

6月金融数据：总量较好，结构分化

核心观点

2023年6月信贷、社融、M2数据超预期较好，但M1增速仍大幅回落，体现信贷供给强劲，但实体部门需求仍有待修复，企业中长期贷款在去年较高基数的情况下，继续同比多增，但资本开支意愿相对不强的情况下，资金淤积金融体系的特征仍较为明显。在此情况下，金融数据对基本面的拉动效率或有折扣，我们预计下半年大概率仍有全面降准和降息发力，进一步稳增长保就业；此外，结构性政策工具将继续发力，解决经济结构性问题。下半年，资金淤积短期或难大幅缓解+经济回落有所承压+降准降息概率较大相叠加，我们继续看下半年总体债牛行情。

□ 6月信贷新增3.05万亿，信贷大幅超预期

2023年6月，人民币贷款新增3.05万亿，同比多增约2400亿元，高于我们预测的2.2万亿及wind一致预期的2.38万亿。6月信贷增速较前值回落0.1个百分点至11.3%。

6月信贷结构同样较好，企业端、居民端均实现同比多增。6月企业贷款增加2.28万亿，同比多增约687亿元，其中，短期贷款增加7449亿元，中长期贷款增加1.59万亿，票据融资减少821亿元，同比变动分别约+543、+1436、-1617亿元。

企业中长期贷款在去年较高基数下，仍保持同比多增，体现信贷结构强劲，我们认为主要受政策驱动。方向上，基建、制造业（尤其是科创、绿色）、普惠小微等领域是主要投向，地产为边际增量。对于基建，我们认为去年大量重大项目集中开工、加速推进，今年进入施工阶段，对资金的需求量保持稳健；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源是侧重点，6月26日，国家发展改革委财金司组织召开扩大制造业中长期贷款投放现场会，会议要求扎实推动金融支持制造业发展提质增效；对于房地产，2022年末地产金融政策转向，提出“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”，今年7月10日，监管部门将金融支持房地产市场平稳健康发展的有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日，政策延续的环境下，预计地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。

另外，我们认为在利率下行、净息差回落的大环境下，银行倾向于增加企业中长期贷款投放，一方面符合政策引导思路，另一方面也可获得更高的利息收入。6月票据融资同比少增主因到期量相对较大。

6月住户贷款增加9639亿元，同比多增约1157亿元，其中，短期、中长期贷款分别增加4914、4630亿元，同比分别多增约632和463亿元，6月居民消费活动受假期推动，短期贷款同比改善；6月居民中长期贷款表现超预期，与6月30城商品房成交的高频数据出现背离，我们认为在半年末银行存在冲量诉求、及在稳增长背景下，信贷数据或有前置，按揭贷可能存在提前放款的情况，推高6月数据。

6月非银贷款减少1962亿元，同比多减约306亿元，相对符合季节性。

□ 6月社融新增4.22万亿，虽同比少增，但数据超市场预期

6月社会融资规模增量为4.22万亿（同比大幅少增约9726万亿），高于我们预期的3.39万亿和wind一致预期的3.22万亿。6月社融增速较前值回落0.5个百分点至9%。

结构上，6月同比少增主要来自政府债券和未贴现银行承兑汇票。6月政府债券增加5388亿元，同比少增约1.08万亿，由于去年专项债有6月底发完、8月底用完的进度安排，去年6月社融的政府债券项目增加1.62万亿形成高基数，对今年形成同比压力。进一步，这也意味着今年下半年同比角度，该项目将有多增，对社融形成结构性支撑。我们估算，若按今年年初的财政预算数据，今年下半年社融政府债券项目将较去年同期多增约1.8万亿。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 《6月通胀解读：工业品价格较低》2023.07.10
- 《6月外储：国际收支状况再度趋稳》2023.07.09
- 《短期韧性仍存，关注信用收缩——6月美联储非农数据传递的信号》2023.07.08

