

7月金融数据偏低属于短期波动，不会改变宽信用的大方向

——2023年7月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：8月11日，央行公布数据显示，2023年7月新增人民币贷款3459亿，同比少增3498亿；7月新增社会融资规模5282亿，同比少增2703亿。7月末，广义货币(M2)同比增长10.7%，增速比上月末低0.6个百分点；狭义货币(M1)同比增长2.3%，增速比上月末低0.8个百分点。

基本观点：整体上看，在6月政策性降息落地、7月稳增长政策持续发力背景下，当月金融数据明显偏低，主要源于透支效应及融资需求推迟释放等因素带来的短期波动，不代表宽信用进程发生变化。我们预计，8月信贷投放会出现较大幅度上扬，同比将有大幅多增。当前宏观政策调控力度正在加大，信贷低迷现象不会持续，三季度信贷投放整体上会比去年同期有一定幅度多增。宽信用进程会有波折，但在经济修复动能明显转强之前，总体方向不会改变。

具体来看：

一、受透支效应、实体部门融资需求仍然偏弱，以及利率下行预期增强或导致市场主体推迟融资等因素影响，7月人民币贷款同比大幅少增，不及市场普遍预期，但更多体现短期波动特征。

7月新增人民币贷款3459亿，环比季节性少增2.70万亿，同比少增3498亿，表现明显不及预期。我们判断主要有以下原因：一是6月信贷冲量高增，对7月信贷需求有一定透支效应，这种透支效应会显著加大月度之间的新增贷款规模波动，在2022年4月、7月和10月曾多次出现；二是尽管7月稳增长政策预期积累，但增量政策落地有限，经济修复力度仍然偏弱，尤其是房地产市场进一步下行，企业和居民等实体部门信贷需求并不强；三是6月降息落地、LPR报价下调，可能在贷款主体中形成了比较强的利率下行预期，这可能导致部分企业或者居民推迟融资需求释放，以等待更低的融资成本。

在上述因素影响下，7月企业和居民部门贷款同比均现少增。具体来看，7月企业中长期贷款和企业短贷同比分别少增747亿和239亿，仅票据融资受贴现率大幅下行带动，同比多增461亿，企业信贷结构有所恶化。7月居民贷款减少，当月新增居民中长期贷款和居民短贷分别为-672亿元和-1335亿元，同比分别少增2158亿元和1066亿元。整体上看，7月信贷数据继续呈现“企业强、居民弱”特征。主要原因在于，在逆周期调控力度加大的背景下，基建投资和制造业投资会保持较高韧性，企业融资需求较强，而7月楼市进一步走弱，拖累居民中长期贷款。另外，个人贷款对利率敏感度更强，居民更易于因利率下行

预期而暂缓贷款计划。这也意味着，后期提振经济复苏动能，需要重点向引导房地产行业尽快实现软着陆以及促居民消费等方向发力。

二、主要受投向实体经济的人民币贷款拖累，7月社融同比大幅少增，同样出现较大幅度的下行波动。

7月新增社融5282亿，环比季节性少增3.70万亿，同比少增2703亿，大幅低于市场预期；月末社融存量同比增速降至8.9%，较上月放缓0.1个百分点，创有该项数据记录以来新低。这主要受当月投向实体经济的人民币贷款环比少增3.20万亿、同比少增3724亿拖累。

另外，7月表外票据融资、企业债券融资和政府债券融资环比也现较大幅度少增，分别少增1269亿、1042亿和1262亿。其中，表外票据融资和企业债券融资环比少增符合季节性规律，同比则均小幅多增；不过，在城投债发行面临严监管，房企自主发债依然存在较大困难的背景下，7月企业债券融资同比仅多增219亿。7月政府债券融资环比少增，主因国债到期压力加大，以及利率下行预期下当前地方债发行指导利率较低，而投资者预期后续地方债供给将放量，从而压制一级认购情绪，进而导致7月地方债发行大量推迟。不过，由于去年新增专项债在6月底已基本发完，7月政府债券供给减少，因此，今年7月政府债券融资同比仍多增111亿。

三、7月末M2增速延续回落，当月信贷投放偏低，以及上年同期基数抬高是主要原因；7月M1增速下行至明显偏低水平，表明实体经济活跃度不足，也受房地产市场低位运行拖累。7月M2与M1增速“剪刀差”扩大至年内最高，显示宽货币向稳增长传导不畅。

M2方面，7月末同比增速为10.7%，比上月末低0.6个百分点。7月新增贷款规模明显偏低，这会导导致存款派生放慢，带动M2增速下行。与此同时，上年同期稳增长政策发力，持续推进大规模退税，大幅推高2022年7月末M2增速至12.6%，较前月加快0.6个百分点；高基数效应下，今年7月末M2增速下行属于正常波动。另外，7月财政存款增加9078亿，同比大幅多增4215亿，也会对当月M2增速起到一定下拉作用。

7月末M1增速为2.3%，较上月末下滑0.8个百分点，处于明显偏低水平。除了上年同期基数走高外，主要原因是当前经济复苏势头仍然偏弱，企业经营、投资活动整体处于低迷状态，企业存款活化水平较低。与此同时，近期房地产市场持续处于调整阶段，居民购房款转化为房企的活期存款规模偏低。历史数据显示，M1增速与房地产市场景气状态高度相关。

7月M2增速仍处于较高水平，和M1增速的“剪刀差”扩大至8.4个百分点，为年内新高。这意味着宽货币向稳增长的传导不畅。当前亟需通过有效刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，提振经济内生增长动能。

整体上看，在6月政策性降息落地、7月稳增长政策持续发力背景下，当月金融数据明显偏低，主要源于透支效应及融资需求推迟释放等因素带来的短期波动，不代表宽信用进程发生变化。我们预计，8月信贷投放会出现较大幅度上扬，同比将有大幅多增。当前宏观政策调控力度正在加大，信贷低迷现象不会持续，三季度信贷投放整体上会比去年同期有一定幅度多增。宽信用进程会有波折，但在经济修复动能明显转强之前，总体方向不会改变。

展望未来，在下半年物价水平有望持续处于温和水平的前景下，下半年降息降准都有一定空间。着眼于为经济复苏创新有利的货币金融环境，我们预计三季度监管层将通过适时降准、持续加量续作MLF等方式，及时补充银行体系中长期流动性，支持银行加大信贷投放力度；四季度降息有可能提上政策议程，主要目标是引导实体经济融资成本稳中有降，特别是引导居民房贷利率持续下行，扭转楼市预期，推动房地产行业尽快实现软着陆。这对下半年稳增长和防风险都具有重要意义。

此外，下半年针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域，结构性货币政策工具将重点发力，在6月上调支农支小再贷款再贴现贷款额度2000亿的基础上，其他政策工具额度也有上调空间。我们判断，下半年货币政策对房地产行业的支持力度将进一步加大。在延续实施保交楼专项借款和保交楼贷款支持计划基础上，不排除三季度增加额度、乃至推出新的定向支持工具的可能。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有, 东方金诚保留一切与此相关的权利, 任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料, 其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/ 发布方负责, 东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查, 但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性, 东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致, 并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见, 并非是对某种决策的结论或建议; 投资者应审慎使用本研究报告, 自行对投资行为和投资结果负责, 东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用, 且该等使用者必须按照授权确定的方式使用, 相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告, 东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。