

曲折下的数据，以期货币宽松持续熨平波动 ——7月社融数据点评

摘要

- **社融增量、新增人民币贷款不及预期。**从社融存量看，7月末，社融存量同比增长8.9%，较前值回落0.1个百分点。从社融增量看，7月社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加364亿元，同比少增3892亿元。由于7月为传统的信贷小月，再加上居民和企业信心较弱，对近期数据都有影响。预计后续在政策的加持下，国内经济持续恢复，企业和居民信心有望恢复，支持之后信贷回暖。
- **直接融资占比明显回升，信托贷款转正。**从社融结构看，直接融资占比继续回升明显，7月新增直接融资占同期社会融资规模增量的114.99%，较6月回升95.36个百分点。政府债券仍是直接融资的主要贡献项，7月新增政府债券融资4109亿元，预计三季度新增专项债发行量将较为可观；企业债券融资新增1179亿元，同比多增219亿元。近期多省多地政府出台现金补贴和相关培育政策，利好后续股票融资。表外融资占比较上月回落，信托融资增加。
- **企业贷款同比少增，居民短贷和中长贷都转负。**7月份人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元，企业贷款增加2378亿元，同比少增525亿元，其中短期贷款减少3785亿元，中长期贷款增加2712亿元，同比少增747亿元，相比短期贷款，企业中长期贷款仍有一定韧性，票据融资同比多增461亿元，体现银行冲量情况较明显，近期，高层多次喊话呵护民营经济、中小企业，在政策提振下，预计企业将延续复苏态势，融资需求也将逐渐恢复。7月，住户贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元，其中，居民短期贷款减少1335亿元，7月极端天气影响下对居民消费和出行造成负面影响；中长期贷款减少672亿元，同比多减2158亿元，房地产市场复苏节奏偏慢持续影响居民中长期贷款。后续随着促消费、稳房地产等政策效果显现，居民贷款或逐渐向好。
- **M2增速延续回落，居民存款减少。**7月，M2同比增长10.7%，增速比上月末回落0.6个百分点。7月人民币存款减少1.12万亿元，同比多减1.17万亿元，其中，财政性存款同比多增4215亿元；住户存款减少8093亿元，同比多减4713亿元；非金融企业存款减少1.53万亿元，同比多减4900亿元。M1与M2剪刀差较上月扩大0.2个百分点。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，基数逐渐减弱，预计M2或较稳定。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大，房地产市场持续走弱。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

1. 数据要素市场建设加速，美国通胀低于预期 (2023-08-11)
2. CPI同比转负，结构性分化明显——7月通胀数据点评 (2023-08-10)
3. 数据不及预期，稳外贸将重视提质——7月贸易数据点评 (2023-08-09)
4. 找工 or 招工？中美劳动力市场对比 (2023-08-07)
5. 政策暖风频吹，海外波澜再起 (2023-08-04)
6. 景气边际修复，上行空间或打开——7月PMI数据点评 (2023-08-02)
7. 工业企业利润降幅收敛，欧美继续加息 (2023-07-28)
8. 波浪式前行下的调控与部署——7月中央政治局会议解读 (2023-07-26)
9. 民营经济迎重磅政策，海外需求逐渐降温 (2023-07-23)
10. 数据偏弱，但拐点或现——2023年上半年经济数据点评 (2023-07-18)

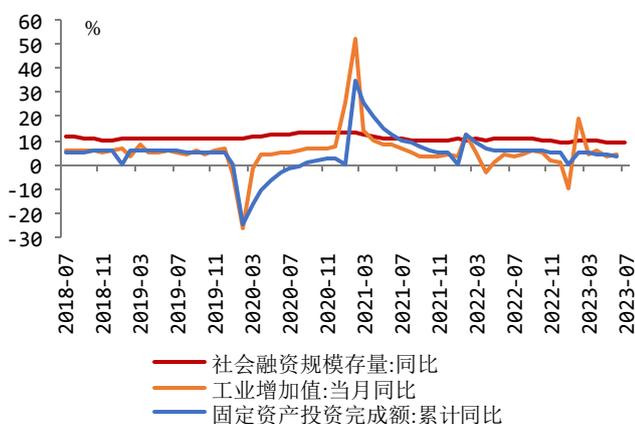
7月，社融增量、新增人民币贷款均不及预期，新增人民币贷款同比少增较多。直接融资表现较稳定，其中政府债券融资仍是主要贡献项，三季度预计地方政府债发行量或较可观。贷款方面，企业部门中长期贷款同比少增，但较短期贷款更稳健，企业短期贷款减少，银行冲量情况较明显；居民部门短期贷款及中长期贷款都有所减少，居民端信心偏弱，后续在促消费、稳房地产政策发力下有望回暖。

1 社融增量、新增人民币贷款不及预期

新增社融不及预期，新增人民币贷款表现较弱。7月末，社会融资规模存量为365.77万亿元，同比增长8.9%，较前值回落0.1个百分点。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%，增速回落0.2个百分点。从结构看，7月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.6%，同比高1.2个百分点。从社融增量看，1-7月，社会融资规模增量累计为22.08万亿元，比上年同期多2069亿元。7月单月，社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加364亿元，同比少增3892亿元。7月对实体经济发放的人民币贷款大幅回落，一方面，由于7月为传统的信贷小月，另一方面居民和企业信心较弱，实体经济复苏进度较慢，对于近期数据都有影响。

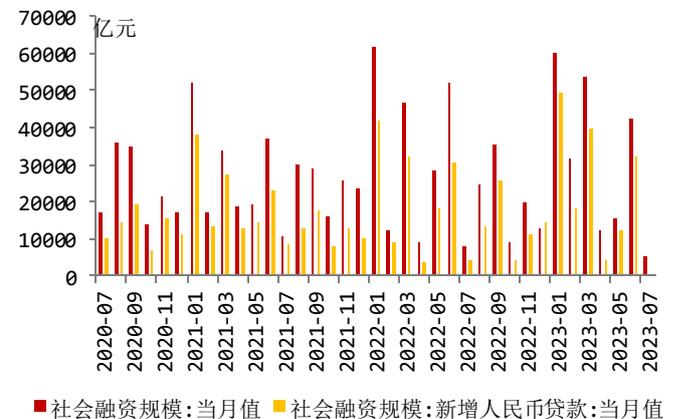
7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，货币政策方面，会议表示“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，预计下半年货币政策继续保持总量宽松的同时在结构上精准发力，后续存款利率市场化调整机制有望继续发挥作用，存款利率可能仍有下降空间，同时不排除降准的可能性；结构性政策方面，7月，对开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期、专项借款配套融资这两项房地产企业支持政策延期至2024年年底。央行在二季度例会中也删除了结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”的表述，下半年增量结构性工具可期，重点加大对科技创新、实体经济和中小微企业发展等领域的支持力度。7月20日，中共中央、国务院发布了《关于促进民营经济发展壮大的意见》；7月31日，国务院常务会议对涉及小微企业和个体工商户的10项税费优惠政策进行部署安排；8月4日，央行表示下一阶段发挥好货币政策总量和结构双重功能，继续实施好存续的工具，对结构性矛盾仍然突出领域，延续实施期限，多措并举巩固政策成效，必要时还可再创设新的工具，持续支持普惠金融、绿色低碳等重点领域和薄弱环节。预计在密集政策利好下，企业和居民信心有望恢复，支持之后信贷回暖。

