



# 信贷低预期，关注政策对冲

## 研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 宏观事件

8月11日，央行发布2023年7月金融统计数据。数据显示：社会融资规模增量5282亿人民币；人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元；人民币存款减少1.12万亿元，其中住户存款减少8093亿元；M2同比增长10.7%，M1同比增长2.3%，M2-M1剪刀差为8.4%，较前值8.2%扩大。

## 核心观点

### ■ 超季节性因素驱动7月信贷回落

**负债端：**实体经济扩张谨慎的特征，M1同比回落至2.3%，M2-M1剪刀差扩大至8.4%。

**资产端：**居民和企业信贷扩张回落，整体信贷结构相比较6月有所恶化。

信贷回落具有超季节性，关注新的发力。一方面是由于一季度信贷的快速增加前置了部分信贷需求，另一方面二季度宏观政策的观察期降低了信贷投放，7月份的增量信贷的快速回落，且低预期程度甚至超过了去年4月。

### ■ 关注国外信用收缩风险下的对冲

**全球经济下行压力增加。**2022年以来美联储持续抬升基准利率水平500个基点以上，高利率的宏观环境叠加信用评级下调对全球经济信贷扩张形成的压力预计增强，需要关注这种不稳定性从美国向外蔓延的多米诺效应，增强市场的避险情绪。

**等待政策发力打破螺旋。**自供给侧改革以来，中国为应对全球总需求放缓的压力，开始了主动的结构调整。当前处在结构性改革压力和经济周期性下行叠加阶段，且缺乏2016年全球经济复苏提供的“出口-制造业”正向循环，实体经济面对三年疫情对实体经济资产负债表冲击后，价格信号显示下行的压力在加大，需要新的变量发力来稳住这种下行预期。关注外部压力释放和内部政策对风险对冲的破局。

### ■ 风险

经济数据短期波动风险，定向流动性供给的反弹风险

## 目录

策略摘要 .....	1
核心观点 .....	1
摘要：资产负债待改善，关注政策破局 .....	3
增量：回落可能不仅仅是季节性因素 .....	4
存量：增速继续放缓，等待新的发力 .....	5
周期：海外仍承压，关注左侧的配置 .....	6
相关图表 .....	7
附录 1：2023 年 7 月金融统计数据报告 .....	9
一、广义货币增长 10.7% .....	9
二、前七个月人民币贷款增加 16.08 万亿元 .....	9
三、前七个月人民币存款增加 18.98 万亿元 .....	9
四、7 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.49%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.53% .....	9
五、7 月份经常项下跨境人民币结算金额为 12031 亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 6264 亿元 .....	10
附录 2：2023 年 7 月社会融资规模统计数据报告 .....	11
2023 年 7 月社会融资规模存量统计数据报告 .....	11
2023 年 7 月社会融资规模增量统计数据报告 .....	11

## 图表

图 1：7 月信贷积极性走弱   单位：万亿元 .....	4
图 2：相比较 10% 增速的差值   单位：% .....	4
图 3：2010 年 10 月以来社融存量增速放缓状态未变   单位：% / 左轴，占比 / 右轴 .....	5
图 4：中国 PPI 同比均值和企业杠杆率增速   单位：% .....	6
图 5：中国 PPI 同比和信贷需求强弱   单位：% .....	6
图 6：央行利率走廊   单位：% .....	7
图 7：外汇储备和经常帐   单位：% .....	7
图 8：宏观经济周期处在磨底阶段   单位：% .....	7
图 9：市场流动性表现为谨慎特征   单位：%YOY .....	7
图 10：居民信贷回落更显著   单位：万亿元 .....	7
图 11：除信贷的融资结构回落并不显著   单位：万亿元 .....	7
图 12：7 月地方债发行小幅低于均值   单位：万亿元 .....	8
图 13：人民币贷款增速再次回落   单位：%YOY .....	8
图 14：资金运用层面同比没有改善   单位：万亿元 .....	8
图 15：居民中长期信心等待改善   单位：万亿元 .....	8
图 16：企业中长期贷款同比小幅改善   单位：万亿元 .....	8
图 17：表外金融继续修复   单位：万亿元 .....	8
表 1：M0 增速修订   单位：%YOY .....	10

