

## 企业贷款边际修复

### ——2023 年 6 月金融数据点评

6 月我国新增社融 4.22 万亿（预期 3.22 万亿），较去年同期少增 9,859 亿；新增人民币贷款 3.05 万亿（预期 2.38 万亿），较去年同期多增 2,296 亿；M2 同比增长 11.3%（预期 11.2%）。

#### 一、信贷：企业贷款意外修复，居民提前还贷缓解

6 月信贷增长超预期修复，或源于季节性因素和政策边际调整。一方面，6 月是金融机构和地方政府指标考核的关键时间点，存在季末冲量需求，近五年当月人民币贷款平均同比多增 2,540 亿，与今年基本持平。另一方面，6 月货币政策边际宽松，央行降息 10bp，对信贷增长形成支撑。

6 月非金融企业贷款新增 22,803 亿，同比多增 687 亿，环比多增 14,245 亿。其中，中长贷当月新增 15,933 亿，同比多增 1,436 亿；短贷新增 7,449 亿，同比多增 543 亿。表内信贷增长对票据融资形成挤出，票据贴现出现量价齐跌的局面，指向信贷需求总体仍然低迷。从量上看，6 月票据净融资量减少 821，同比多减 1,617 亿；从价上看，国股行半年直贴利率未出现往年的翘尾特征，利率中枢仅为 1.85%，明显低于往年。

房地产市场末端销售降幅有所扩大，但提前还贷趋势继续缓解，叠加低基数，居民贷款同比实现小幅多增。6 月居民贷款新增 9,639 亿，同比多增 1,157 亿。中长贷方面，30 大中城市商品房成交面积两年平均收缩幅度扩大 4.3pct 至 21.2%，中长贷新增 4,630 亿，低于近五年均

值约 400 亿。短贷方面，居民消费受端午假期和 618 促销活动提振，短贷新增 4,914 亿，超过近五年均值 3,200 亿。

## 二、社融：政府债发行缓慢拖累社融

6 月新增社融 4.22 万亿，尽管高于市场预期（3.22 万亿），但较去年同期少增 9,859 亿，社融存量同比增速也继续下降 0.5pct 至 9.0%。从结构上看，政府债和未贴现票据是主要拖累项。

一是金融支持房地产市场平稳健康发展的政策思路下，信托贷款同比改善，但受未贴现汇票拖累，非标融资整体同比收缩。非标融资当月减少 902 亿，同比多减 760 亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少 692 亿，同比多减 1,758 亿；信托贷款减少 153 亿，同比少减 675 亿；委托贷款减少 57 亿，同比少减 323 亿。近期金融支持房地产的相关政策得以延期到 2024 年 12 月 31 日，将对未来非标融资形成一定支撑。

二是政府债融资节奏仍然偏慢，受去年同期高基数影响，继续拖累社融增速。6 月新增政府债融资 5,388 亿，同比少增 10,828 亿，环比少增 183 亿。尽管 6 月中旬各地已下达第二批地方债额度，但发行速度并未如期加快，预计 7、8 月发行量将大幅上升。

三是企业债利率中枢环比继续下滑约 10bp，反映弱需求下，政策利率下调继续带动企业“降成本”。6 月企业债券融资增加 2,360 亿，同比多增 14 亿，环比多增 4,535 亿。

## 三、货币：M2 增速继续回落

企业存款少增拖累 M2 同比增速下降 0.3pct 至 11.3%。尽管商业银行继续调降存款利率，但季末回表压力下，理财新增速度放缓，叠加房

地产表现不佳，居民存款新增 26,736 亿，同比仍多增 1,997 亿。另一方面，企业应收账款回收期拉长、M1 增速回落，反映企业现金流承压，企业存款增加 20,601 亿，同比少增 8,647 亿。另外，由于上半年政府债融资进度偏慢，财政存款减少 1.0 万亿，同比多减 6,129 亿。

广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅扩大 0.2pct 至 2.3pct，商业银行“资产荒”延续。受经济活跃度不足影响，M2-M1 剪刀差持续处在高位。6 月 M2-M1 剪刀差为 8.2%，环比扩大 1.3pct，仍高于近五年均值 4pct。

