

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师: 杨欣 (分析师)

联系方式: 0871-63577091

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

6月金融数据的两个主要特征

报告摘要

6月末社会融资规模存量为365.45万亿元,同比增长9%,比上月下滑0.5个百分点。增量为4.22万亿元,比上年同期少9859亿元。其中,政府债券是主要拖累项,6月新增5388亿元,同比少增1.08万亿元;对实体经济发放的人民币贷款是主要贡献项,6月新增3.24万亿元,同比多增1825亿元。

政府债券净融资同比少增在市场预期之内,主要与政府债发行错位有关。去年6月地方新增专项债发行规模达1.37万亿元,而根据万得统计,今年6月的发行规模仅4038亿元,比上年同期少9686亿元。

人民币贷款同比多增是这次数据的亮点。信贷口径下6月人民币贷款新增3.05万亿元,同比多增2400亿元,也高于市场预期的2.38万亿元。

我们认为有五个原因:

一是从历史数据来看,降息往往会带动一波贷款增量。

二是高频数据覆盖面不高,并不能完全体现经济的整体运行情况。

三是受端午假期及暑期旅游旺季的双重推动,居民借入短贷为即将到来的出行做准备。

四是政府专项债持续落地带动配套融资增加,新兴产业投资扩产需求以及制造业智能化绿色化转型需求继续带动借贷需求增加。

五是年中信贷考核压力推动银行加大信贷投放力度,比如银行会将5月的部分房贷挪到6月发放冲业绩。政策也强调加大特定领域的信贷投放力度。

流动性方面,6月末,广义货币(M2)余额同比增长11.3%,增速分别比上月末和上年同期低0.3个和0.1个百分点;狭义货币(M1)余额同比增长3.1%,增速分别比上月末和上年同期低1.6个和2.7个百分点;“M2-M1”剪刀差扩大至8.2%。

M1同比增速降低一方面是因为低基数效应减弱,翘尾因素较上月回落4.5个百分点,另一方面则是因为资金活化的速度还是偏慢。M2同比增速降低还是有着去年同期留抵退税抬高基数的原因。

最后进行一个总结,本次好于预期的社融增速和金融数据说明市场融资需求有所改善,“宽货币”政策初见成效,有助于提振市场信心。不过,考虑到“M2-M1”剪刀差仍处于历史较高水平,7月居民中长期贷款相关的高频数据仍然较弱(7月前10天30大中城市商品房日均成交面积同比下滑29.7%),宽货币到宽信用的传导路径仍不够通畅,信贷数据特别是居民部门信贷增量的可持续性有待增强,后续仍需财政政策、产业政策和货币政策协同发力,进一步提高货币政策传导效率。

相关研究

6月PMI小幅企稳

2023.06.30

如何看待5月经济数据

2023.06.15

5月金融数据的四个特点

2023.06.13

5月PMI缘何下行?

2023.05.31

4月经济数据的六个特点

2023.05.16

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

国内疫情反复、国内政策稳增长力度不及预期、海外经济放缓超预期

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com

(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-07-12

未经红塔证券许可

任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1. 社融结构一览 | 4 |
| 图 2. 降息推动居民增加贷款规模 | 5 |

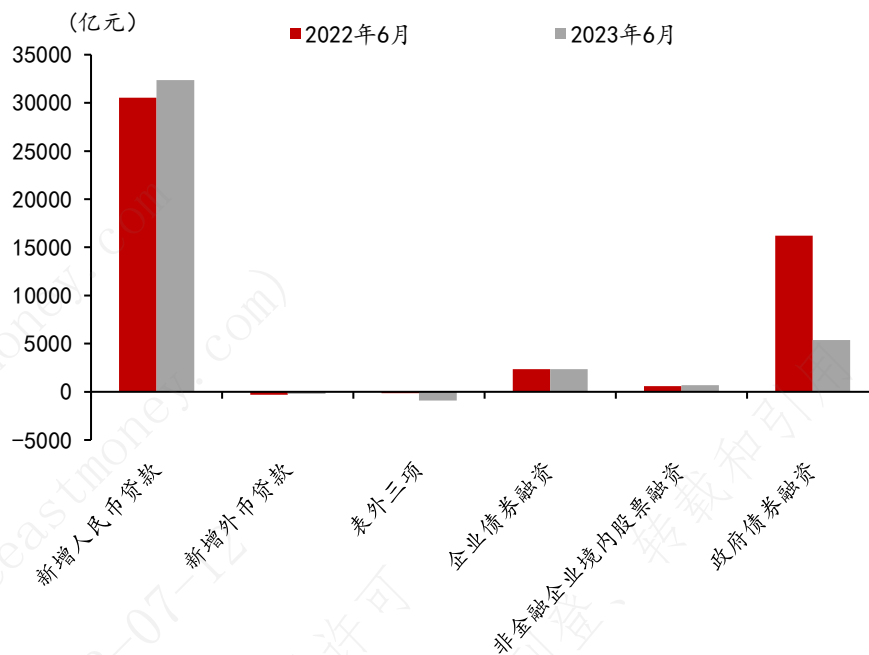
表目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)
2023-07-12
未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

6月末社会融资规模存量为365.45万亿元，同比增长9%，比上月下滑0.5个百分点。增量为4.22万亿元，比上年同期少9859亿元。其中，政府债券是主要拖累项，6月新增5388亿元，同比少增1.08万亿元；对实体经济发放的人民币贷款是主要贡献项，6月新增3.24万亿元，同比多增1825亿元。

图 1. 社融结构一览



资料来源：wind，红塔证券

政府债券净融资同比少增在市场预期之内，主要与政府债发行错位有关。去年6月地方新增专项债发行规模达1.37万亿元，而根据万得统计，今年6月的发行规模仅4038亿元，比上年同期少9686亿元。

今年专项债的发行节奏较去年明显偏慢，上半年新增专项债发行规模占全年新增限额比例为60.5%，远低于去年93.3%的比例。不过这也意味着下半年专项债发行速度会加快，叠加基数效应的消退，后续政府债券净融资对社融的支撑或较二季度有所增强。

人民币贷款同比多增是这次数据的亮点。信贷口径下6月人民币贷款新增3.05万亿元，同比多增2400亿元，也高于市场预期的2.38万亿元。

市场预期值偏低主要是有三个原因：

一是去年形成了高基数效应，去年同期在货币信贷形式分析会强调以适度的信贷增长支持经济高质量发展、地方政府专项债大规模发行带动配套融资增加，以及疫情对经济的扰动逐步消退的合力推动下，新增人民币信贷创下了历史同期最高值。

二是高频数据表征的居民信贷需求偏弱。与中长期贷款高度相关的房屋成交数据走弱，6月30大中城市新建商品房日均成交面积同比下滑32%（5月为+24.6%），12城二手房成交面积同比涨幅由上月的62.2%大幅收窄至

6.5%；与短期贷款相关的旅游消费、耐用品消费数据也不太理想，6月乘用车零售同比下降2.6%¹，端午旅游人均消费仅恢复至2019年同期的94.9%²。

三是6月下旬票据融资利率出现的断崖式下跌也指向实体经济融资需求偏弱。

但是，实际数据表现得比较亮眼。

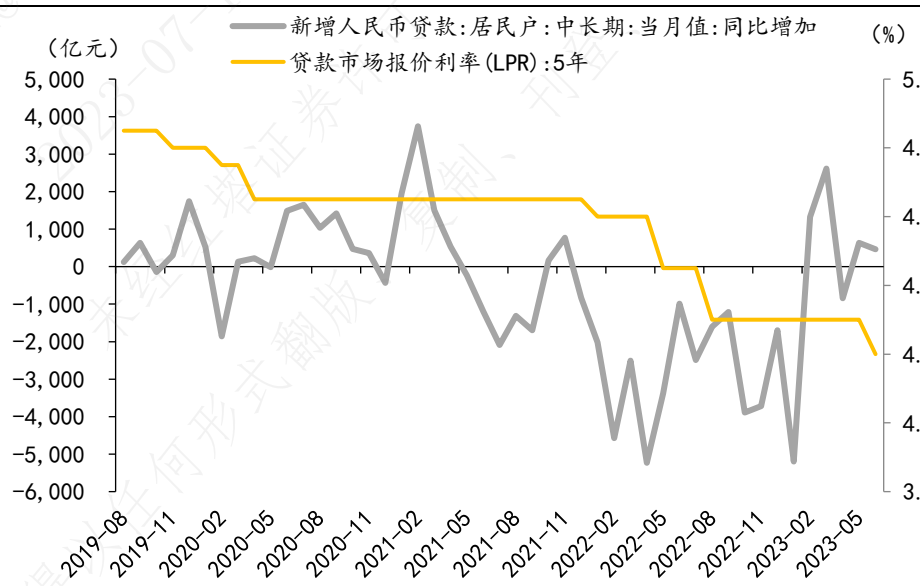
分项来看，居民户贷款增加9639亿元，同比多增1157亿元，其中，短期贷款增加4914亿元，同比多增632亿元，中长期贷款增加4630亿元，同比多增463亿元。

企业部门贷款增加2.28万亿元，同比多增687亿元，其中，短期贷款增加7449亿元，同比多增543亿元；中长期贷款增加1.59万亿元，同比多增1436亿元；票据融资减少821亿元，同比多减1617亿元。

我们认为有五个原因：

一是从历史数据来看，降息往往会带动一波贷款增量。6月13日7天逆回购利率调降10个基点，6月15日1年期MLF调降10个基点，后续1年期和5年期的LPR都分别调降了10个基点，融资成本降低一定程度上刺激了实体经济的借贷需求。以居民部门为例，从历史情况来看，降息周期开始后，居民中长期贷款增量往往会有所好转。