6月末贴现银行承兑汇票减少692亿元，同比多减1758亿元，6月经济基本面活跃度仍然不高，且票据到期量较大，使得数据回落。

6月社融较市场预期更高，超预期的项目同样是信贷，社融口径人民币贷款增加约3.24万亿元，较人民币贷款口径信贷多约1865亿元，主要源自非银贷款的影响。除信贷外，社融中实现同比多增的项目还有：

6月信托贷款减少153亿元，同比少减675亿元，委托贷款减少57亿元，同比少减323亿元。信托贷款主要受地产金融政策影响，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，当前金融机构继续积极落实，支撑信托贷款数据，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的；委托贷款走势稳健，边际增量或来自公积金贷款。

直接融资也均略有改善，6月股票融资增加701亿元，同比多增约112亿元。6月企业债券增加2360亿元，同比多增约16亿元，当前信用债收益率维持低位，企业对信用债融资的需求有所提升，数据较5月环比改善明显。

□ M2增速有所回落但数据超预期，居民超额储蓄继续积累

6月末，M2增速下行0.3个百分点至11.3%，高于我们的预测值10.8%和wind一致预期的11.2%，数据超预期较高同样受信贷的支撑，展望后续，由于去年7月基数走高，或使得数据同比回落幅度加大，我们预计至年底数据将波动下行，年末降至10.6%，较2022年末的11.8%和2023年4月的12.4%均有明显回落，但仍明显高于GDP实际增速+CPI增速。总体看，预计年内M2的下行速度将是较为缓慢的，财政支出保持韧性、居民超额储蓄难以有效释放是主要原因。

6月人民币存款增加3.71万亿，同比少增约1.12万亿。其中，住户存款增加2.67万亿，同比多增约1997亿元；非金融企业存款增加2.06万亿，同比少增约8709亿元；财政性存款减少1.05万亿，同比多减约6129亿元；非银行业金融机构存款减少3320亿元，同比少减约2195亿元。结构上看，仍是居民部门同比增加存款。

我们想继续提示居民超额储蓄仍在继续积累，预计未来较难大量释放至消费、购房。结合6月居民存款数据，我们估算2020年-2023年6月我国居民超额储蓄体量已增长至7.38万亿，相较上月继续增加约7700亿元，相比去年末则已大幅增加了2.53万亿。当然，6月存在季节因素扰动，即银行往往倾向于在6月将到期的理财资金吸收为存款，以实现半年末冲量，这部分资金在7月将再次大量流回理财市场，即7月居民储蓄数据或有季节性下行。但从数据总体特征看，仍体现出即使疫情因素消退，居民仍在积累超额储蓄，这符合我们此前的判断。我们认为，经济结构转型升级是导致居民对未来收入预期悲观的根本性原因，疫情在一定程度上掩盖了其影响，也因此居民超额储蓄的释放将是一个较为缓慢的过程。

6月末M1增速较前值大幅下行1.6个百分点至3.1%，与我们的预测值较为一致。地产销售低迷、居民消费活跃度分化，去年基数走高是主要影响因素。M1的主要影响因素是企业活期存款，其与消费类相关行业的现金流直接关联，由于我们判断居民消费、购房活动修复是渐进的，幅度可能相对较弱，预计M1增速年内后续大概率波动上行，但速度较为缓慢。

6月末M0同比增速9.8%，较前值小幅上行0.2个百分点，主要受去年基数走高影响，当前位置仍然较高，这与2020年、2022年表现相似，体现经济修复的结构性失衡，三四线城市及农村地区经济改善略弱，导致持币需求增加。