图1：社融存量同比增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图2：7月新增社融同比少增



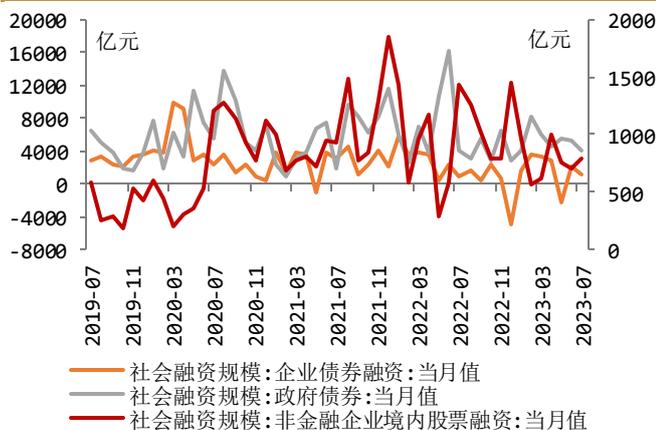
数据来源：wind、西南证券整理

2 直接融资占比明显回升，信托贷款转正

从社融结构看，直接融资占比突增，新增政府债券为主导因素。7月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 6.89%，较上月明显回落 69.84 个百分点；在新增信贷表现较弱的背景下，直接融资占比较上月明显回升，7月新增直接融资 6074 亿元，同比少增 321 亿元，环比少增 2218 亿元，较 2021 年同期多增 225 亿元，从绝对数值看，直接融资表现较稳定。7月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 114.99%，较 6 月回升 95.36 个百分点。从分项看，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，7月新增政府债券融资 4109 亿元，在去年和前年专项债发行前置下，同比多增 111 亿元，环比 6 月少增 1262 亿元，较 2021 年同期多增 2289 亿元，整体看仍处于高位。1-7 月，新增一般债/新增专项债（剔除支持中小银行专项债）占全年限额的 65.8%/62.1%，发行进度已明显落后于 2022 年同期（94.2%/94.6%）。7月 19 日，财政部相关负责人介绍，去年 10 月提前下达 2023 年新增专项债券额度 2.19 万亿元，人代会批准预算后下达 1.51 万亿元。今年新增专项债额度 3.8 万亿元，这意味着后续还有 1000 亿额度待下达。从发行看，截至 7 月 31 日，今年用于项目建设的专项债共发行 2.36 万亿，意味着后续还有 1.34 万亿额度待发行。如果按照 9 月底之前发完的要求计算，意味着 8 月、9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右。截至 7 月末，共有 23 个省、计划单列市披露了三季度地方政府债券发行计划，总计 20325 亿元，其中新增一般债券、新增专项债券分别为 10%（2010 亿元）、45%（9112 亿元）；8 月已披露地方政府债券发行计划 8646 亿元，其中新增专项债券 3490 亿元。**企业债券方面**，7 月企业债券融资新增 1179 亿元，同比多增 219 亿元，环比少增 1042 亿元，后续在政策利好下，企业债券融资有所恢复。7 月，非金融企业境内股票融资 786 亿元，同比少增 651 亿元，环比多增 82 亿元。近期，多省多地政府出台现金补贴和相关培育政策，扶持企业上市。截至目前，至少有甘肃、广东、湖南、陕西、内蒙古、山东、四川等 10 多个省份明确提出，对已上市或拟上市企业进行现金奖励，利好后续股票融资。

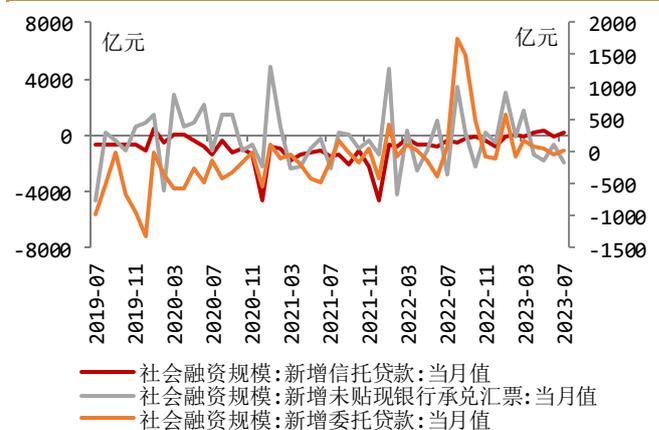
表外融资占比较上月回落，信托融资增加。7 月，表外融资减少 1724 亿元，同比少减 1329 亿元，环比多减 821 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 -32.6%，占比较上月回落 30.5 个百分点。7 月末贴现银行承兑汇票减少 1962 亿元，同比少减 782 亿元，环比多减 1269 亿元；委托贷款增加 8 亿元，同比少增 81 亿元，环比少减 64 亿元；信托贷款增加 230 亿元，同比少减 628 亿元，环比少减 384。新增信托融资有所回暖。

图 3：7 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：7 月表外融资分项表现

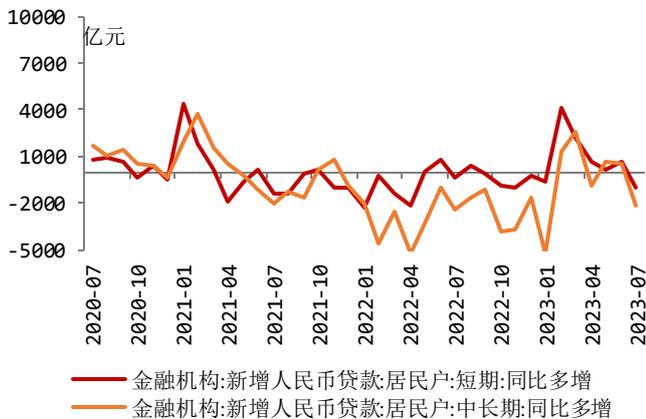


数据来源：wind、西南证券整理

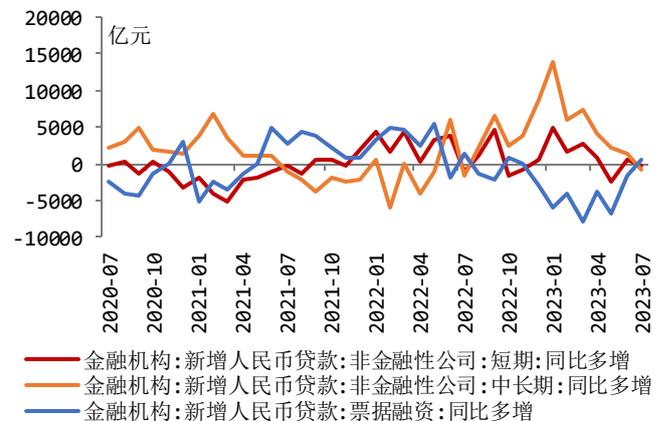
3 企业贷款同比少增，居民短贷和中长贷都转负

企业短期贷款减少，银行冲量较明显。7月份人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加2378亿元，同比少增525亿元，环比6月少增20037亿元，在信贷小月和企业信心不足下，整体企业信贷表现较弱。其中从贷款结构来看，企业短期贷款减少3785亿元，同比多减239亿元，环比6月多减11234亿元；中长期贷款增加2712亿元，同比少增747亿元，环比6月少增13221亿元，相比短期贷款，企业中长期贷款仍有一定韧性；票据融资增加3597亿元，同比多增461亿元，环比6月多增4418亿元，体现银行冲量情况较明显。7月制造业PMI录得49.3%，较6月回升0.3个百分点，略高于市场预期。从需求端看，外需延续走弱趋势，而国内市场需求改善较为明显，7月新订单指数为49.5%，较6月上升0.9个百分点，连续两个月回升；从生产端看，市场需求回升巩固企业生产意愿，但多雨天气对部分企业生产有一定制约，7月生产指数小幅回落至50.2%，仍在扩张；企业预期得到改善，7月生产经营活动预期指数录得55.1%，回升1.7个百分点；从进出口情况来看，新出口订单和进口指数均继续下降，进口景气度高于出口0.5个百分点，后续出口的压力仍在，内需政策助力下或逐步回升。近期，高层多次喊话呵护民营经济、中小企业，在政策提振下，预计企业将延续复苏态势，融资需求也将逐渐恢复。