## 摘要：资产负债待改善，关注政策破局

**负债端：**7月M1同比增速回落至2.3%，驱动M2-M1剪刀差扩大至8.4%，显示出实体经济扩张谨慎的特征。一方面，经历了疫情三年的影响，实体经济的资产负债表处在疫后的修复期，在短期生产力效应有限的情况下需要时间来逐步修复资产负债表。另一方面，房地产“房住不炒”的宏观政策并没有改变，当前处在经济向“新发展格局”结构转型的攻坚期，我们预计政策施力点在于给经济一定的增速，保证不失速而非加力。

**资产端：**7月居民和企业信贷扩张回落，整体信贷结构相比较6月有所恶化。在货币负债端活化度继续降低的情况下，资产端结构特征改善不明显，无论是企业还是居民信贷同比均出现了回落——企业中长期+0.27万亿（2022年7月：+0.34），短期-0.38万亿（2022年7月：-0.35）；居民中长期-0.067万亿（2022年7月：+0.15），短期-0.13万亿（2022年7月：-0.027）。政府债层面，尽管地方债上半年整体发行偏慢，拖累上半年社融增速；随着9月底前完成全年新增债券发行任务，三季度地方融资将改善。

**信贷回落有超季节性。**7月份的信贷增速远远低于10%的平均增速，从差值情况来看达到了-92%，程度甚至超过了去年4月：一方面是由于一季度信贷的快速增加透支了部分需求，另一方面是二季度处在宏观政策的调研与观察期，降低了信贷投放。

**全球经济周期带来下行压力。**2022年以来美联储持续抬升基准利率水平500个基点以上，7月继续加息25个基点。高利率的宏观环境叠加信用评级下调对全球经济信贷扩张形成的压力短期内预计增强，当前来看，高利率下全球经济的韧性正面临拐点——8月初美国信用评级的下调，反映了全球经济不稳定性的开始增加，需要关注这种不稳定性从美国向外蔓延的多米诺效应，增强市场的避险情绪。

**等待政策发力打破下行螺旋。**自供给侧改革以来，中国为应对全球总需求放缓的压力，开始了主动的结构调整。当前处在2021年以来的经济周期下行阶段，且美联储7月继续加息和国际信用风险的上升预期增加了这种压力，实际经济增速仍有放缓预期；而在三年疫情对实体经济资产负债表冲击下，价格信号显示下行的压力在加大，实体信心的不足拖累一般物价水平陷入到“缩”的状态，需要新的变量发力来稳住这种下行预期——2016年是美联储开始加息背后的全球经济复苏提供的“出口-制造业”循环，叠加供给侧改革收缩供给带来的价格改善。

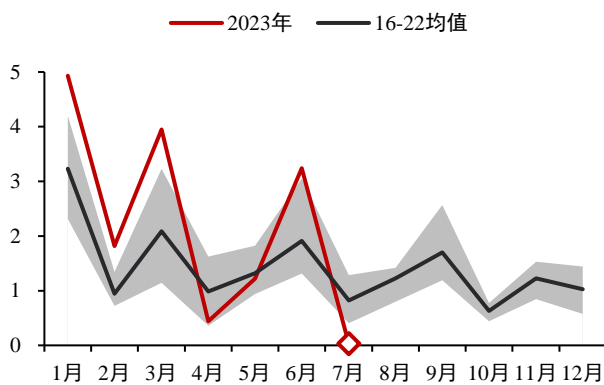
## 增量：回落可能不仅仅是季节性因素

央行社会融资规模增量报告（见附录 2）显示，7 月份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。

从季节性的角度来看（见图 1），6 月的季末效应带来的贷款增加前置了部分 7 月份贷款需求。2016 年供给侧改革以来 6 月份信贷增量平均是 7 月份的 2.3 倍，2018 年受金融强监管影响仅有 1.3 倍，但 2022 年在疫情影响下最高达到了 7.5 倍。

