

7月金融数据点评：政策端发力必要性进一步凸显



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

社融增长不及预期，存量增速创新低。7月新增社融5282亿，同比少增2503亿，存量同比增长8.9%，创历史新低。结构上，人民币贷款同比少增是主要拖累项；外币贷款、表外融资、直接融资边际发力企稳则是主要支撑。我们在前期报告《信贷回暖，但仍有隐忧》中提到，虽然信贷在6月释放出一定的积极信号；但居民存款释放缓慢、企业活存持续低迷、M1和M2剪刀差走阔，均指向当前需求释放较慢、企业经营活力不足，社融结构依然脆弱；本月社融新增不及预期，印证了我们的前期观点。

企业、居民贷款双双超季节性回落。7月金融机构新增人民币贷款3459亿，同比少增3498亿，企业、居民信贷需求均显著萎缩。企业端或指向在外需不振，内需改善较为脆弱，上游抬价压缩企业利润空间环境下，企业融资需求较弱；居民端或指向提前还贷、主动缩表的行为仍未彻底缓解。

居民、企业存款减少，M1、M2增速均下滑。7月M2下滑至10.7%，居民和企业存款是主要拖累项。①居民端存款的减少或并不是源于扩大消费，结合居民贷款来看，或更多指向居民利用存款配合低利率经营贷提前还款。②企业存款的减少，企业活存持续不佳是主要拖累项，或指向受房地产市场偏弱的影响，尤其缺少一手房市场作为抓手，居民存款向企业存款转化途径仍然不畅。

政策端发力必要性进一步凸显。虽然信贷超季节性走弱客观上有发行节奏的透支效应，但结构上看，①外需不振，内需改善较为脆弱，上游抬价压缩企业利润空间，制约企业融资需求；②房地产市场低迷，居民对于过去较高利率加点的规避，压低居民资产负债表扩张意愿；均指向当前社融基础脆弱和结构不佳。后续专项债加速发行、降准降息、以及降低首套房首付比例、存量房贷利率等政策推出的必要性进一步凸显。

风险提示：库存周期去化过程超预期；房地产市场回落超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

相关报告

7月进出口数据解读：筑底震荡期，关注结构性调整

2023.08.14

7月通胀数据解读：PPI触底意味着什么？

2023.08.10

美国7月非农点评：非农再走弱，薪资粘性

2023.08.09

目 录

1. 社融: 信贷拖累, 外币、表外边际支撑	4
1.1 社融增速创新低	4
1.2 人民币贷款少增, 外币、表外边际发力, 直接融资企稳	4
2. 信贷: 全面回落, 企业、居民均显著弱于季节性	6
3. M1、M2 剪刀差继续走阔	9
3.1 居民、企业存款减少、财政存款回补, M1、M2 剪刀差继续走阔	9
3.2 政策端发力的必要性进一步凸显	10
4. 风险提示	10