居民端中长期贷款和短期贷款转负，态度谨慎。7月，住户贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元。从结构看，居民短期贷款减少1335亿元，同比多减1066亿元，环比多减6249亿元，7月极端天气影响下对居民消费和出行造成负面影响；中长期贷款减少672亿元，同比多减2158亿元，环比多减5302亿元，房地产市场复苏节奏偏慢持续影响居民中长期贷款。7月31日，国务院办公厅转发国家发改委《关于恢复和扩大消费措施》的通知，针对稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境六大方面，发改委提出了二十条措施。大宗消费方面，其一，各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施。落实构建高质量充电基础设施体系、支持新能源汽车下乡、延续和优化新能源汽车车辆购置税减免等政策；其二，支持刚性和改善性住房需求。做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。近期，北京、深圳、广州、上海相继表态落实地产政策，支持刚性和改善性住房需求，一线城市政策优化预期不断加强，或对一线城市住房价格形成一定支撑。其三，提升家装家居和电子产品消费。促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。服务娱乐方面，增加戏剧节、音乐节、艺术节、动漫节、演唱会等大型活动供给；大力发展农村直播电商、即时零售；加强县域商业体系建设。另外，实施消费促进专项投资政策，支持消费基础设施建设、设备更新改造和关键生产线改造升级，将符合条件的项目纳入地方政府专项债券支持范围。支持符合条件的消费基础设施发行不动产投资信托基金（REITs）。在促消费、稳房地产等政策促进下，居民信贷或将逐渐改善。

图 5：居民部门中长期贷款同比少增


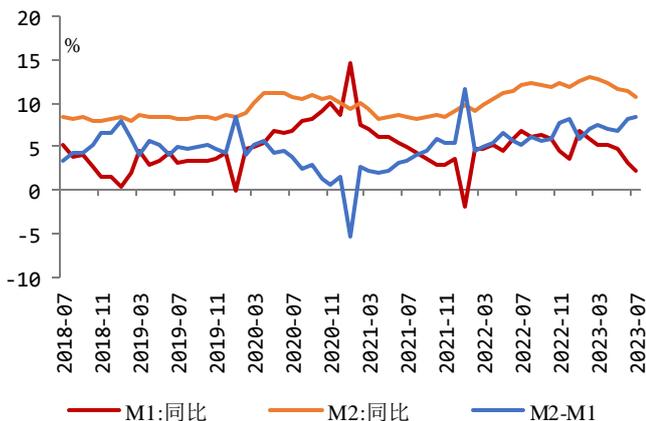
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比少增


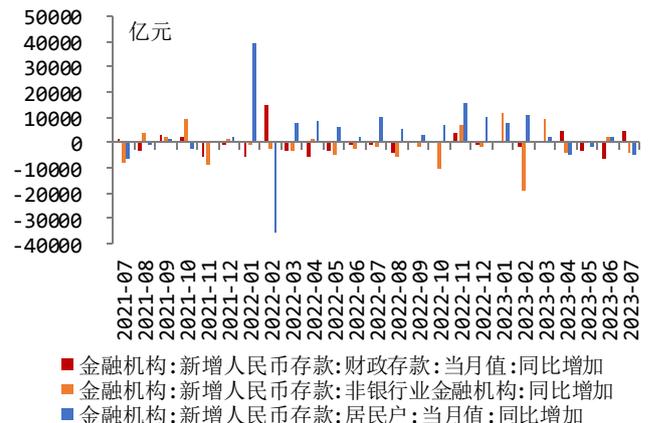
数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速延续回落，居民存款减少

剪刀差继续扩大，M2 同比增速回落。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。7 月末，本外币存款余额 283.36 万亿元，同比增长 10%。人民币存款余额 277.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 0.9 个百分点。7 月份人民币存款减少 1.12 万亿元，同比多减 1.17 万亿元。其中，住户存款减少 8093 亿元，同比多减 4713 亿元；非金融企业存款减少 1.53 万亿元，同比多减 4900 亿元；财政性存款增加 9078 亿元，同比多增 4215 亿元；非银行业金融机构存款增加 4130 亿元，同比少增 3915 亿元。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。M1 与 M2 剪刀差为 8.4 个百分点，较上月扩大 0.2 个百分点。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，基数逐渐减弱，预计 M2 或较稳定。

图 7：7 月 M2 增速回落


数据来源: wind、西南证券整理

图 8：7 月居民存款减少


数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