#### 四、债市影响：债券收益率窄幅震荡

6 月以来，物价数据持续探底引发市场担忧，而本次信贷和社融的温和放量则释放出积极信号，提振三季度经济企稳好转信心。社融数据公布后，当日债券市场呈现窄幅震荡格局，市场对经济修复进度持续博弈，未形成一致方向。流动性方面，跨过二季末资金面持续宽松，DR001 及 DR007 围绕 1.10% 和 1.75% 中枢震荡，较上月继续下行 20bp 和 5bp。利率债关键期限利率方面，国债各期收益率较上月末小幅下行 0.5bp，国开债各期收益率较上月末下行 1-4bp，其中 10 年期国债及国开分别报于 2.64% 与 2.76%；同业存单方面，1 年期同业存单自月初 2.32% 下至 2.30% 水平。

从市场预期上看，6 月金融数据超预期表现对债券市场收益率影响总体有限，市场对于此信号仍保持谨慎及观望态度，有待 7 月数据给予印证。债券市场短端收益率水平或伴随资金利率下行持续探底，而长端利率的方向性变化仍需等待更为明确的政策信号，趋势上看利率走势易下难上的格局仍未发生转变。

#### 五、前瞻：信贷修复可持续性有待观察

总体而言，6 月金融数据表现超出预期，同时受到季节性因素和支持性货币政策的支撑。信贷需求是否内生型修复仍然有待观察。

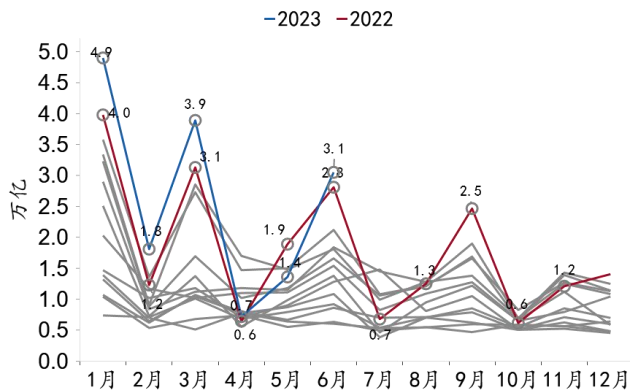
前瞻地看，下半年宏观政策将继续加力提效，有望驱动广义流动性盈余趋于收敛。一方面，信贷合理增长叠加政府债券发行提速，三季度社融或回升至 9.7%，四季度若财政加力，全年社融增速有望提升至 10% 以上；另一方面，货币政策和财政政策发挥合力，有助于恢复信心、提振预期，将缓解甚至逆转各部门收缩行为，私人部门资金运用或加快，储蓄有所回落，带动 M2 增速下滑。

(作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐)

## 附录

图 1：6 月信贷超预期新增 3.1 万亿

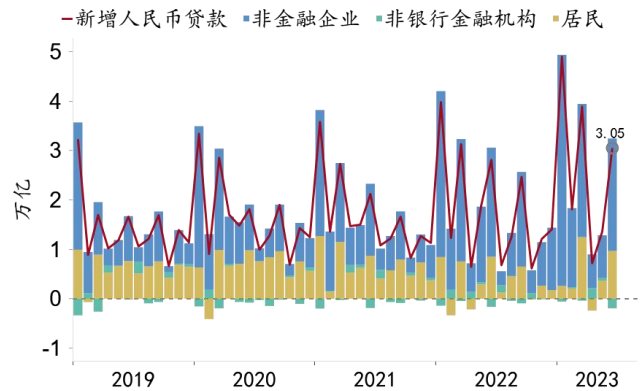
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：企业和居民贷款均同比多增

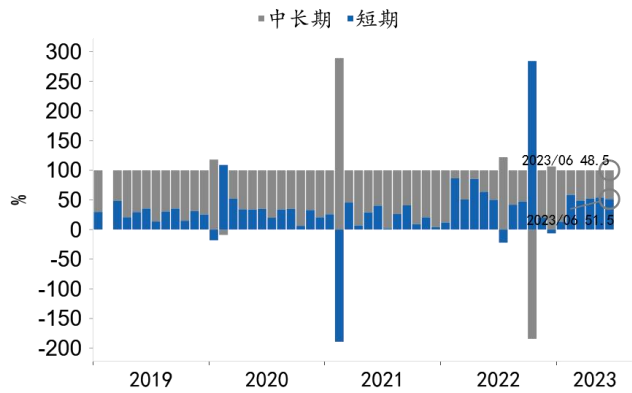
新增人民币贷款及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比