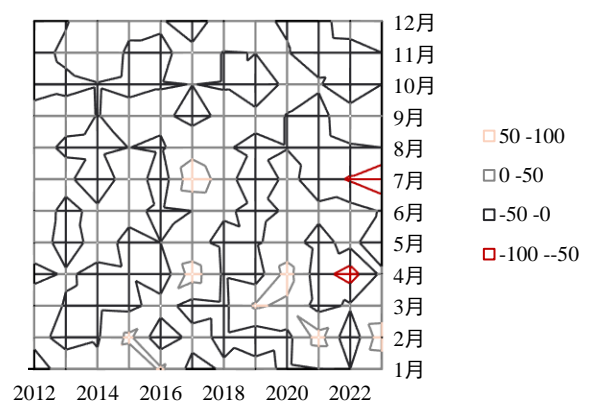
排除掉季节性效应影响后，2023 年 7 月对实体经济信贷增量大幅降低。我们以 2012 年值 2022 年年度信贷增速均值 10% 为基准（其中 2012 年-2015 年均值 10.9%，2016 年-2019 年均值 10.7%，2020 年-2022 年均值 7.7%），衡量单月信贷增速的变动情况。由图 2 可知，今年 7 月份的信贷增速远远低于 10% 的平均增速，从差值情况来看达到了 -92%，显示出 7 月份信贷增量的快速回落，且低预期程度甚至超过了去年 4 月。从趋势角度来看，今年 5 月以来信贷增量持续低于 10% 的同比增幅，一方面是由于一季度信贷的快速增加透支了部分需求，另一方面是由于 4 月政治局对经济形势较为积极的定调下，二季度处在宏观政策的调研与观察期，降低了信贷投放。

图 1：7 月信贷积极性走弱 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：相比较 10% 增速的差值 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

