几个月政策对经济的具体支持方式。如我们前期报告《利率距破位仅“一步之遥”》（20230723）提到，若后续政策倾向于通过降低融资成本促进微观主体投资、消费意愿，则长债利率也存在一定的继续向下“破位”的可能性。

目前，在居民贷款方面，央行提出“指导银行依法有序调整存量房贷利率”。而在企业融资方面，我们用12个月滚动加总的工业企业利润总额除以期末资产总额，得到工业企业总资产滚动利润率。从该指标来看，工业企业投资回报相对于资产规模，仍在下行过程中(尽管下行趋势放缓)，鼓励企业投资也需要降低融资成本。

图表 7. 工业企业总资产滚动利润率



资料来源：Wind，中银证券

如我们在本月通胀点评报告《修复息差窗口或收窄——7月通胀数据点评》（20230809）中提到，尽管由于食品、能源等价格可能触底，商业银行修复净息差的窗口或将收窄，但商业银行仍可能借助剩余的低通胀窗口，尝试修复净息差。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371