

2023年08月14日

社融增速的底部或已明确

固定收益研究团队

——2023年7月金融数据点评

陈曦 (分析师)

chenxi2@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

张维凡 (联系人)

zhangweifan@kysec.cn

证书编号: S0790122030054

● 7月金融数据中的五个重点信息

第一，在经历了上半年整体较为强劲的社融后，7月社融大幅回落，各主要分项均录得少增，其中社融口径人民币贷款是最大的拖累项。7月社融存量增速8.9%，录得全年最低增速，大幅低于市场预期。其中，社融口径人民币贷款是最大的拖累项，当月仅新增364亿，同比少增3724亿；7月政府债融资节奏略有放缓，在低基数的情况下仅多增111亿；企业债券融资规模在经历连续四个月负增后，首次小幅多增219亿，信贷对企业债融资的替代效应有所减弱；此外，表外项目融资延续了回暖趋势，信托贷款和委托贷款两者之和同比录得多增547亿。

第二，企业部门融资大幅回落。7月企业信贷在低基数下同比少增499亿元。其中，短期贷款同比少增239亿，长期贷款同比少增747亿。一方面，上半年新增信贷15.7万亿，同比多增2万亿，消耗了较多项目储备，加之6月信贷冲量也对7月的信贷需求产生一定透支；另一方面，7月为信贷小月，受高温、降雨等极端天气的影响，水泥、沥青等高频数据边际走弱，企业开工率受到影响。

第三，居民部门融资情绪再次触底。7月居民短贷减少1335亿，同比多减1066亿，居民加杠杆消费意愿依然较弱；长贷减少672亿元，同比多减2158亿。7月地产成交面积持续下降，当前保交楼交付进度偏慢叠加部分房企资金压力的影响下，居民中长期贷款情绪仍待提振。7月政治局会议提出“适时调整优化房地产政策”后，后续“认房不认贷”、降低首套房首付比例和贷款利率、调降存量房贷利率等地产优化政策有望出台，地产需求有望边际改善，居民中长贷也有望修复。RMBS早偿率基本企稳，可能与下调存量房贷利率预期有关。

第四，居民存款减少可能与提前还贷、服务消费和“存款搬家”有关。居民存款减少8093亿，除了部分用于提前还贷应对不确定性、暑期旅游等服务消费外，我们认为可能与存款利率调降后，由存款“搬家”至银行理财等产品有关，7月非银存款增加4130亿，与之相印证。

第五，M1与M2剪刀差持续负向走阔。7月M2录得10.7%，连续五个月持续回落，高基数下，信贷派生减少、居民部门存款大幅减少、财政存款季节性多增，是M2持续回落的主要原因。M1录得同比2.3%，环比继续走弱，除高基数影响外，与经济复苏斜率进一步放缓，楼市需求继续探底，居民和企业依然有较高的预防性需求等因素有关。

● “组合拳”持续落地，社融增速的底部或已明确

总而言之，7月社融数据的超预期走弱，不仅是因为经济修复斜率转弱的直观反映，也与6月季末冲量后透支了7月融资需求有关。该情况在历史上时有发生，比如2022年6月，短时的社融数据走弱不能反映社融的长期趋势。

往后看，社融筑底回升趋势或已明朗：首先，目前政策底已经基本确认。2022年4月社融增速低于预期，彼时政治局会议提出“用好各类货币政策工具”，随后社融增速二季度回升。2023年7月政治局会议有类似表述“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，因此7月社融低于预期也是意料之中。预计在货币工具组合的发力下，后续亦有望看到社融向上。除货币工具，预计8-9月各类政策“组合拳”将密集释出；其次，7月政治局会议要求专项债发行提速，预计后续政府债将对社融增速贡献重要力量。社融增速的底部或许已经明确。

● 关注三季度基本面的边际变化

7月24日政治局会议后，债市收益率先上后下，目前在2.65%的中枢小幅震荡，处在政策落地阶段的“纠结期”。我们认为，目前对债市的不利信息正在积累：政策端，稳增长政策已进入密集落地阶段，民营企业、消费、地产、化债、活跃资本市场是目前政策重点发力领域，预计政策托底将对经济产生较为有力的支撑；基本面上，当前PPI已经见底回升，核心CPI也已有显著回暖，经济底部回升的趋势愈发明朗；债市供给上，三季度政府债供给量可能是全年高点，可能会对债市收益率产生一定冲击。基本面拐点与供给扰动共振，未来一段时间推动债市收益率上行的因素可能包括政策预期差、经济企稳回升、资金利率上行。