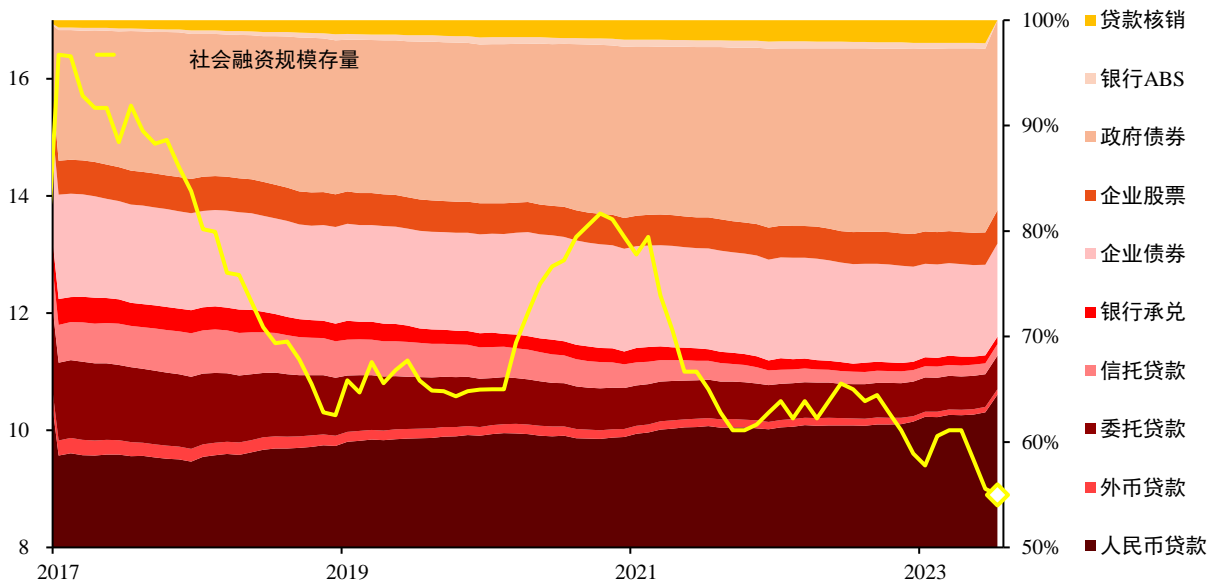
## 存量：增速继续放缓，等待新的发力

央行社会融资规模存量报告（见附录 2）显示，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%。

**货币存量增速继续放缓。**2016 年供给侧改革以来，国内的货币政策持续保持稳健中性的基调，最近今年总量上按照社融增速与名义 GDP 增速相匹配的要求进行。2023 年上半年国内实际 GDP 增速达到 5.5%，但在价格回落压力（GDP 一季度平减指数小幅增长 0.9%，但二季度转为下降 0.9%）下名义 GDP 增速仅有 4.9%，货币和经济增速相匹配的要求下，社融增速的回落是应有之义。

**等待政策发力打破下行螺旋。**自供给侧改革以来，中国为应对全球总需求放缓的压力，开始了主动的结构调整。“危”总是和“机”相伴而生，适度的压力环境为经济结构的调整提供了政策空间——阻力最小的时间。当前处在 2021 年以来的经济周期下行阶段，且美联储 7 月继续加息和国际信用风险的上升预期增加了这种压力，实际经济增速仍有放缓预期；而在三年疫情对实体经济资产负债表冲击下，价格信号显示下行的压力在加大，实体信心的不足拖累一般物价水平陷入到“缩”的状态，需要新的变量发力来稳住这种下行预期——2016 年是美联储开始加息背后的全球经济复苏提供的“出口-制造业”循环，叠加供给侧改革收缩供给带来的价格改善。

图 3：2010 年 10 月以来社融存量增速放缓状态未变 | 单位：%/左轴，占比/右轴



数据来源：Wind 华泰期货研究院估计

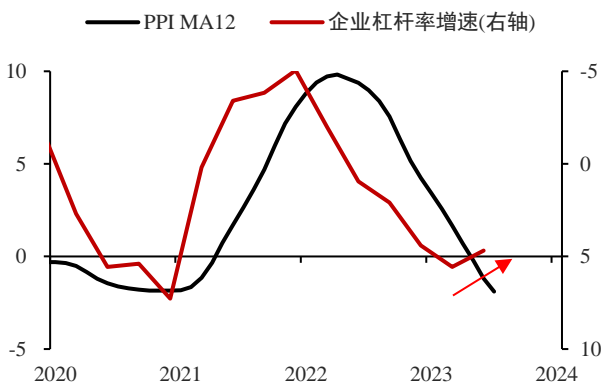
## 周期：海外仍承压，关注左侧的配置

高利率对全球经济周期带来下行压力。2022 年以来美联储持续抬升基准利率水平 500 个基点以上，7 月继续加息 25 个基点。高利率的宏观环境叠加信用评级下调对全球经济信贷扩张形成的压力短期内预计增强，当前来看，高利率下全球经济的韧性——美国在超额流动性下维持稳定；中国在稳健中性政策下虽有压力但保持定力，但是从 8 月初美国信用评级的下调，反映了全球经济不稳定性的开始增加，需要关注这种不稳定性从美国向外蔓延的多米诺效应，增强市场的避险情绪。

**美国：期限倒挂、信贷收缩和经济韧性。**美联储持续的加息对于美国的负面影响正在逐渐显现。一方面，3 月份开始至今中小银行的破产压力似乎并没有结束，8 月开始信用正在从扩张放缓进入到收缩的阶段，对于实体经济的影响预计逐渐加强，即进入到美联储政策影响的观察期。另一方面，随着政策进入到观察期经济压力的增强，我们预计核心通胀趋于放缓，但一般通胀在油价基数效应降低后，逐渐转向正贡献，美联储政策的观察期料延续。

