

2023年7月金融数据点评

信贷淡季

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- **新增社融同比少增。**2023年7月社融同比少增，达2017年以来同期低点；社融存量同比增速降至8.9%，续创历史新低。从分项看，1)表内信贷是最大拖累，人民币贷款降至2006年11月以来低点。2)政府债融资相对平稳，预计8-12月将较去年同期多增1.3万亿，对新增社融形成一定支撑。3)表外融资暂有支撑，但考虑到去年8月到10月政策性开发性金融工具加速投放，高基数下表外项目对社融的支撑可能不稳。4)此外，企业直接融资依然较弱，债券融资处2014年以来同期次低点，股票融资规模弱于过去三年同期。
- **信贷进入淡季，需求不足问题凸显。**7月新增人民币贷款约为去年同期的半数；贷款存量同比增长11.1%，较上月降低0.2个百分点。人民币贷款中四个主要分项同比减少，仅票据融资和非银行业金融机构贷款同比增加。信贷中的两条主线逻辑值得关注：1)居民信贷增速明显下滑，结束了此前6个月的“弱修复”。7月地产销售进一步走弱，且存量房贷“降息”尚未落地，居民提前偿还房贷的热情不减。与此同时，居民消费贷和房贷还在较快降息，“量”、“价”同步走弱，更反映出居民信贷需求收缩态势加剧。2)企业“加杠杆”势头放缓。7月企业短期贷款大幅减少，是2007年有统计以来单月收缩幅度最大的一次；企业中长期贷款同比少增，结束了连续11个月的强势表现。尽管宏观政策对企业融资的支持力度增强，但企业资产负债率升至2015年以来高位、国内经济修复斜率较为平缓，信贷动能依然不足。
- **7月M1、M2增速均回落，**分别较上月降0.9个、0.6个百分点。货币供应有三个关注点：1)“M2-M1”差值走阔，主要受企业存款变化驱动。物价水平低迷、终端需求偏弱拖累营收现金流，且企业贷款扩张速度放缓，单位活期存款对M1的拉动较上月减少0.9个百分点。2)居民存款增速连续5个月回落。存款降息继续推进，提前还贷热情不减，家庭资产配置仍在调整中。3)财政存款超季节性增加，资金拨付使用进度可能相对缓慢。
- 7月剔除票据融资后，居民和企业人民币贷款规模分别收缩2000亿、1000亿，反映出居民和企业同步“去杠杆”。6月央行降息，7月政治局会议释放“逆周期调节”积极信号，多部委积极发文提振需求和信心。但信贷需求依然未见起色，更深层次的原因或在于，经济呈现弱修复态势，对收入的提振不强；而物价增速偏低，实际利率水平被推升至高位。二者共同作用之下，居民和企业的还本付息压力偏大(2022年末，国际清算银行统计的中国私人非金融部门偿债占可支配收入的比例高达20.6%)。我们认为，货币政策有必要推动存量房贷利率调降尽快落地，继续降低贷款利率。为此，降准释放低成本资金、继续降低存款利率、进一步调降政策利率均可能提上议程。