□ 目前金融数据仍呈现资金淤积特征，仍看好下半年总体债市表现

6月信贷、社融、M2数据超预期较好，但M1增速仍大幅回落，体现信贷供给强劲，但实体部门需求仍有待修复，企业中长期贷款在去年较高基数的情况下，继续同比多增，但资本开支意愿相对不强的情况下，资金淤积金融体系的特征仍较为明显。在此情况下，金融数据对基本面的拉动效率或有折扣，我们预计下半年大概率仍有全面降准和降息发力，进一步稳增长保就业；此外，预计结构性政策工具将继续发力，解决经济结构性问题；政策性金融工具也将择机使用，发挥“准财政”功能。下半年，资金淤积短期或难大幅缓解+经济回落有所承压+降准降息概率较大相叠加，我们继续看下半年总体债市行情。

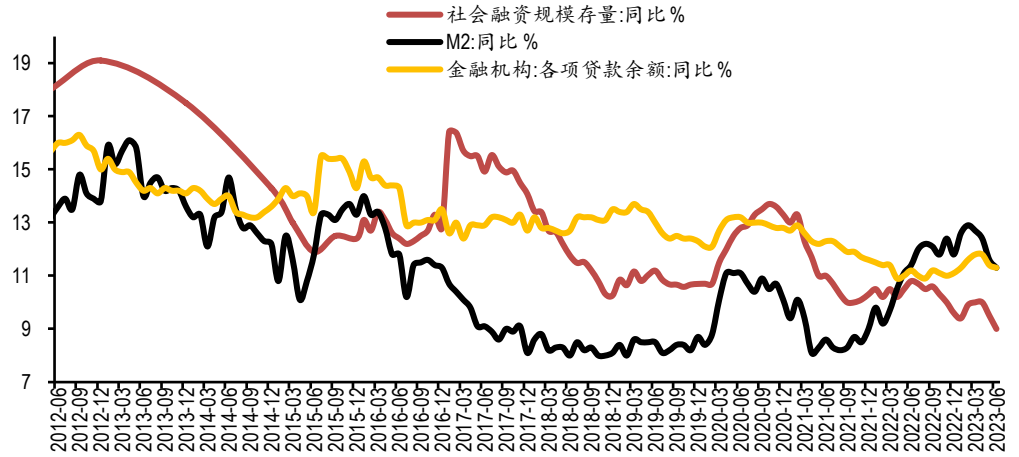
对于金融数据后续走势，虽然总量性宽松仍可期待，但我们预计下半年信贷增量或是同比少增的，信贷增速也将是逐步小幅回落的趋势，预计年末降至10.5%，

较 2022 年末回落 0.6 个百分点。社融和 M2 增速下半年主要受基数因素影响，将分别震荡上行和下行，走势分化。

□ **风险提示**

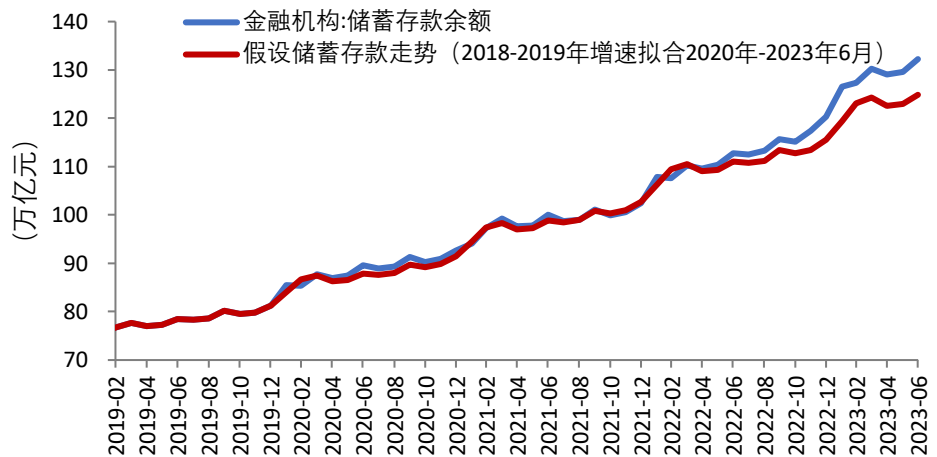
企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 居民超额储蓄持续积累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>