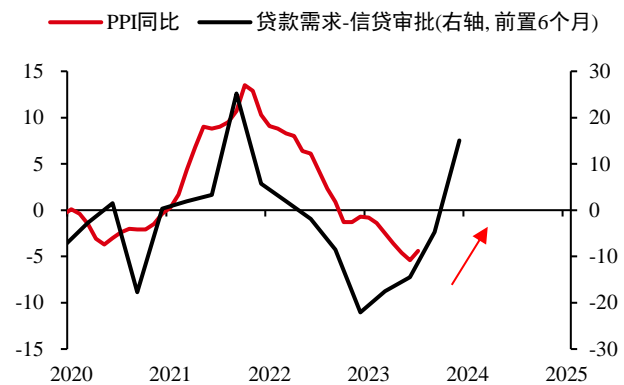
**中国：外需压力、结构改革和信心重建。**随着全球经济周期下行压力的增强，一方面，国内外需的压力仍是值得关注的因素，宏观政策逆周期对冲需求上升，6 月“10BP”的降息意味着政策的支持。另一方面，经济结构性改革也进入到窗口期，从学科类培训的治理，“房住不炒”政策的落实，医药改革的推进到今年恒大、碧桂园的压力释放，医药反腐，结构性改革对市场虽然形成短期压力，但长期的信心重建也将逐渐增强。随着未来周期的逐渐改善，关注当前人民币资产左侧的配置机会。

图 4：中国 PPI 同比均值和企业杠杆率增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：中国 PPI 同比和信贷需求强弱 | 单位：%

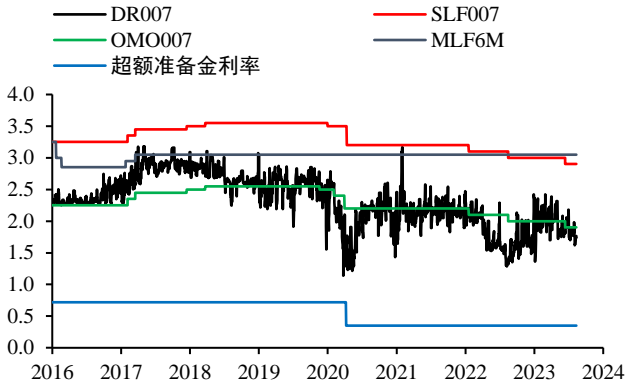


数据来源：Wind 华泰期货研究院



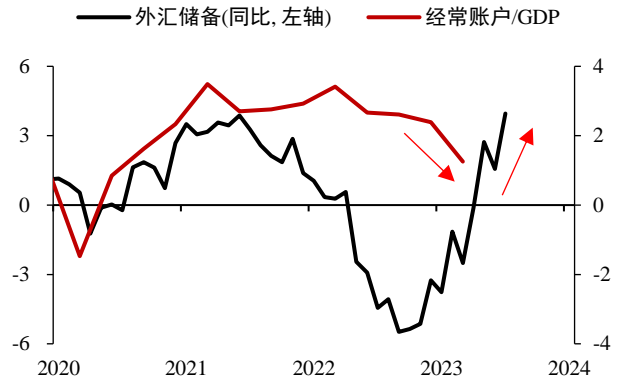
## 相关图表

图 6：央行利率走廊保持稳定 | 单位：%



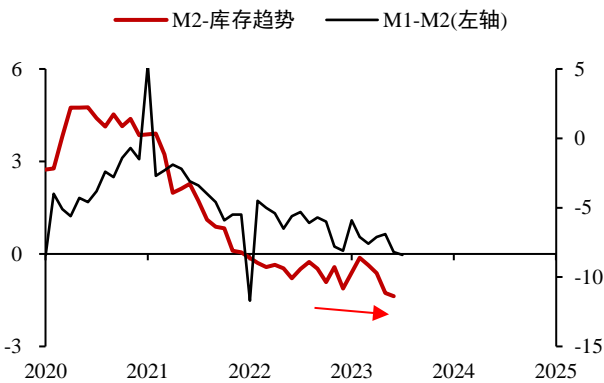
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：外汇储备和经常帐 | 单位：%