● **风险提示：**政策变化超预期、经济增速不及预期。

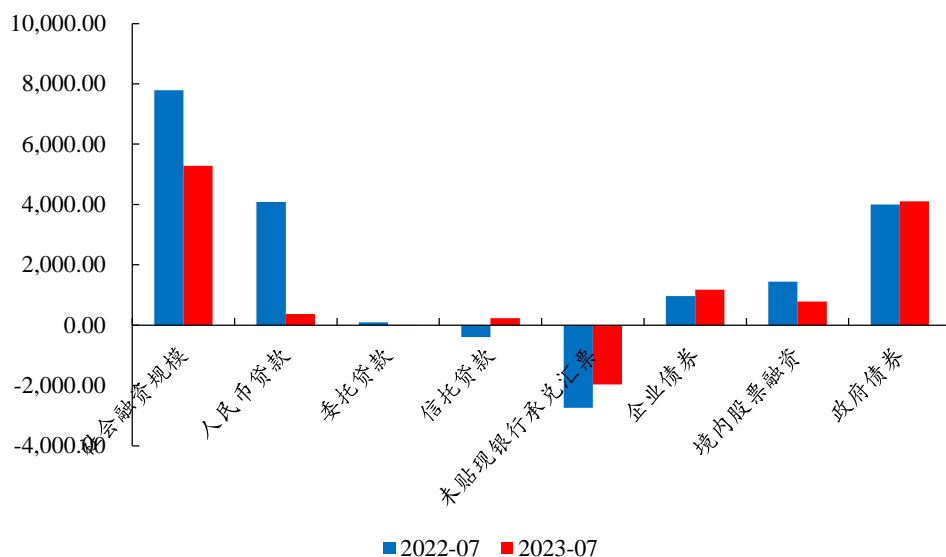
相关研究报告

《部分价格和投资指标上升—高频数据周报》-2023.8.13

《市场缩量调整—可转债周报》-2023.8.13

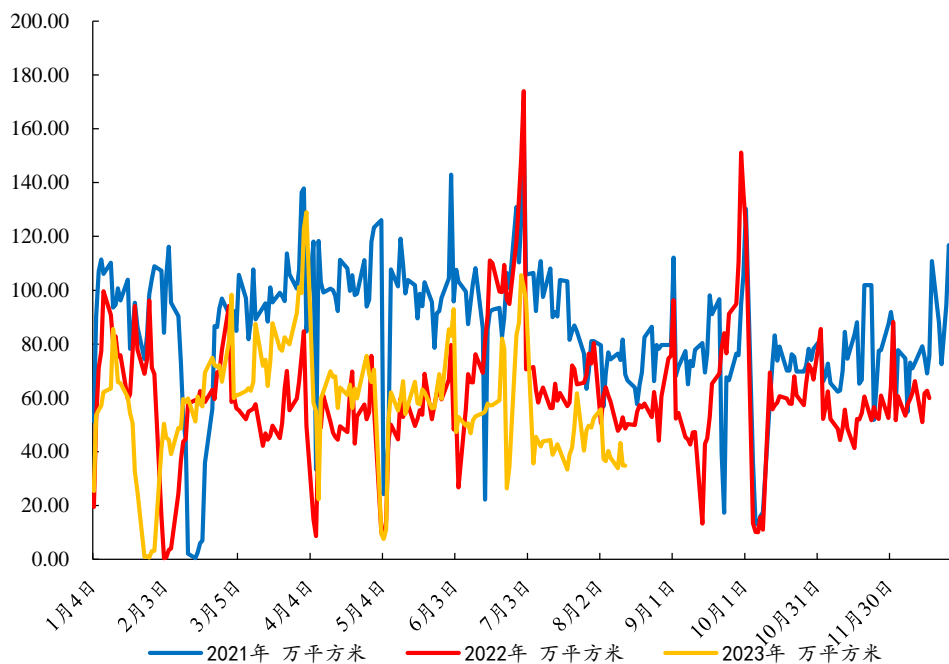
《多项7月宏观数据磨底，美国通胀指标出现分化—利率债周报》-2023.8.13

附图 1：7 月人民币信贷是社融的主要拖累项（亿元）