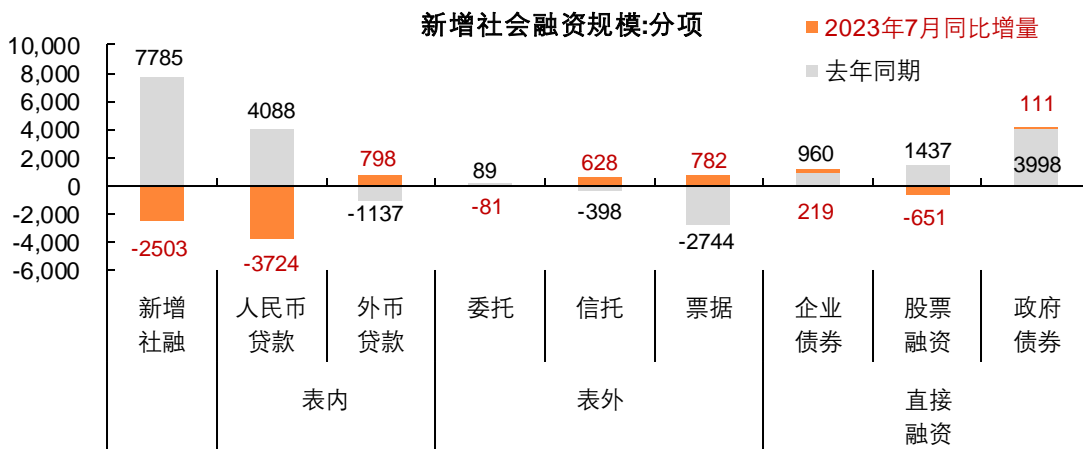
一、表内信贷拖累新增社融

2023年7月新增社融规模5282亿元，较去年同比少增2703亿，达2017年以来同期低点。7月社融存量同比增速较上月下行0.1个百分点至8.9%。新增社融的拖累在于表内信贷，表外融资规模同比多增，对社融构成小幅支撑。

- 一是，表内信贷是社融最大的拖累，7月仅新增25亿元。其中，人民币贷款新增364亿元，是2006年11月以来最低。外币贷款单月收缩339亿元，与中国进出口负增长的低迷态势相一致。
- 二是，政府债净融资表现平稳，预计年内继续支撑社融表现。上半年政府债券融资节奏弱于去年同期，但以财政预算数据看，2023年政府债融资的总体规模与去年相当；同时，7月政治局会议定调之后，财政部指导地方政府债券于9月前加速发行。我们预计，8-12月政府债融资规模将较去年同期多增1.3万亿，对新增社融的支撑将逐步显现。
- 三是，表外贷款规模同比多增，但后续面临高基数，对社融的支撑可能不稳。今年年初信托行业“三分类”新规落地，行业政策的不确定性减弱，委托贷款和信托贷款年初以来合计多增近5300亿元，对新增社融的拖累持续减弱。但考虑到去年8月到10月政策性开发性金融工具加速投放，提振了同期委托贷款表现，未来三个月表外贷款将面临高基数，对新增社融可能从支撑转为拖累。

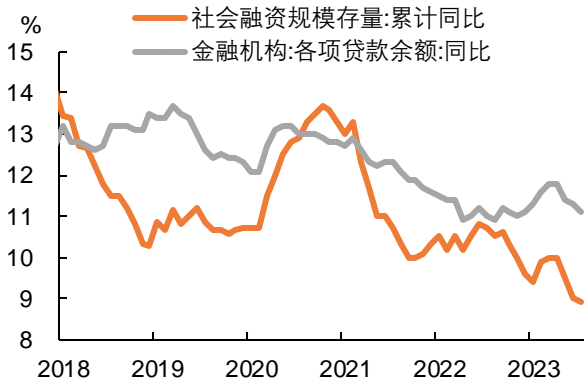
此外，非金融企业直接融资依然较弱。1) 企业债券融资处于2014年以来历史同期次低点（仅小幅高于去年同期），因城投及地产信用债券融资的意愿和能力不足，且今年3月以来债券到期偿还及回售规模持续偏高。2) 股票融资规模弱于过去三年同期。尽管今年全面注册制逐步实施落地，前7个月A股市场筹资的公司数量较去年同期增加4.7%，但平均筹资规模较去年同期减少20%左右，对总体融资表现形成拖累。

图表1 2023年7月新增社融的同比增量（亿元）



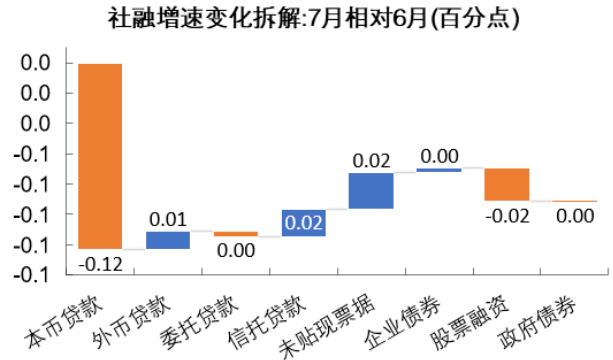
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2023年7月社融与贷款的同比增速均下行