图 2. 降息推动居民增加贷款规模



资料来源：wind，红塔证券

二是高频数据覆盖面不高，并不能完全体现经济的整体运行情况。

居民部门以新房成交为例，1-5月30大中城市商品房成交面积之和为6260万平方米，占全国商品房成交面积4.6亿平方米的比例仅为13.5%。2019年11月30大中城市商品房日均成交面积同比由10月的+5.1%转为-5.5%，但当月居民贷款同比增加了298亿元（10月增量为-143亿元）。

¹ 数据来源：<http://www.cpcauto.com/newslist.php?types=csjd&id=3167>

² 数据来源：https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202306/content_6888052.htm

企业部门，从 PMI 数据来看，6 月非制造业商务活动指数为 53.2%，服务业商务活动指数为 52.8%，依旧位于扩张区间，服务业景气度还是偏高的。制造业 PMI 指数也低位企稳回升，生产和新订单数据都有了小幅改善，经济的景气度已经有了回温。

三是受端午假期及暑期旅游旺季的双重推动，居民借入短贷为即将到来的出行做准备。携程数据显示，暑运（7 月）前 5 天国内机场旅客量近 900 万人次，较 2019 年同期增长 14%³。国铁集团统计显示，7 月前 10 天，全国铁路旅客发送量较 2019 年同期增长 16%⁴。万得数据显示，6 月国内航班执行架次同比增长 41.77%，较 2021 年增长 17.43%，港澳台+国际航班执行架次更是远超过去两年。

四是政府专项债持续落地带动配套融资增加，新兴产业投资扩产需求以及制造业智能化绿色化转型需求继续带动借贷需求增加。今年 5 月高技术产业投资累计同比增长 12.8%，便利的融资政策和低廉的融资成本推动高技术企业投资扩产。

五是年中信贷考核压力推动银行加大信贷投放力度，比如银行会将 5 月的部分房贷挪到 6 月发放冲业绩。政策也强调加大特定领域的信贷投放力度，比如 6 月 16 日发布的《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》中提到“要强化精准滴灌和正向激励，加大货币政策工具支持力度，加强财政金融政策协同，形成金融支农综合体系”。再比如 6 月 26 日发改委财金司组织召开扩大制造业中长期贷款投放现场会，引导各金融机构持续加大对制造业支持力度。

再来看社融的其他分项。6 月委托贷款、信托贷款分别减少 57 和 153 亿元，同比分别增加 323 和 675 亿元，主要是由于压降力度持续减轻，以及多地公积金贷款政策放松为委托贷款贡献了一定增量。未贴现银行承兑汇票减少 692 亿元，同比多减 1758 亿元，低利率使得企业将开票需求转向低成本贷款。

企业债券融资新增 2360 亿元，同比多增 14 亿元，非金融企业境内股票融资新增 701 亿元，同比多增 112 亿元，企业直接融资情况也得到了改善。

流动性方面，6 月末，广义货币(M2)余额同比增长 11.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.1 个百分点；狭义货币(M1)余额同比增长 3.1%，增速分别比上月末和上年同期低 1.6 个和 2.7 个百分点；“M2-M1”剪刀差扩大至 8.2%。

M1 同比增速降低一方面是因为低基数效应减弱，翘尾因素较上月回落 4.5 个百分点，另一方面则是因为资金活化的速度还是偏慢，比如 6 月居民存款新增 2.67 万亿元，同比多增 1997 亿元，居民部门虽然增多了借款，但

³ 数据来源：<https://m.bjnews.com.cn/detail/1688723630169394.html>

⁴ 数据来源：https://m.gmw.cn/2023-07/11/content_1303436338.htm

由于优质投资机会少，暂时可能还是存放在银行。M2 同比增速降低还是有着去年同期留抵退税抬高基数的原因。

最后进行一个总结，本次好于预期的社融增速和金融数据说明市场融资需求有所改善，“宽货币”政策初见成效，有助于提振市场信心。不过，考虑到“M2-M1”剪刀差仍处于历史较高水平，7 月居民中长期贷款相关的高频数据仍然较弱（7 月前 10 天 30 大中城市商品房日均成交面积同比下滑 29.7%），宽货币到宽信用的传导路径仍不够通畅，信贷数据特别是居民部门信贷增量的可持续性有待增强，后续仍需财政政策、产业政策和货币政策协同发力，进一步提高货币政策传导效率。

研究团队首席分析师

| | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 宏观总量组 | 消费组 | 生物医药组 | 智能制造组 | 高新技术组 |
| 李奇霖 021-61634272 | 黄瑞云 010-66220148 | 代新宇 0871-63577083 | 王雪萌 0871-63577003 | 肖立戎 0871-63577083 |
| 新材料新能源 | 汽车 | 质控风控 | 合规 | |
| 唐贵云 0871-63577091 | 宋辛南 0871-63577091 | 李雯婧 0871-63577003 | 周明 0871-63577083 | |

公司声明:

本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明:

本报告仅供红塔证券股份有限公司(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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规,本公司力求但不能担保其准确性或完整性,也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动,以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下,本公司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或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突,投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险,投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考,不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要,投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前,如有需要,投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外,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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发,则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。