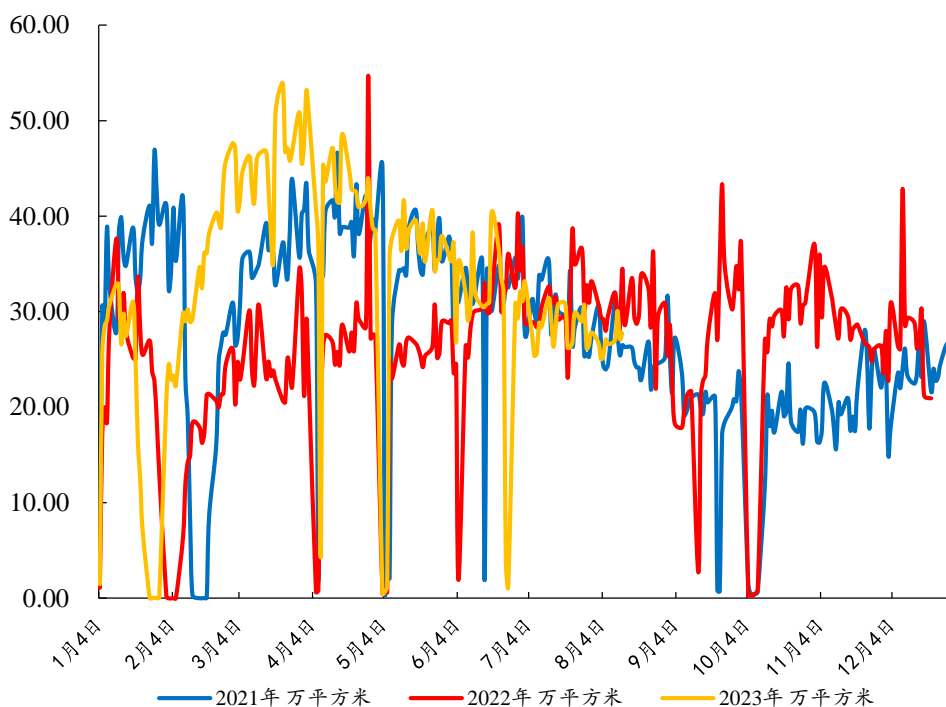
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：7 月 35 城新房成交面积持续磨底



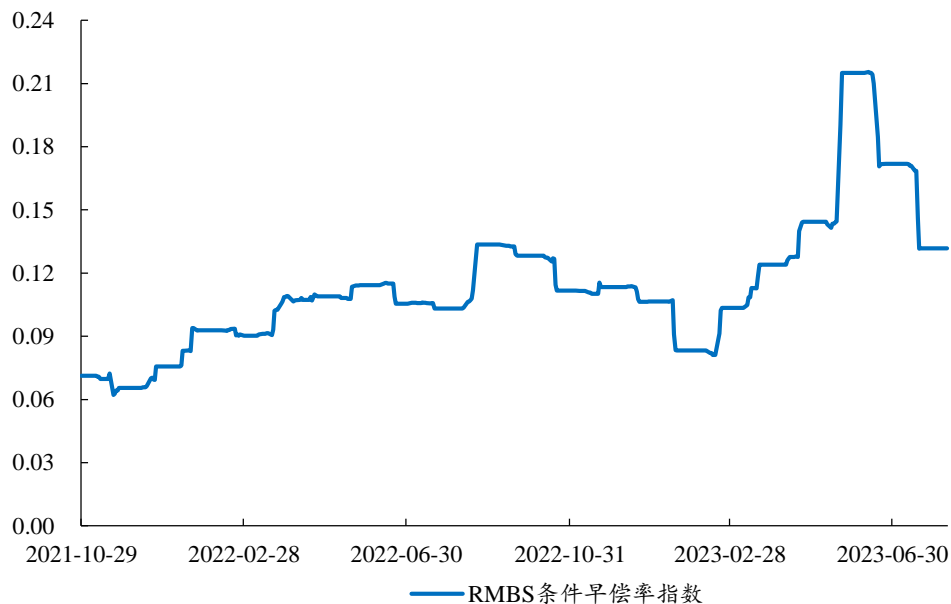
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：7 月 18 城二手房成交面积进一步已降至往年同期水平