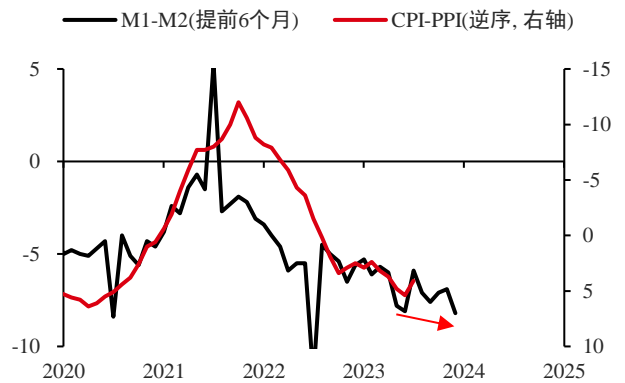
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：宏观经济周期处在磨底阶段 | 单位：%



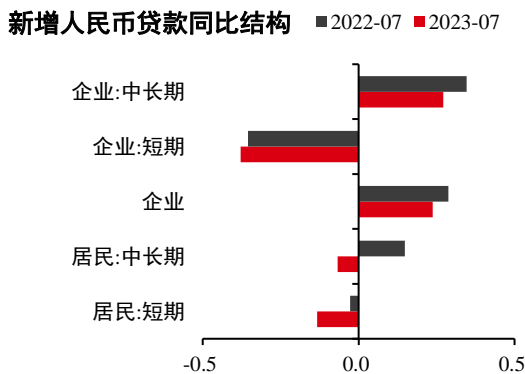
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：市场流动性表现为谨慎特征 | 单位：%YOY



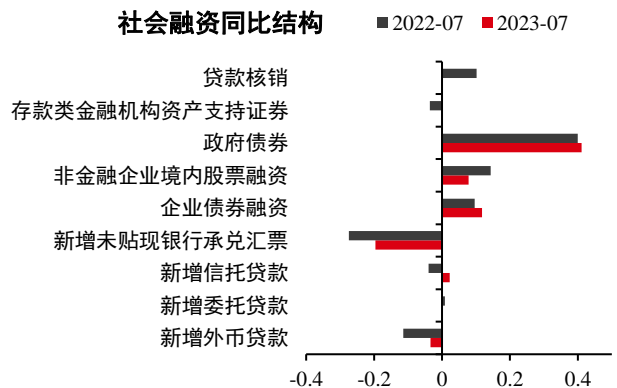
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：居民信贷回落更显著 | 单位：万亿元



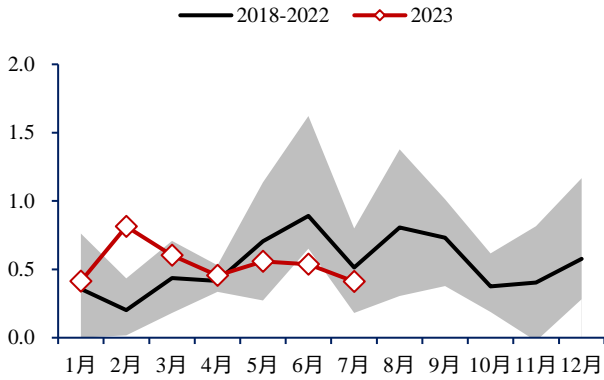
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：除信贷的融资结构回落并不显著 | 单位：万亿元



