



中信证券研究部

核心观点



程强

宏观经济首席
分析师

S1010520010002



王希明

宏观分析师

S1010521040001

7月份人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元。当然，7月是信贷投放的季节性低点，前七个月整体来看人民币贷款增加16.08万亿元，同比多增1.67万亿元，总量保持适度。7月信贷偏低的可能原因包括：信贷需求被提前透支、居民提前还贷和基建财力支出回落。整体来看，当前的实体经济信贷需求还处于偏弱水平，我们认为货币政策有必要适时降准、降息，增加对实体经济的支持。另外，8月和9月专项债也有望加速发行，财政对社融的贡献可能增加。

■ **事项：央行发布2023年7月份金融信贷数据。**其中，新增信贷0.35万亿元（去年同期0.68万亿元）；新增社会融资总额0.53万亿元（去年同期0.78万亿元）；社融存量同比增长8.9%（上月9.0%）；M2同比增长10.7%（上月11.3%）。对此，我们点评如下：

■ **7月人民币贷款同比少增3498亿元，居民贷款出现负增长，企业中长期贷款也同比少增。**7月份人民币贷款增加3459亿元，同比少增3498亿元。客观来看，去年7月的贷款投放本身就偏低，今年7月的贷款在低基数下仍然同比少增。结构上来看，居民和企业贷款均表现不佳。7月住户贷款减少2007亿元，拖累较多，而去年同期是增加1217亿元。7月居民的短期贷款和中长期贷款均为负增长。7月企业贷款增加2378亿元，比去年同期少增499亿元。其中，7月企业短期贷款减少3785亿元，企业中长期贷款增加2712亿元，票据融资增加3597亿元。企业中长期贷款比去年同期少增了747亿元，是11个月以来首次同比少增。当然，7月是信贷投放的季节性低点，前七个月整体来看人民币贷款增加16.08万亿元，同比多增1.67万亿元，总量保持适度。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。

■ **7月信贷偏低的可能原因包括：信贷需求被提前透支、居民提前还贷和基建财力支出回落。**第一，6月信贷增长较多，新增人民币贷款3.05万亿元，同比多增2296亿元，可能部分透支了7月需求。今年6月和7月合计新增贷款33,959亿元，比去年同期少增466亿元。第二，7月居民中长期贷款减少672亿元，除了地产销售低迷以外，也可能受到居民提前偿还房贷等因素影响。8月4日，四部门新闻发布会上央行表示将“指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，这有利于稳定居民部门的信贷投放。第三，今年以来地方政府专项债发行速度慢于去年，基建财力支出回落，可能会影响部分基建项目进度。整体来看，当前的实体经济信贷需求还处于偏弱的水平，我们认为货币政策有必要适时降准、降息，增加对实体经济的支持。

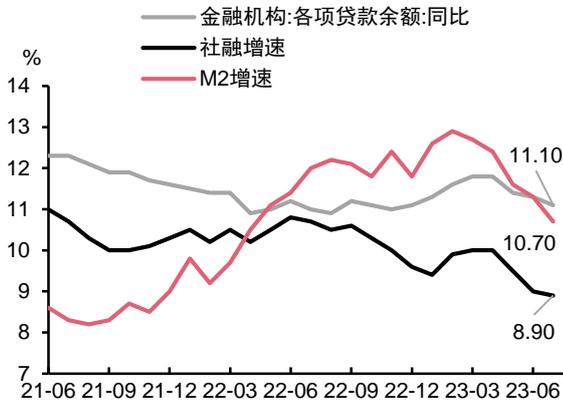
■ **7月社融增速为8.9%，比6月回落0.1个百分点，贷款拖累较多，政府债基本持平与去年同期，直接融资平稳，非标融资同比略多增。**社融口径的新增人民币贷款为364亿元，低于金融数据口径的新增人民币贷款（3459亿元），主要是非银贷款和境外贷款的影响。社融统计中的人民币贷款不包含银行拆放给非银行业金融机构的款项（即非银贷款）和境外贷款。因此，非银贷款和境外贷款就会导致社融口径和金融数据口径的新增人民币贷款存在差异。一般来说，这两项导致的差异不大，但是今年7月的差异比较明显。7月新增非银贷款2170亿元，我们估算新增境外贷款918亿元。当信贷指标任务难以完成时，非银贷款可能被用于补缺口，常常和票据融资同时高增。政府债方面，5、6月大幅同比少增，不过7月出现改善，政府债券净融资4109亿元，同比多111亿元。直接融资方面，企业债券净融资1179亿元，同比多219亿元；非金融企业境内股票融资786亿元，同比少651亿元。非标融资方面，压缩的高峰渡过，同比继续保持多增，近期的信托行业风险事件还未体现在融资端。另外，7月24日政治局会议要求“加快地方政府专项债券发行和使用”，预计8月和9月合计新增专项债发行额可能达到

1.5 万亿左右，起到推动社融增速回升的作用。

- **M2 同比增速回落 0.6 个百分点至 10.7%，M1 增速回落 0.8 个百分点至 2.3%，企业经营活跃度可能偏低。**7 月 M2 同比增速的回落可能有两个原因：一是 7 月信贷投放较少，派生出的存款也较少。二是基数的扰动，2022 年 6 月最后两周集中发行了超过 1 万亿的专项债，然后在 7 月陆续支出，导致今年 7 月的 M2 同比增速基数偏高。7 月 M1 同比增速继续回落 0.8 个百分点至 2.3%，降幅大于 M2 同比增速，反映出企业经营活跃度可能偏低。

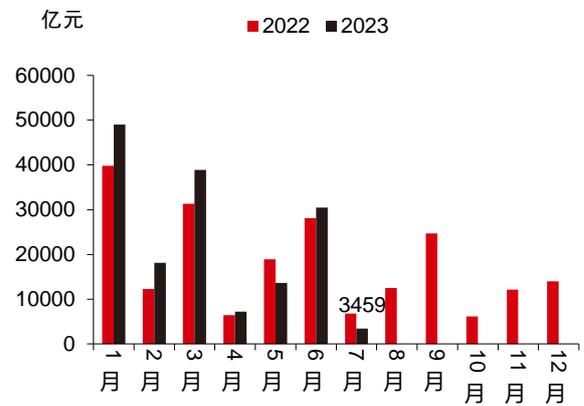
附录图表

图 1：7 月社融增速为 8.9%，M2 增速为 10.7 %



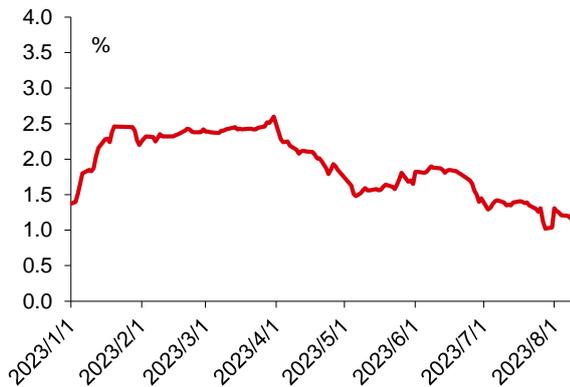
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：7 月人民币贷款月净增为 3459 亿元，低于去年同期



资料来源：Wind，中信证券研究部

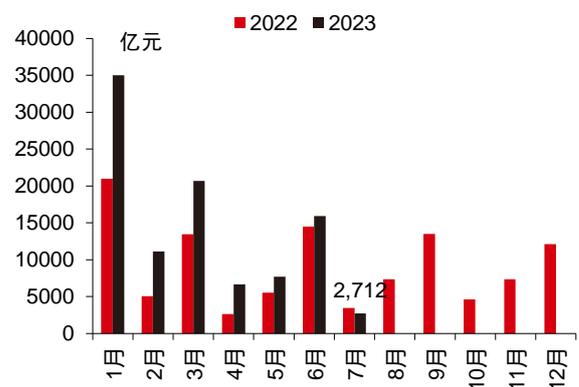
图 3：8 月上旬票据转贴现利率偏低



资料来源：Wind，中信证券研究部

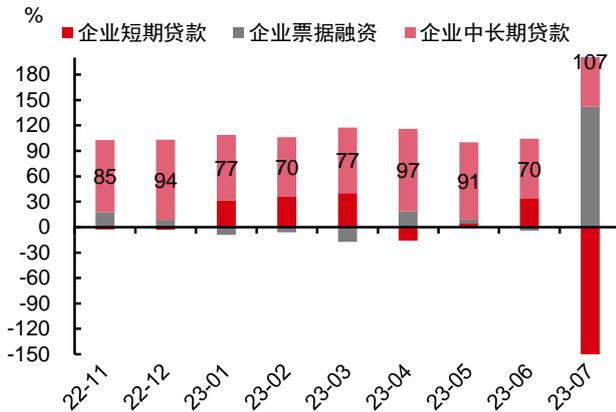
*口径为国股半年期（非三农）票据转贴现利率

图 4：7 月企业中长期贷款低于去年同期



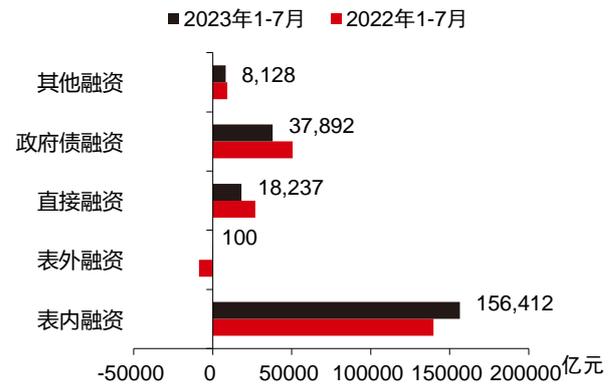
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：7 月企业贷款结构中，企业短贷拖累较多



资料来源：Wind，中信证券研究部

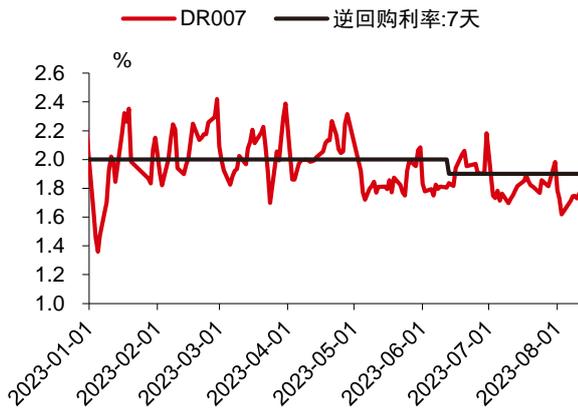
图 6：1-7 月表内融资同比多增



资料来源：Wind，中信证券研究部

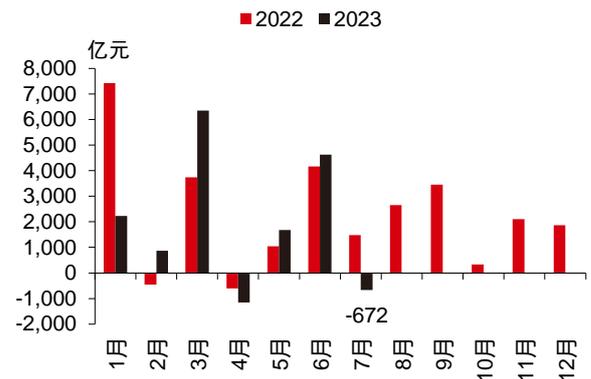
*其他融资包含了外币贷款及官方定义的“其他融资”

图 7：7 月以来 DR007 相对较低



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：7 月居民中长期贷款负增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。