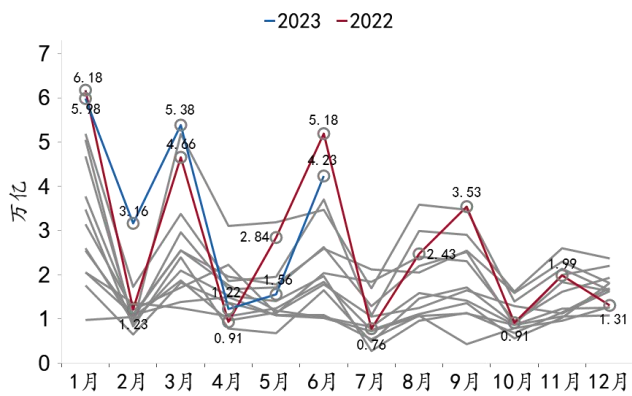
新增居民部门贷款构成



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 5: 6 月新增社融高于预期, 但同比仍然少增

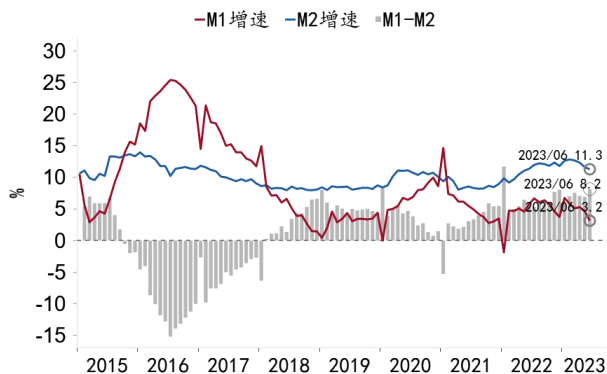
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 6 月 M2-M1 扩张至 8.2%

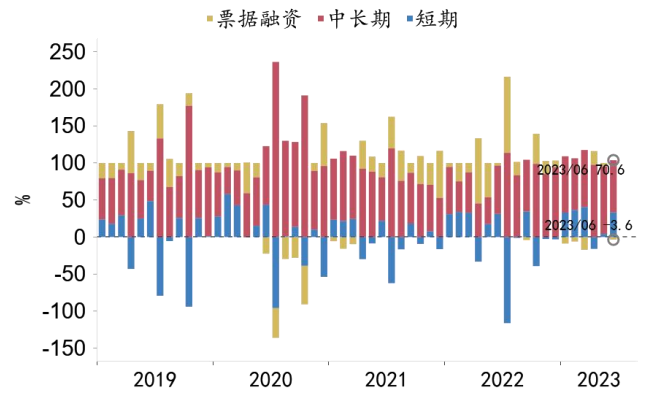
中国 M2-M1 增速剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比

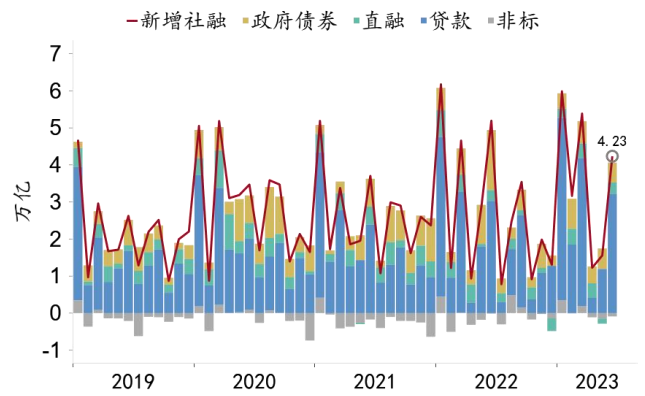
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 政府债和未贴现票据拖累社融

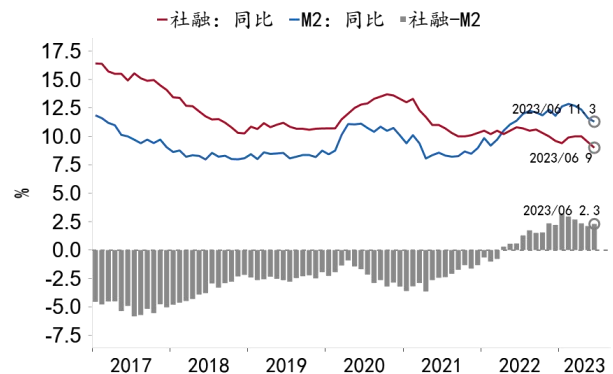
新增社融及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余扩张至 2.3pct

社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院