图目录

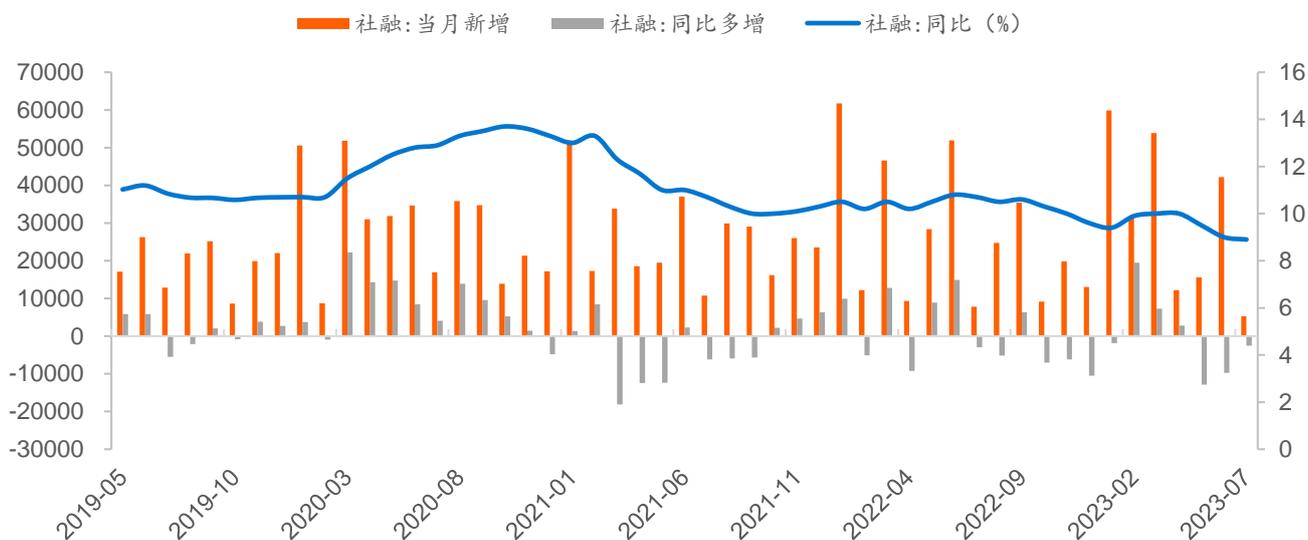
图 1	低基数下社融同比仍少增，社融增速创新低（亿元）	4
图 2	7 月外币贷款和表外融资是主要贡献，人民币贷款是主要拖累（亿元）	5
图 3	7 月人民币走强，美元走弱	5
图 4	低基数下专项债发行增速边际回升（亿元）	6
图 5	7 月新增人民币贷款显著弱于季节性（亿元）	7
图 6	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 7	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 8	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 9	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 10	7 月居民、企业部门贷款双双走弱（亿元）	8
图 11	7 月制造业 PMI	9
图 12	M1、M2 剪刀差走阔（%）	9
图 13	居民、企业存款减少（亿元）	10
图 14	企业活存持续低迷，导致 M1 增速续降（%）	10

1. 社融：信贷拖累，外币、表外边际支撑

1.1 社融增速创新低

低基数下社融增长仍不及预期，存量增速创新低。6月新增社融5282亿，同比少增2503亿，存量规模同比增长8.9%，环比续降0.1pct，创历史新低。我们在前期报告《信贷回暖，但仍有隐忧》中提到，虽然信贷数据在6月再度转强，释放出一定的积极信号；但居民存款释放缓慢、企业活存持续低迷、M1和M2剪刀差走阔，均指向当前需求释放较慢、企业经营活力不足，社融结构依然脆弱；本月社融新增不及预期，印证了我们的前期观点。从结构上看，信贷融资同比大幅少增，是本月社融的主要拖累项；而外币贷款和表外融资同比多增则是本月社融的主要贡献。

图1 低基数下社融同比仍少增，社融增速创新低（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 人民币贷款少增，外币、表外边际发力，直接融资企稳

人民币贷款同比再度少增。7月社融口径新增人民币贷款364亿，同比少增3724亿；信贷数据在低基数下仍然由强转弱，年内第二次同比少增。我们理解原因可能有两点：一是从发行节奏上看，6月冲量“透支”部分需求。通常来说，在经济复苏和稳增长背景下，银行在季末冲量特征相对更为显著，6月信贷在高基数下仍然超预期实现同比多增，“透支”了部分7月需求。二是从需求端来看，指向实体经济扩大消费和投资的动力仍然偏弱，相关企业的经营预期和融资需求有待进一步强化。

外币贷款同比多增是本月社融最大拉动项。7月新增外币贷款-339亿，同比多增798亿；整体看，今年上半年外币贷款合计同比少增701亿，或指向进口付汇需求降低，与进口数据持续偏弱相互印证。从7月单月来看，虽然进口数据仍然偏弱，但外币贷款却边际缓和，同比实现多增，两者背离或与7月以来市场对美联储加息预期逐步降低，美元指数走弱、人民币汇率企稳刺激外币贷款需求有关。