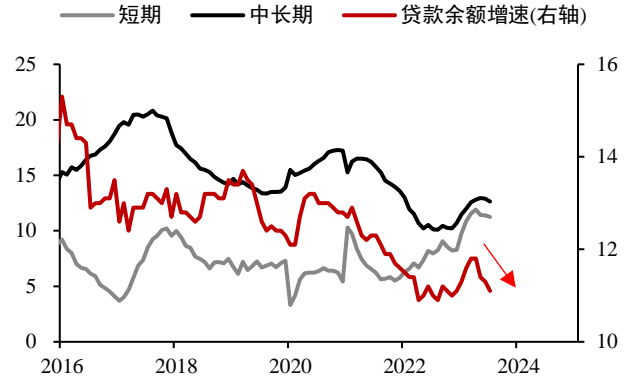
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12: 7月地方债发行小幅低于均值 | 单位: 万亿元



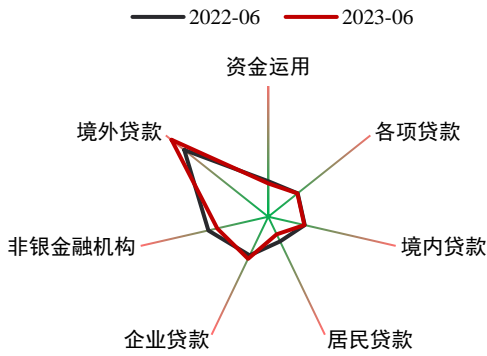
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 人民币贷款增速再次回落 | 单位: %YOY



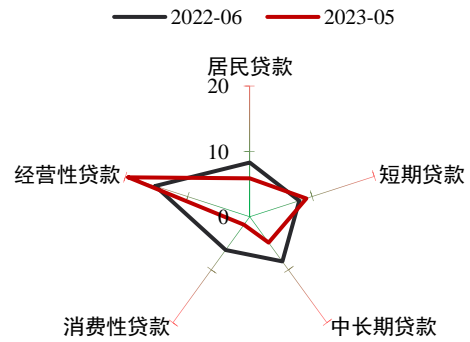
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 资金运用层面同比没有改善 | 单位: 万亿元



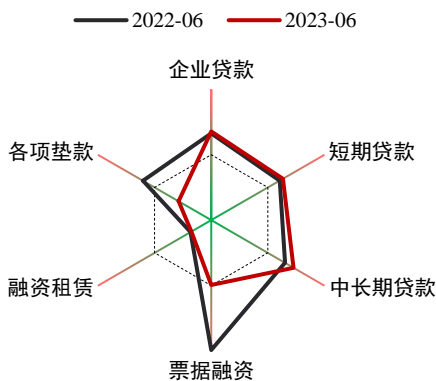
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 居民中长期信心等待改善 | 单位: 万亿元



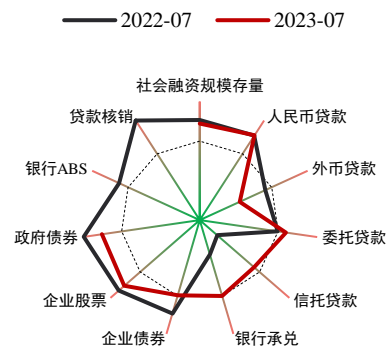
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 企业中长期贷款同比小幅改善 | 单位: 万亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 表外金融继续修复 | 单位: 万亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院



## 附录 1：2023 年 7 月金融统计数据报告<sup>1</sup>

### 一、广义货币增长 10.7%

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。流通中货币(M0)余额 10.61 万亿元，同比增长 9.9%。当月净投放现金 710 亿元。

### 二、前七个月人民币贷款增加 16.08 万亿元

7 月末，本外币贷款余额 235.92 万亿元，同比增长 10.5%。人民币贷款余额 230.92 万亿元，同比增长 11.1%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。

前七个月人民币贷款增加 16.08 万亿元，同比多增 1.67 万亿元。7 月份人民币贷款增加 3459 亿元，同比少增 3498 亿元。分部门看，住户贷款减少 2007 亿元，其中，短期贷款减少 1335 亿元，中长期贷款减少 672 亿元；企（事）业单位贷款增加 2378 亿元，其中，短期贷款减少 3785 亿元，中长期贷款增加 2712 亿元，票据融资增加 3597 亿元；非银行业金融机构贷款增加 2170 亿元。