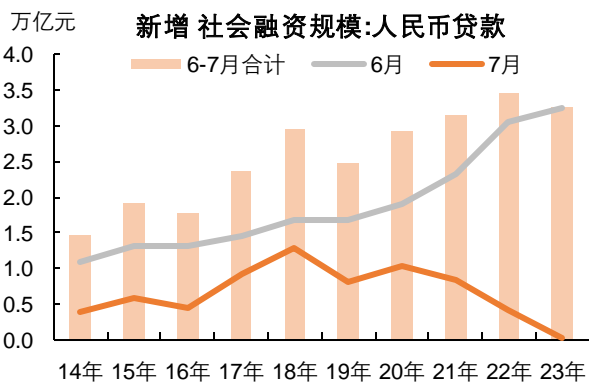
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 7月社融增速下行主要受人民币贷款拖累



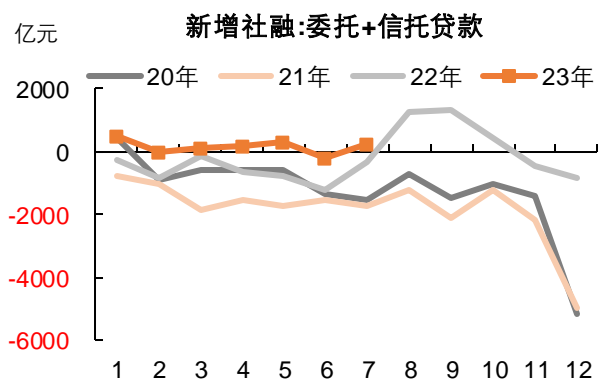
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 季节性效应不能完全解释人民币贷款的弱势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 7月委托贷款和信托贷款同比多增



资料来源: wind, 平安证券研究所

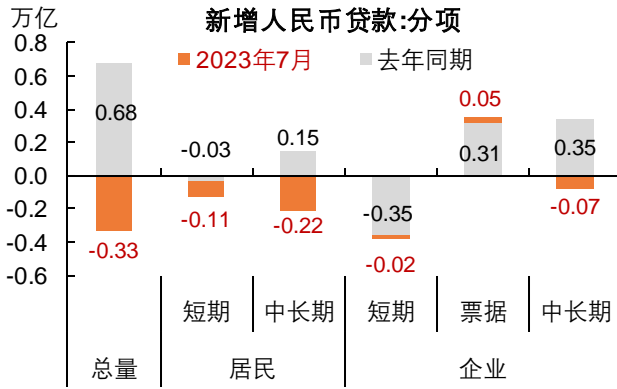
二、信贷淡季凸显需求不足

2023年7月新增人民币贷款为3459亿元,约为去年同期的半数;贷款存量同比增长11.1%,较上月降低0.2个百分点。各分项中,票据融资和非银行业金融机构贷款对人民币贷款形成支撑,合计拉动0.05个百分点,而居民短期和中长期贷款、企业短期和中长期贷款均呈负向贡献,合计下拉人民币贷款增速0.25个百分点。

- **居民信贷增速明显下滑。**7月居民短期和中长期贷款合计缩量2000亿元,其存量同比增速较上月下滑0.45个百分点,结束了此前6个月的“弱修复”。7月房地产销售较快走弱(克而瑞统计的百强房企单月销售操盘金额同比降三成),且存量房贷“降息”尚未落地,居民提前偿还房贷的热情不减,对居民中长期贷款的增量和存量构成拖累。与之伴随的是,居民贷款还在较快降息,融360数据统计的7月全国性银行消费贷平均利率为3.57%,同比下降79BP;贝壳研究院监测的7月百城首套主流房贷利率平均为3.9%,二套主流房贷利率平均为4.81%,均较上月下降10BP。“量”、“价”同步走弱,反映居民信贷需求收缩态势加剧,既受到预期偏弱、信心不足的影响,更有着居民债务偿还压力偏大的“有心无力”。
- **企业“加杠杆”势头放缓。**7月企业短期贷款减少3785亿元,是2007年有统计以来单月收缩幅度最大的一次。7月企业中长期贷款同比少增,结束了连续11个月的强势表现,其对投资的支撑趋弱。近期宏观政策对企业融资及发展的

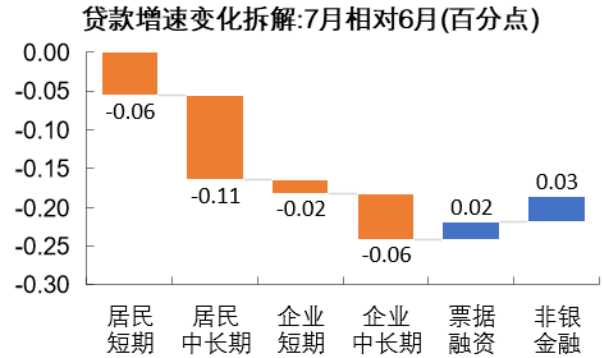
支持力度增强，6月央行调降政策利率10bp，7月以来发改委等多部门连续发文促进民营企业发展。然而，在企业资产负债率升至高位（2023年6月规模以上工业企业资产负债率进一步抬升至57.6%，创2015年以来新高）、国内经济修复斜率相对平缓（2023年4月以来制造业PMI持续处于荣枯线以下）的当下，信贷增长动能依然不足。

图表6 2023年7月人民币贷款的主要分项同比缩量



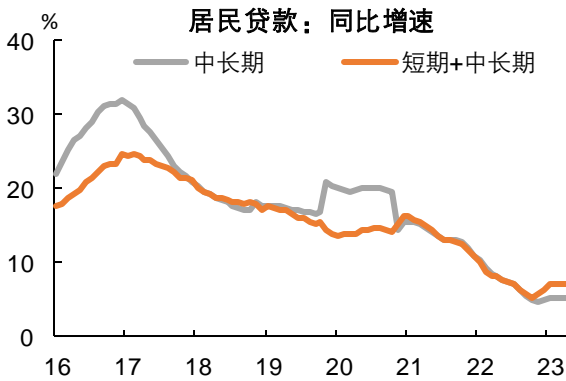
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2023年7月人民币贷款增速变化拆解



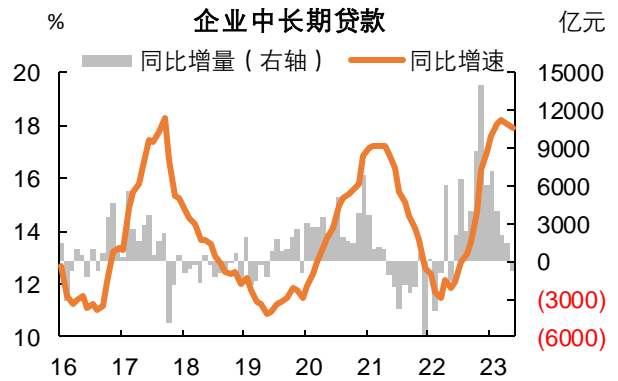
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2023年7月居民贷款同比增速下滑



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2023年7月企业中长期贷款同比少增



资料来源: wind, 平安证券研究所

三、M1、M2 同比增速均下行

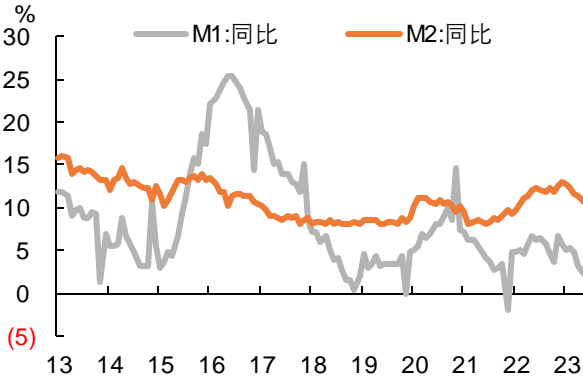
货币供应方面有三个关注点:

1) “M2-M1” 增速差值走阔，主要受单位活期存款变化的驱动。2023年7月M1、M2同比增速均回落，分别较上月降低0.9个百分点、0.6个百分点。物价水平持续低迷、终端需求偏弱拖累企业营收现金流，且企业贷款扩张速度放缓，7月企业存款同比多减近5000亿元，单位活期存款对M1增速的拉动较上月减少了0.9个百分点。

2) 存款“降息”继续推进，提前还贷热情不减，居民存款增速进一步放缓。据融360监测数据，7月人民币结构性存款平均预期中间收益率为2.67%，环比下降5BP，较去年同期低20bp左右。7月个人住房按揭贷款RMBS条件早偿率指数环比虽有所下行，但绝对水平仍较去年同期高47.6%。在此背景下，家庭资产配置的调整继续，7月居民存款同比增速较上月下行0.4个百分点，已连续5个月回落。

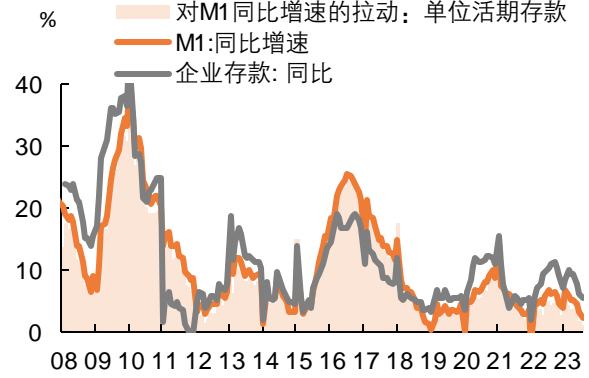
3) 财政存款超季节性增加。7月财政存款新增9078亿元,为2019年以来同期最高值,资金拨付使用进度可能相对缓慢。一方面,据21世纪经济报道,截至7月31日,已有10余个省、自治区、直辖市审计厅(局)公布了《关于2022年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告》,大量通报前期专项债资金拨付使用中的问题;另一方面,7月全国高温、暴雨天气多发,对建筑施工产生不利影响,百年建筑网统计的基建水泥直供量有所减少。

图表10 2023年7月M1、M2增速同步下行



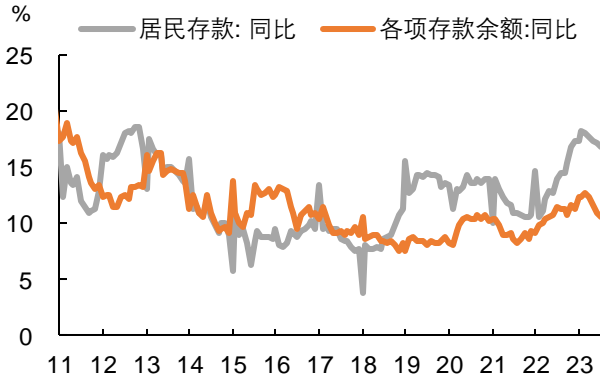
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 M1增速回落主要受企业存款下行的拖累



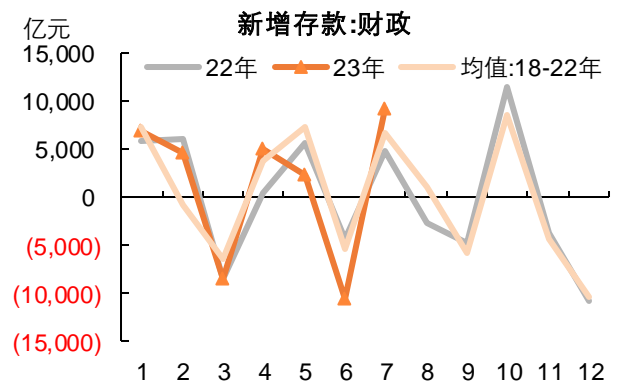
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2023年7月居民存款增速继续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 2023年7月新增财政存款超季节性增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层