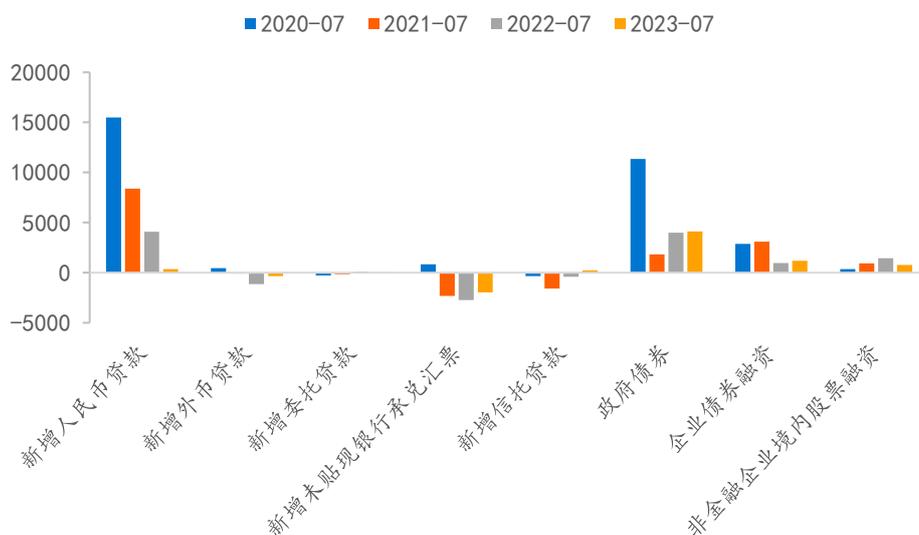
表外融资为本月社融提供较大支撑。7月新增信托贷款230亿，同比多增628亿。或指向政策端对基建配套融资的持续支持。新增未贴现银行承兑汇票-1962亿，同比多增782亿，环比减少1270亿。同比走强可能是因为去年同期企业支付结算需求不活跃，票据供给偏弱造成的低基数；环比走弱或指向在6月信贷冲量“透支”需求+7月实体融资需求较弱的背景下，票据冲量再次登上舞台，7月表内票据融资3597亿，同比多增

461 亿，强于季节性。

企业债同比继续多增。7月新增企业债 1179 亿，同比多增 219 亿，连续第二个月多增。一方面是去年同期受持续高温天气影响，抑制了部分企业的施工与融资需求，基数较低；另一方面或指向“宽信用+信贷冲量”的组合下，企业间接融资需求透支后也达到阶段性饱和，而前期持续低迷的直接融资需求开始企稳回升。

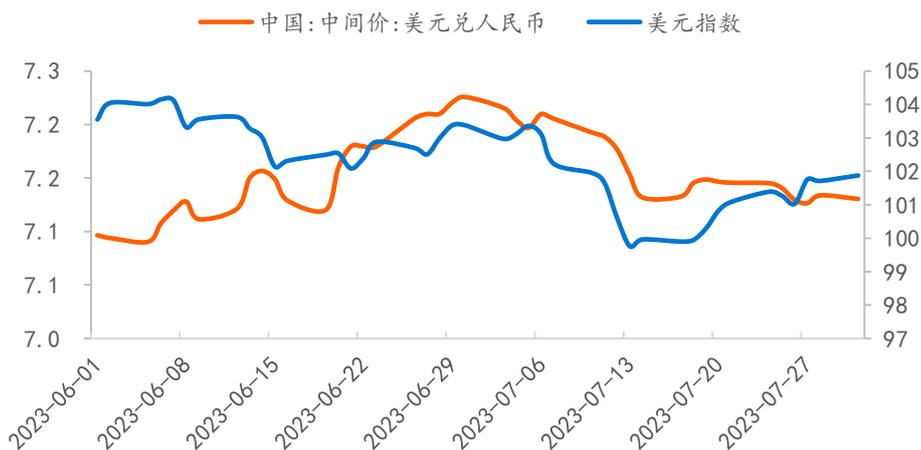
政府债券由拖累项转为拉动项。7月政府债券新增 4109 亿，同比多增 111 亿。结合专项债发行节奏来看，7月新增专项债 1963 亿，虽然节奏仍然平稳，但去年财政发力前置，同期专项债发行基本结束，错位发行导致专项债同比多增 1350 亿，成为政府债券同比多增的主要拉动项。

图2 7月外币贷款和表外融资是主要贡献，人民币贷款是主要拖累（亿元）



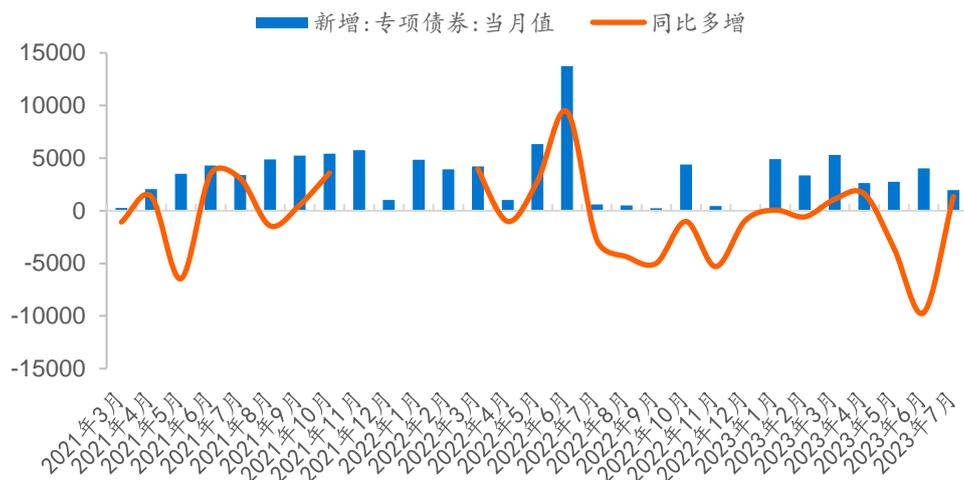
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 7月人民币走强，美元走弱



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 低基数下专项债发行增速边际回升（亿元）



资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 信贷: 全面回落, 企业、居民均显著弱于季节性

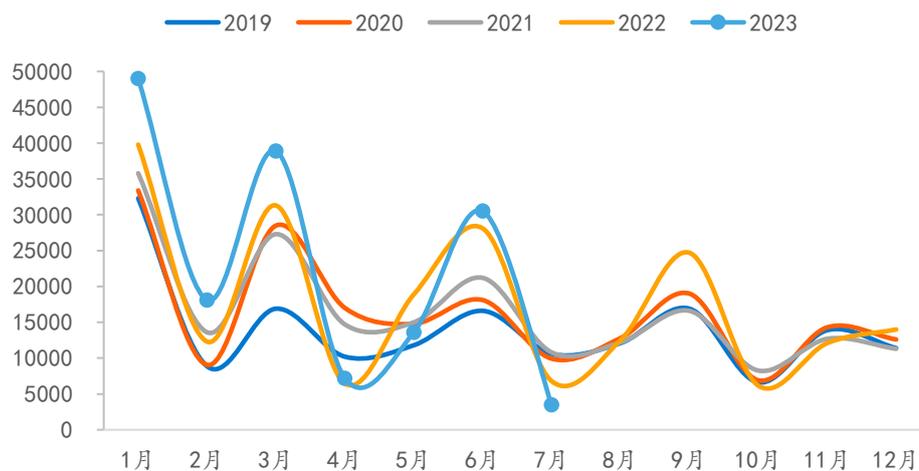
信贷数据低基数下, 仍然显著下滑。7月金融机构新增人民币贷款 3459 亿, 同比减少 3331 亿, 企业、居民信贷需求均显著萎缩。

冲量特征明显, 企业短贷弱于季节性。7月企业部门新增短期贷款-3785 亿, 同比减少 239 亿, 显著弱于季节性。去年6月疫情阶段性缓和, 银行发放了大量期限较短的企业贷款冲量稳增长, 使企业短贷在去年6月显著高于季节性水平, 透支效应下, 去年7月企业短贷显著低于季节性水平, 提供了较低基数。但今年7月在低基数下, 企业短贷仍然同比少增, 显示今年6月短贷冲量透支7月融资需求的行为较去年更为显著。

企业中长期贷结束连续 11 个月同比多增。7月新增中长期贷款 2712 亿, 同比减少 747 亿。结合7月制造业 PMI 数据来看: 出口订单转弱、产成品库存回升、原材料价格回升幅度超过出厂价格, 指向外需不振, 内需改善较为脆弱, 需求带动库存自然去化的场景还未出现, 同时上游抬价压缩企业利润空间。整体看, 去库带来的景气下行仍在磨底阶段, 不足以带动企业中长贷继续保持韧性。

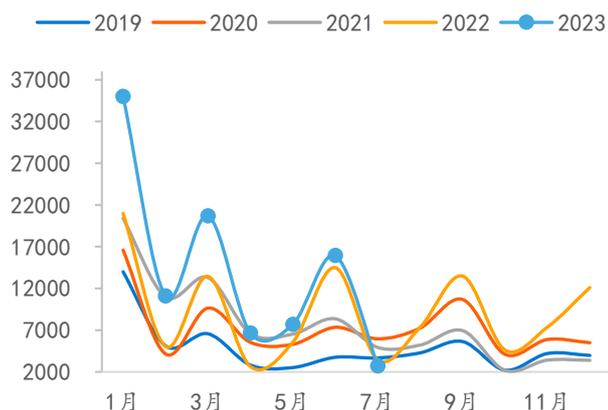
居民部门短贷、中长贷同比再度转负。7月居民部门新增短期和中长期贷款分别为-1335 亿和-672 亿, 同比减少 1066 亿和 2158 亿, 均明显弱于季节性。一方面可能是6月还款申请部分被延期至7月; 另一方面则可能是居民用经营贷置换消费贷在7月集中体现。均指向居民部门提前还贷、主动缩表的行为仍未彻底缓解。未来降低首套房首付比例和存量房贷利率的必要性进一步凸显。

图5 7月新增人民币贷款显著弱于季节性(亿元)



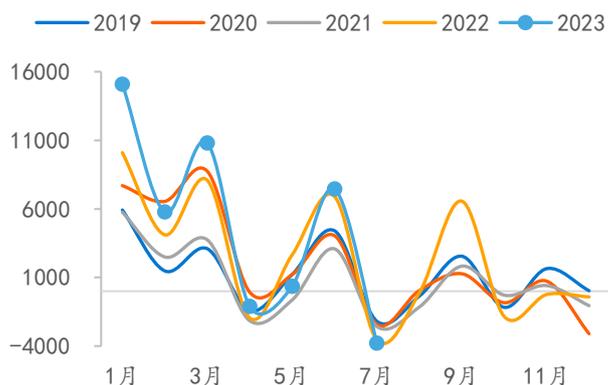
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 企业部门中长期贷款同比少增(亿元)



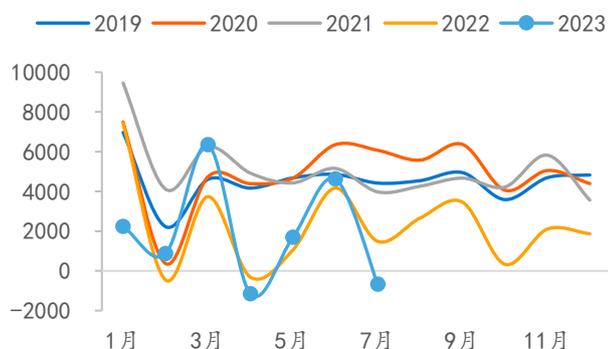
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 企业部门短期贷款同比少增(亿元)



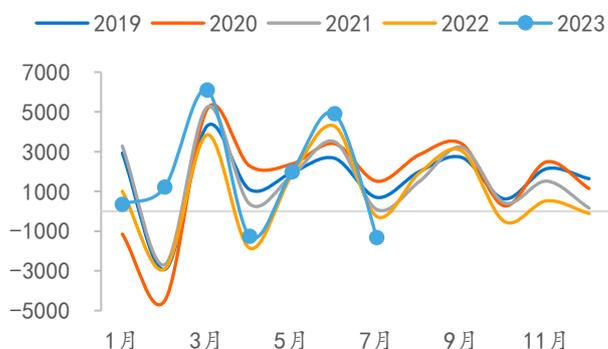
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 居民部门中长期贷款同比少增(亿元)



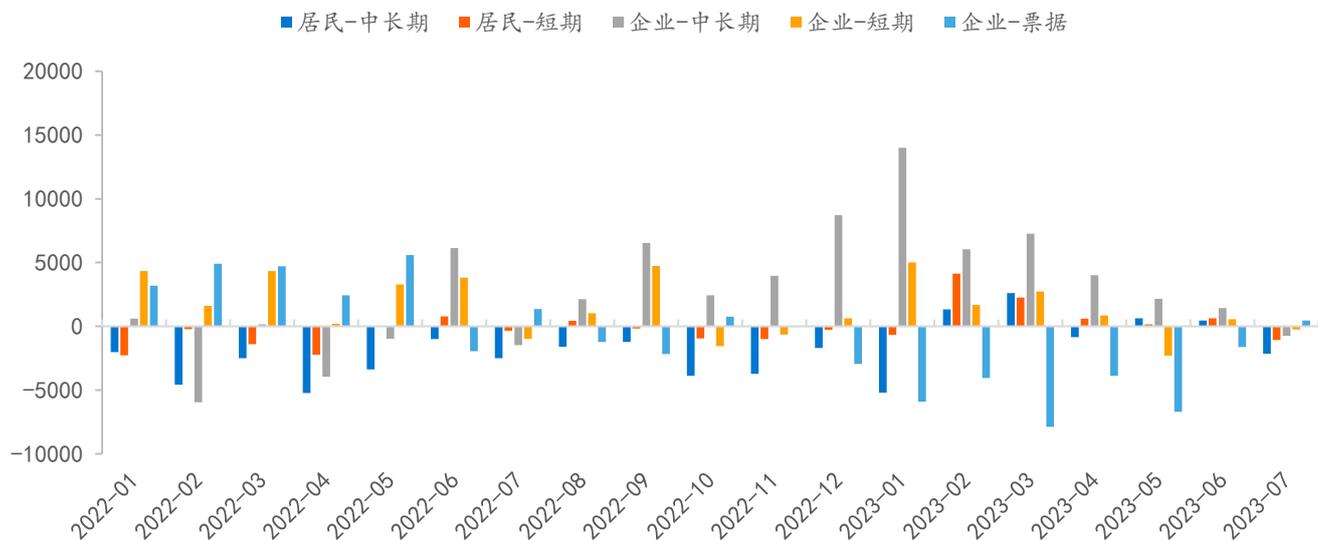
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 居民部门短期贷款同比少增(亿元)



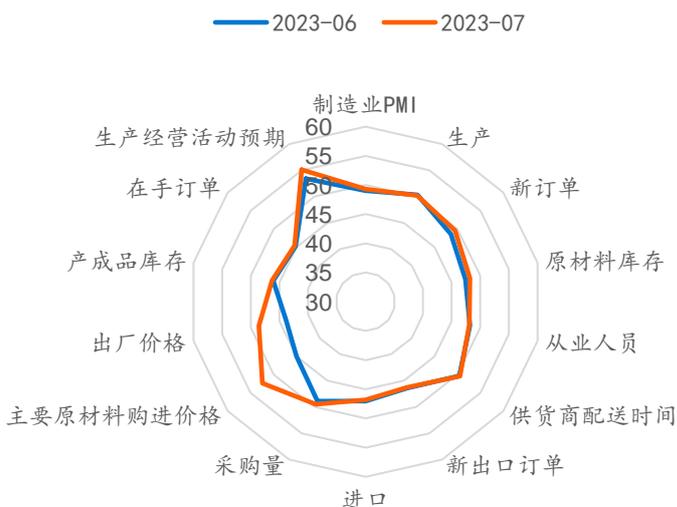
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 7月居民、企业部门贷款双双走弱(亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 7月制造业 PMI



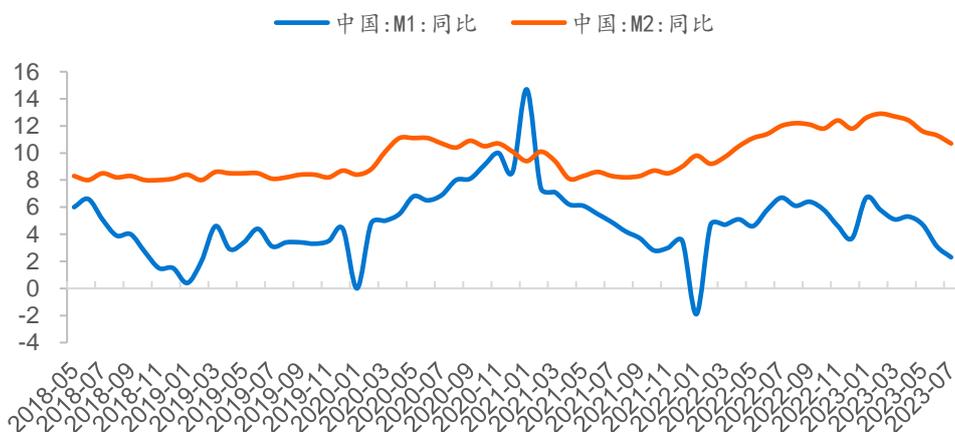
资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1、M2 剪刀差继续走阔

3.1 居民、企业存款减少、财政存款回补，M1、M2 剪刀差继续走阔

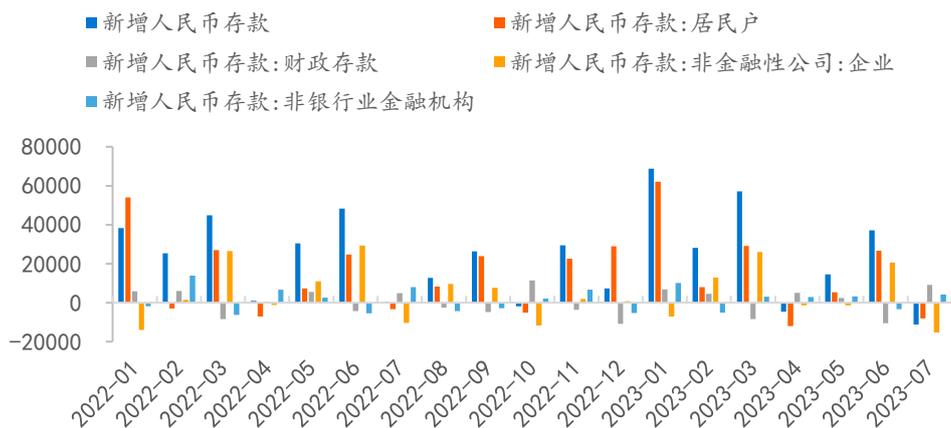
居民、企业存款减少，M1、M2 增速均下滑。7月M2下滑0.6个百分点至10.7%，其中①居民存款减少8093亿，同比减少4713亿；居民端存款的减少或并不是源于扩大消费，结合居民贷款数据来看，或更多指向居民利用存款配合低利率经营贷提前还款。②企业存款减少1.53万亿，同比减少4900亿，企业活存持续不佳是主要拖累项（7月企业活存同比下滑1个百分点至1.0%，环比-3.2%，拖累M1增速下滑至2.3%），或指向受房地产市场偏弱的影响，尤其缺少一手房地产市场作为抓手，居民存款向企业存款转化途径仍然不畅。新增财政存款9078亿，同比多增4215亿，指向财政发力节奏有所放缓。此外，M0增速回升0.1个百分点至9.9%，或与暑期放假、集中休假，现金消费需求有所提升有关。M1与M2剪刀差继续走阔-8.4%，体现实体经济活力仍然不足。

图12 M1、M2 剪刀差走阔（%）



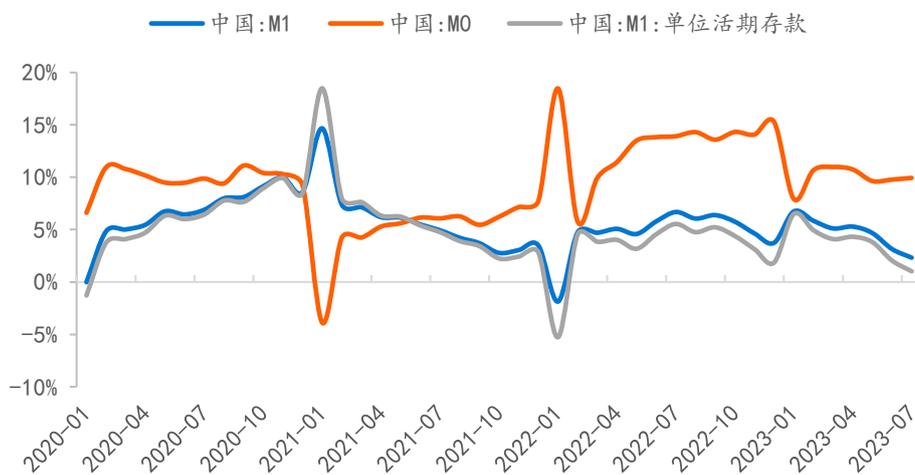
资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民、企业存款减少（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 企业活存持续低迷，导致 M1 增速续降（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 政策端发力的必要性进一步凸显

仍需政策端持续发力。7月社融存量增速创历史新低，信贷不及预期是主因。虽然信贷超季节性走弱客观上有发行节奏的透支效应，但结构上看，①外需不振，内需改善较为脆弱，上游抬价压缩企业利润空间，制约企业融资需求；②房地产市场低迷，居民对于过去较高利率加点的规避，压低居民资产负债表扩张意愿；均指向当前社融基础脆弱和结构不佳。后续专项债加速发行、降准降息、以及降低首套房首付比例、存量房贷利率等政策推出的必要性进一步凸显。此外，逆周期政策的系统性和落地性也较为关键，系统性的关键在于政策之间的组合搭配，落地性的关键在于实事求是，直达基层；好政策、好搭配、好执行才能更好的提升经济复苏质量，让经济复苏行稳致远。

4. 风险提示

库存周期去化过程超预期；房地产市场回落超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

免责声明

联储证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000