7 月末，外币贷款余额 7015 亿美元，同比下降 18.6%。前七个月外币贷款减少 401 亿美元，同比少减 111 亿美元。7 月份外币贷款减少 114 亿美元，同比少减 197 亿美元。

### 三、前七个月人民币存款增加 18.98 万亿元

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。

前七个月人民币存款增加 18.98 万亿元，同比多增 1290 亿元。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，非金融企业存款减少 1.53 万亿元，财政性存款增加 9078 亿元，非银行业金融机构存款增加 4130 亿元。

7 月末，外币存款余额 8218 亿美元，同比下降 13.8%。前七个月外币存款减少 321 亿美元，同比少减 112 亿美元。7 月份外币存款减少 155 亿美元，同比少减 175 亿美元。

### 四、7 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.49%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.53%

7 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 209.55 万亿元，日均成交

<sup>1</sup> 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5021127/index.html>

9.98 万亿元，日均成交同比增长 23.2%。其中，同业拆借日均成交同比下降 0.9%，现券日均成交同比增长 16.3%，质押式回购日均成交同比增长 27.2%。

7 月份同业拆借加权平均利率为 1.49%，比上月低 0.08 个百分点，比上年同期高 0.14 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.53%，比上月低 0.14 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点。

### 五、7 月份经常项下跨境人民币结算金额为 12031 亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 6264 亿元

7 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 12031 亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 8384 亿元、3647 亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 6264 亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 1838 亿元、4426 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 4：自 2022 年 12 月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。12 月末流通中数字人民币余额为 136.1 亿元。修订后，2022 年各月末 M1、M2 增速无明显变化。修订后 M0 增速如下：

表 1: M0 增速修订 | 单位：%YOY

	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
流通中货币(M0)	18.50%	5.80%	10.00%	11.50%	13.50%	13.90%
	2022.07	2022.08	2022.09	2022.1	2022.11	2022.12
流通中货币(M0)	13.90%	14.30%	13.60%	14.40%	14.10%	15.30%

资料来源：中国人民银行

注 5：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。2023 年 1 月末，三类机构贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；存款余额 222 亿元，当月增加 27 亿元。文中数据均按可比口径计算。

## 附录 2：2023 年 7 月社会融资规模统计数据报告

### 2023 年 7 月社会融资规模存量统计数据报告<sup>2</sup>

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%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.83 万亿元，同比下降 17.8%；委托贷款余额为 11.32 万亿元，同比增长 4%；信托贷款余额为 3.79 万亿元，同比下降 3.6%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.55 万亿元，同比持平；企业债券余额为 31.37 万亿元，同比下降 0.4%；政府债券余额为 63.98 万亿元，同比增长 10.1%；非金融企业境内股票余额为 11.18 万亿元，同比增长 10.6%。

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；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比低 0.2 个百分点；委托贷款余额占比 3.1%，同比低 0.1 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.2 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.7%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 8.6%，同比低 0.8 个百分点；政府债券余额占比 17.5%，同比高 0.2 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.1%，同比高 0.1 个百分点。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

### 2023 年 7 月社会融资规模增量统计数据报告<sup>3</sup>

初步统计，2023 年前七个月社会融资规模增量累计为 22.08 万亿元，比上年同期多 2069

<sup>2</sup> 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5021123/index.html>

<sup>3</sup> 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5021118/index.html>

亿元。7 月份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；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 339 亿元，同比少减 798 亿元；委托贷款增加 8 亿元，同比少增 81 亿元；信托贷款增加 230 亿元，同比多增 628 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1962 亿元，同比少减 782 亿元；企业债券净融资 1179 亿元，同比多 219 亿元；政府债券净融资 4109 亿元，同比多 111 亿元；非金融企业境内股票融资 786 亿元，同比少 651 亿元。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)