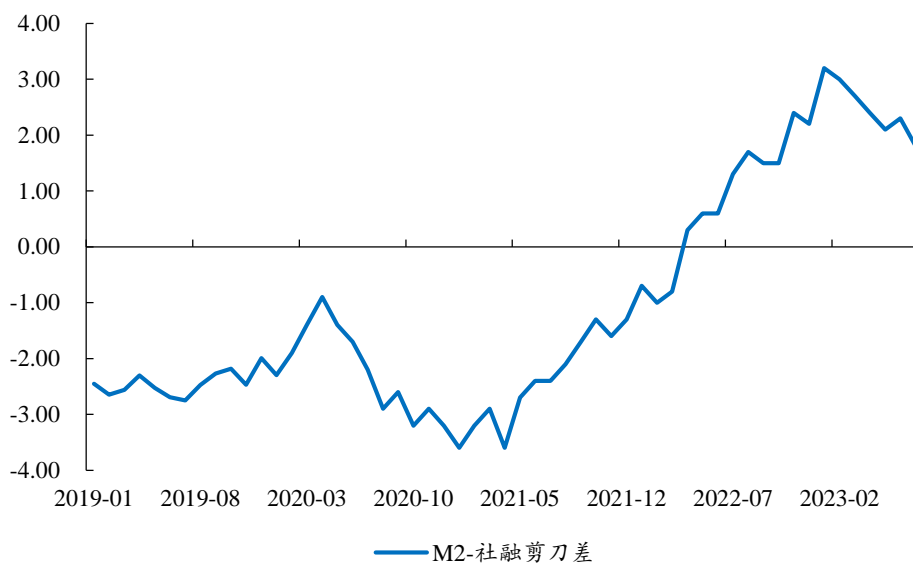
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：7 月 RMBS 早偿率有所回落 (%)



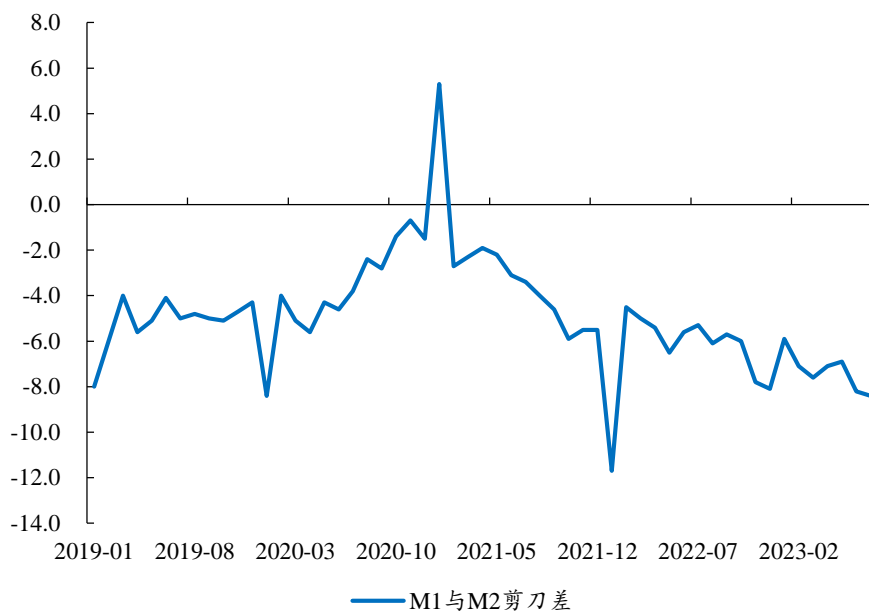
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5: M2 与社融剪刀差再次收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: M1 与 M2 剪刀差环比负向走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn