

宏观点评 20230711

6月信贷是热还是冷

2023年07月11日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《6月非农难改美联储7月加息决心—海外宏观经济周报》

2023-07-11

《今年出口还有什么“顺风”可以依赖?》

2023-07-11

■ **降息落地后，当月信贷的总量与结构均超预期**，6月新增30500亿元，同比多增2400亿元。在经历“强-弱-强”上半年后，信用投放的所剩空间不足与传导效率偏弱的问题或仍存，**在此背景下，今年下半场的信用扩张有何确定与不定?**

■ **不太确定的是政策的力度**。今年6月OMO的超预期领先调降与当周国常会宣布“研究出台一批政策”均体现了政府的快速出手。但进入7月以来，政府表态中对经济的信心、政策的定力都显得更足，尤其是6月信贷数据超预期好转后，市场对政策“强心剂”的期待可能落空，而没有政策相伴的信贷扩张或相对乏力。

■ **相较确定的是社融的触底**。若后续社融增量参考近年平均节奏(2019-2022年均值)，意味着无论是否有增量政策出台，本月9%的增速至少将是今年的“社融底”。而从历史规律来看，“**社融底**”对“**经济底**”有**较强的前瞻意义**，随着下半年信用的企稳扩张，我国经济势必再度经历一段底部周期轮转的过程。

■ **以此为线索，信贷“下半场”对资产价格有何指引?**我们梳理了历史上从“社融底”到“经济底”的主要资产表现，可以看出股市与商品的回报具有同向变动的规律，反映出“社融底”到“经济底”的过程中还有“**市场底**”与“**商品底**”，而根据历史经验，**商品大多先于市场触底**。另外值得一提的是汇改后的人民币汇率也与股市同涨同跌，我们看到近期汇率与国内定价工业品价格均有底部企稳迹象，下半年对于国内资产价格或许可以更乐观些。

■ **具体数据方面，企业中长贷维持强势**，同比多增1436亿元。在近期开工数据未显著回升的背景下，我们认为近期城投债务到期量增多是企业中长贷依旧坚挺的一个支撑。值得注意的是今年一、二季度的企业中长贷脉冲或均达历史高位，在保持资金效率的情况下，下半年实体投资的强回升可能值得期待。

企业短贷超季节性回升，同比多增543亿。去年同期企业经营受疫情扰动较大，资金需求较多，而今年企业的外部压力持续消退，借短钱置换融资成本或是主因。

■ **居民短贷迎来“最强6月”**，环比与同比均多增，反映终端需求有边际回升趋势，其中主要可能是装修与高温季节下的家电家具需求，端午节旅游出行人次与消费较去年同期均大幅好转，意味着6月消费数据在同比高基数下或表现不差。

居民中长贷超预期反弹，同比多增463亿元，我们认为原因可能有三点：一是近期按揭早偿现象边际缓解；二是6月整体二手房销量同比多增，叠加一线城市新房销售仍有韧性，可能对冲了整体新房销售的同比偏弱；三是年中车市景气较高，6月乘联会口径汽车零售同比基本持平，中汽协口径新能源车销量同比增长35.2%，对中长贷数据有一定拉动。

票据融资同比与环比均下降，与6月中下旬票据利率的大幅回落的直觉不符，我们认为票据利率月末回落或更多是央行季末投放再贷款所致。

■ **直接融资方面**，政府债券同比大幅少增，基本回归2019年节奏；企业债融资符合季节性。非标压降力度仍较小，委托、信托贷款分别同比多增323亿元、675亿元。

■ **风险提示**：政策出台超预期变化；信贷投放超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外。

内容目录

1. 6月信贷是热还是冷?	4
2. 风险提示	10

图表目录

图 1: 近期政府表态中政策的定力更足.....	5
图 2: 6月信贷超预期后,今年社融底已经形成.....	5
图 3: 今年信贷靠前发力明显.....	5
图 4: 我国经济呈现“社融底”到“经济底”的规律.....	6
图 5: 从“社融底”到“经济底”,股市与商品同向变动.....	6
图 6: “商品底”大多先于“市场底”.....	7
图 7: 企业中长贷的信贷脉冲达到历史极值.....	7
图 8: 6月地方债及城投债到期偿还压力较大.....	7
图 9: 企业短贷超季节性回升.....	8
图 10: 居民短贷迎来“最强6月”.....	8
图 11: 6月按揭早偿情况边际缓解.....	8
图 12: 6月新房销售同比偏弱.....	8
图 13: 6月二手房销售同比企稳.....	9
图 14: 政府债发行节奏回归2019年.....	9
图 15: 6月新增社融分项一览.....	10

1. 6月信贷是热还是冷？

降息落地后，当月信贷的总量与结构均超预期，6月新增 30500 亿元，同比多增 2400 亿元。在经历“强-弱-强”上半年后，信用投放的所剩空间不足与传导效率偏弱的问题或仍存，在此背景下，今年下半场的信用扩张有何确定与不定？

不太确定的是政策的力度。今年 6 月 OMO 的超预期领先调降与当周国常会宣布“研究出台一批政策”均体现了政府的快速出手。但进入 7 月以来，政府表态中对经济的信心、政策的定力都显得更足，尤其是 6 月信贷数据超预期好转后，市场对政策“强心剂”的期待可能落空，而没有政策相伴的信贷扩张或相对乏力。

相较确定的是社融的触底。若后续社融增量参考近年平均节奏(2019-2022 年均值)，意味着无论是否有增量政策出台，本月 9% 的增速至少将是今年的“社融底”。而从历史规律来看，“社融底”对“经济底”有较强的前瞻意义，随着下半年信用的企稳扩张，我国经济势必再度经历一段底部周期轮转的过程。

以此为线索，信贷“下半场”对资产价格有何指引？我们梳理了历史上从“社融底”到“经济底”的主要资产表现，可以看出股市与商品的回报具有同向变动的规律，反映出“社融底”到“经济底”的过程中还有“市场底”与“商品底”，而根据历史经验，**商品大多先于市场触底**。另外值得一提的是汇改后的人民币汇率也与股市同涨同跌，我们看到近期汇率与国内定价工业品价格均有底部企稳迹象，下半年对于国内资产价格或许可以更乐观些。

具体数据方面，企业中长贷维持强势，同比多增 1436 亿元。在近期开工数据未显著回升的背景下，我们认为近期城投债务到期量增多是企业中长贷依旧坚挺的一个解释。值得注意的是今年一、二季度的企业中长贷脉冲或均达历史高位，在保持资金效率的情况下，下半年实体投资的强回升可能值得期待。

企业短贷超季节性回升，同比多增 543 亿。去年同期企业经营受疫情扰动较大，资金需求较多，而今年企业的外部压力持续消退，借短钱置换融资成本或是主因。

居民短贷迎来“最强 6 月”，环比与同比均多增，反映终端需求有边际回升趋势，其中主要可能是装修与高温季节下的家电家具需求，端午节旅游出行人次与消费较去年同期均大幅好转，意味着 6 月消费数据在同比高基数下或表现不差。

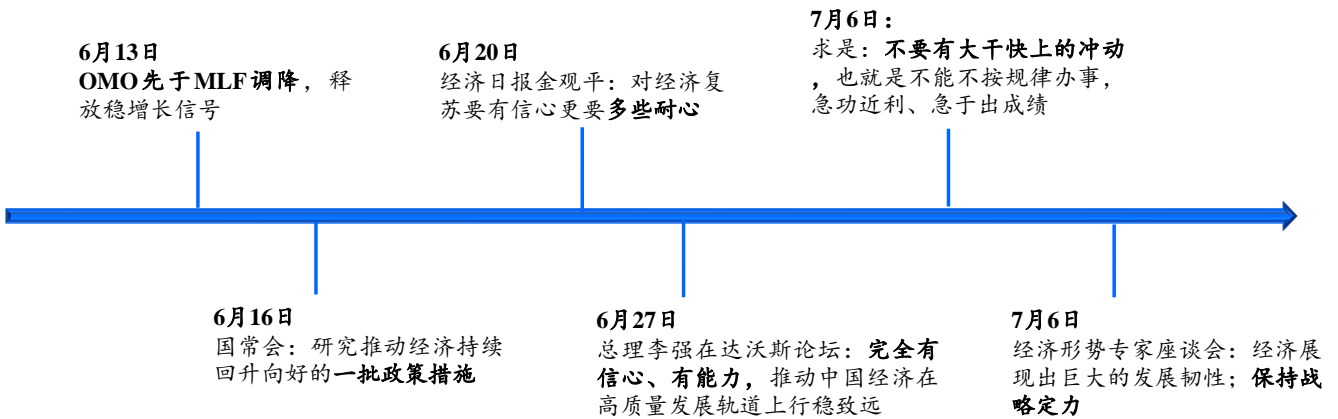
居民中长贷超预期反弹，同比多增 463 亿元，我们认为原因可能有三点：一是近期按揭早偿现象边际缓解；二是 6 月整体二手房销量同比多增，叠加一线城市新房销售仍有韧性，可能对冲了整体新房销售的同比偏弱；三是年中车市景气较高，6 月乘联会口径汽车零售同比基本持平，中汽协口径新能源车销量同比增长 35.2%，对中长贷数据有一定拉动。

票据融资同比与环比均下降，与 6 月中下旬票据利率的大幅回落的直觉不符，我们

认为票据利率月末回落或更多是央行季末投放再贷款所致。

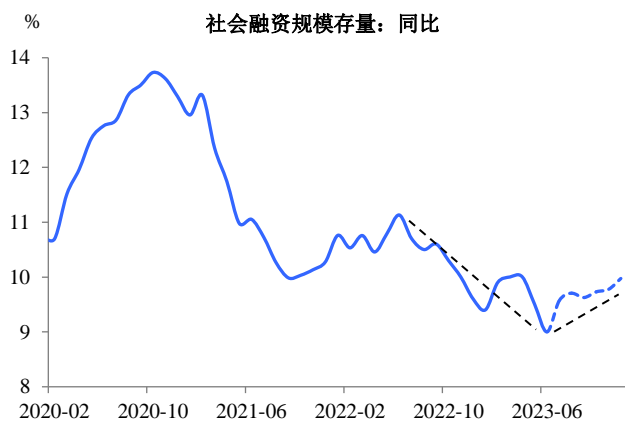
直接融资方面，政府债券同比大幅少增，基本回归 2019 年节奏；企业债融资符合季节性。非标压降力度仍较小，委托、信托贷款分别同比多增 323 亿元、675 亿元。

图1：近期政府表态中政策的定力更足



数据来源：中国政府网、东吴证券研究所

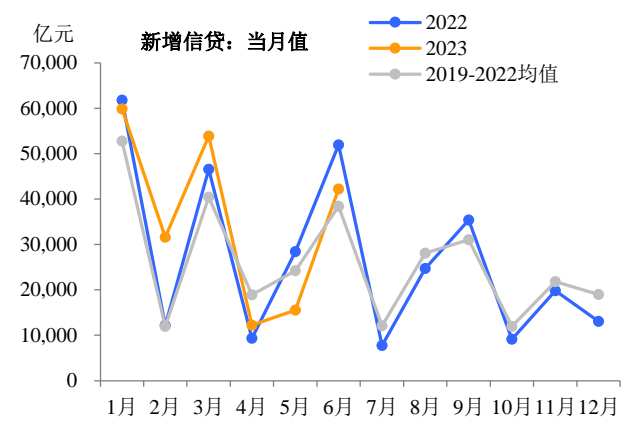
图2：6月信贷超预期后，今年社融底已经形成



注：虚线为预测值

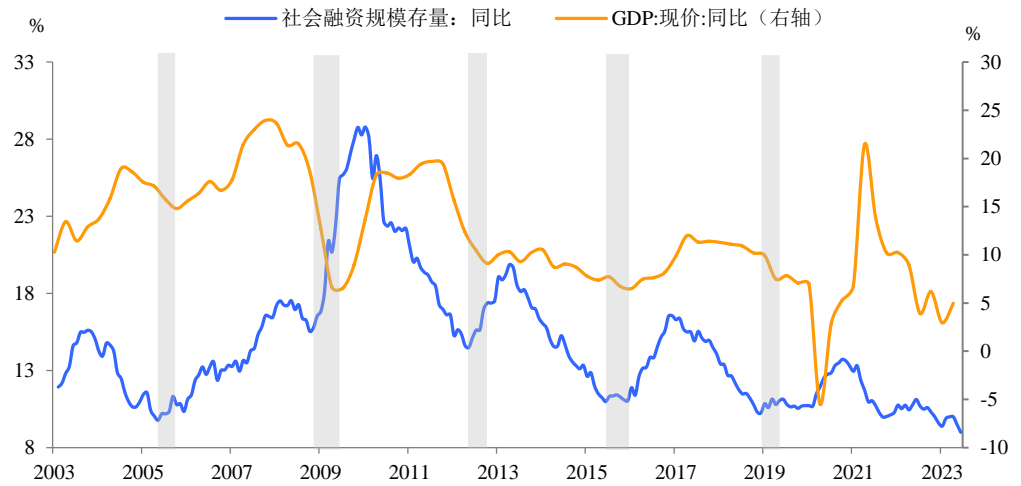
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图3：今年信贷靠前发力明显



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：我国经济呈现“社融底”到“经济底”的规律



注：阴影为“社融底”到“经济底”的区间

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：从“社融底”到“经济底”，股市与商品同向变动

区间	从“社融底”到“经济底”的资产表现 (%)				
	2005.05至 2005.09	2008.10至 2009.06	2012.05至 2012.09	2015.05至 2015.12	2018.12至 2019.03
股市	8.7	99.9	-10.5	-21.4	30.7
汇率	2.4	0.2	0.4	-4.8	2.1
国债	4.4	1.7	1.7	5.6	1.2
商品	19.7	32.3	-3.7	-18.2	8.9

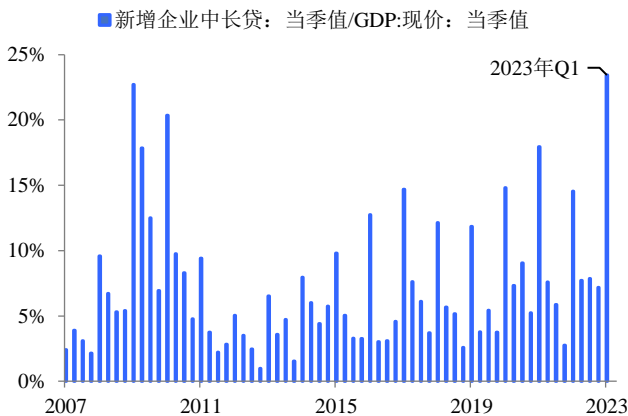
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6: “商品底”大多先于“市场底”



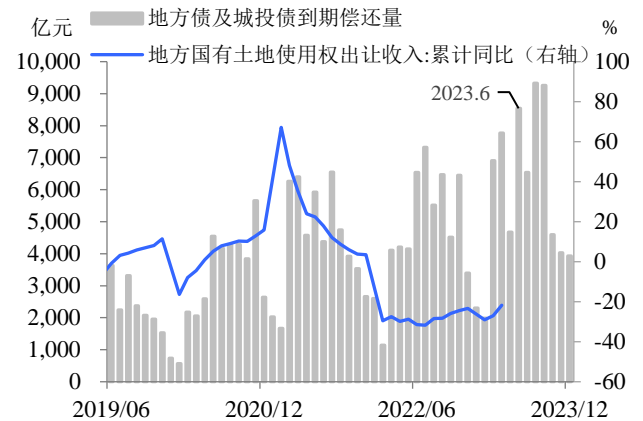
注: 蓝色阴影为“市场底”先于“商品底”, 黄色阴影为“商品底”先于“市场底”
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图7: 企业中长贷的信贷脉冲达到历史极值



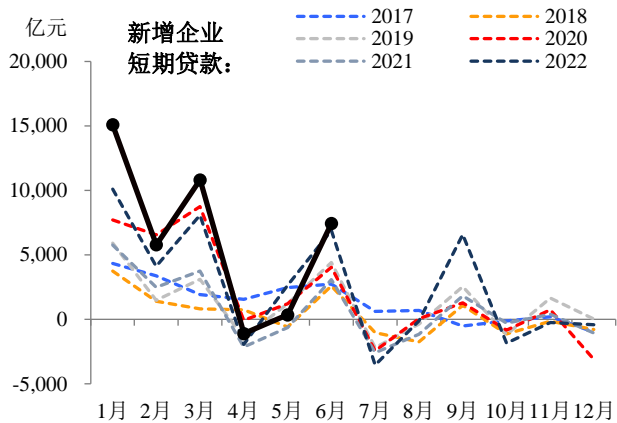
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图8: 6月地方债及城投债到期偿还压力较大



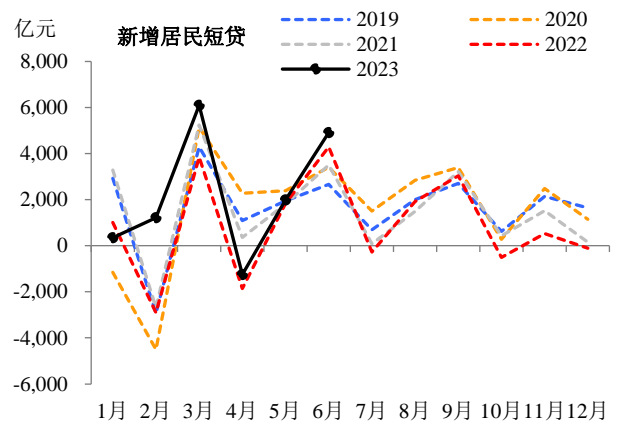
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图9：企业短贷超季节性回升



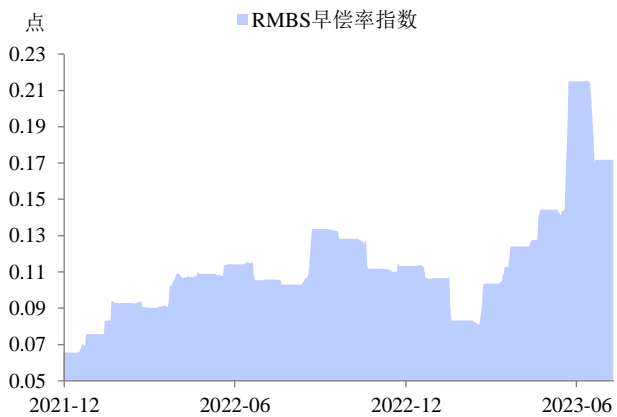
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图10：居民短贷迎来“最强6月”



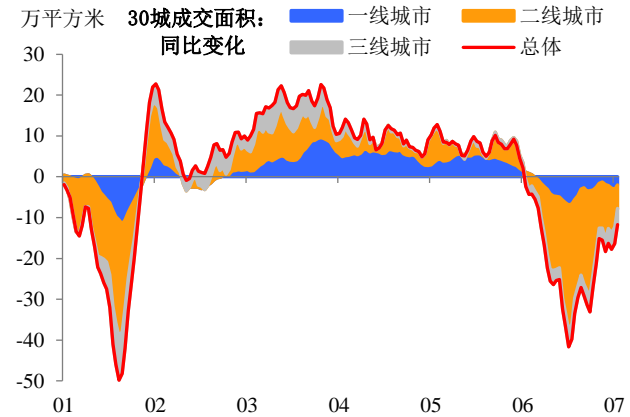
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图11：6月按揭早偿情况边际缓解



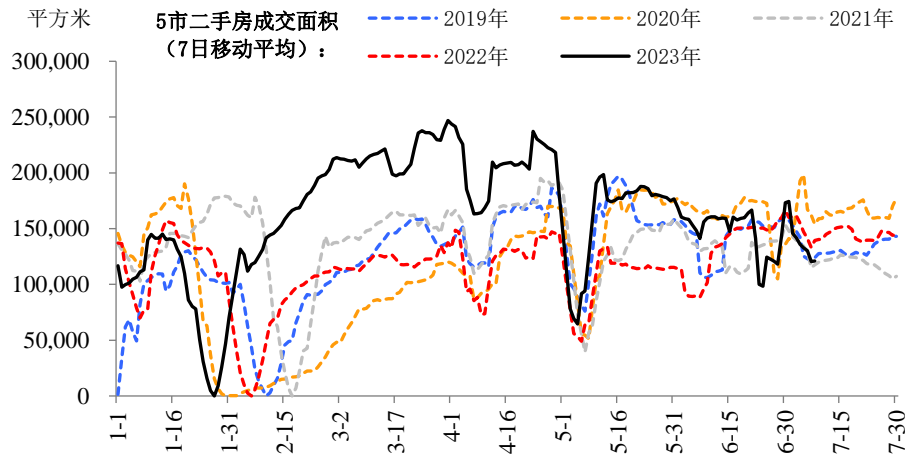
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图12：6月新房销售同比偏弱



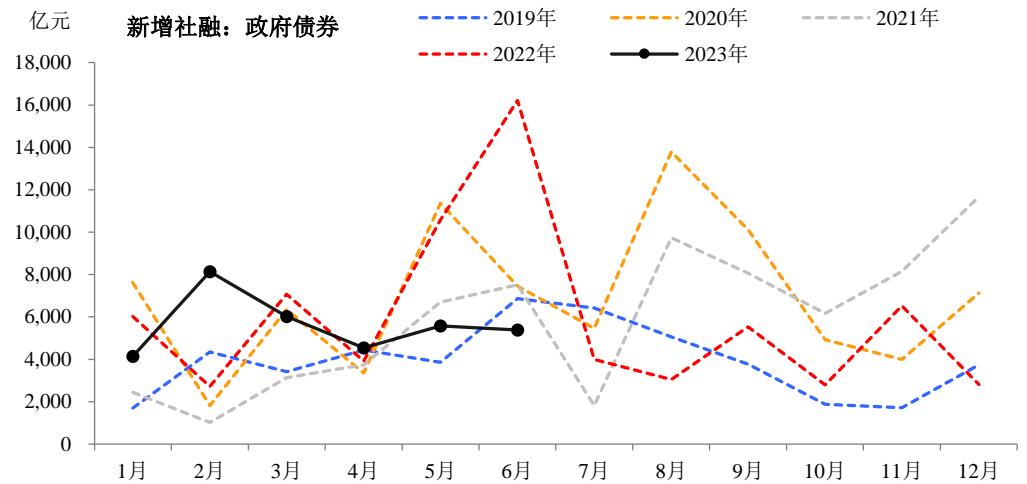
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图13: 6月二手房销售同比企稳



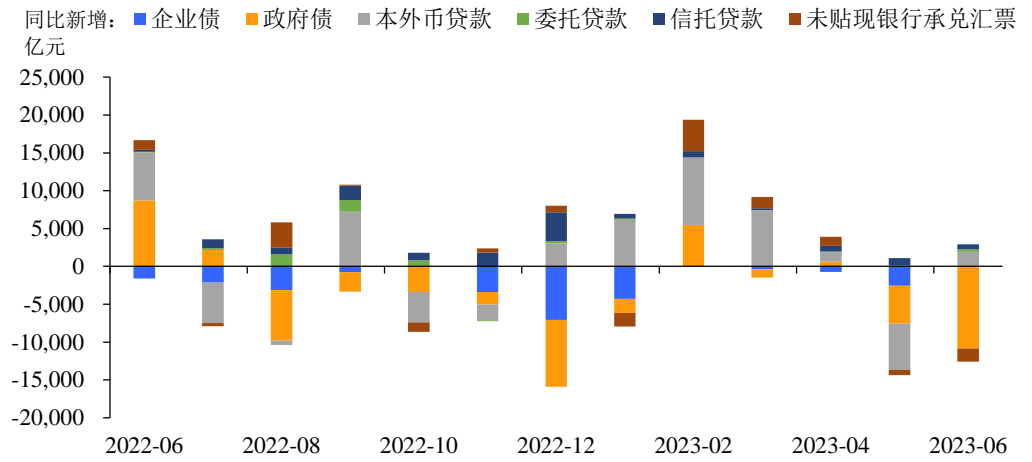
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 政府债发行节奏回归 2019 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 6月新增社融分项一览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 风险提示

政策出台超预期变化; 信贷投放超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>