

2023年07月11日

货币投资热，财政步调稳

事件点评

金融数据速评（2023.6）

投资要点

- ◆ **信贷重回多增，企业中长贷热度提升，居民信贷趋近见底。**6月新增信贷3.05万亿，在去年高基数基础上，同比进一步多增2466亿，时隔两个月重回信贷多增通道。三点特征：1）企业中长贷再度明显升温，指向基建投资稳定就业、制造业投资拉动现代产业体系建设两大投资领域受到强劲融资保障，企业中长贷当月新增高达1.59万亿，同比高基数基础上仍多增达1436亿。2）居民部门新增信贷同比企稳小幅多增，显示地产需求日渐接近底部，居民户6月新增信贷9639亿，同比小幅多增1157亿，在去年上半年居民信贷连续大幅下滑之后，呈现边际趋于见底的地产需求趋势，但需注意，当月居民部门新增贷款中短期贷款（4914亿）占比超过中长贷（4630亿），居民贷款久期结构调整尚在进行中。
- ◆ **社融同比少增近万亿，凸显包括专项债在内广义财政相对稳健的融资步伐。**6月新增社融4.22万亿，在极高基数下同比少增达9726亿。其中政府债券大幅偏低，同比少增达1.08万亿。尽管去年同期强调专项债6月前全年额度发行完毕而导致了6月新增政府债券融资高达1.62万亿的极高基数，但即便剔除基数因素，上半年政府债券净融资规模合计也仅为3.38万亿，较年初预算计划也发行速度明显偏慢。在土地出让金收入仍连续大幅下降的背景下，政府债务融资并未如市场预期般明显加速，凸显当前广义财政事实上正在一个中长期视角中考虑问题。
- ◆ **财政存款大幅多减支撑M2好于预期，地产周期尚未见底M1增速偏低。**6月M2同比增速小幅下行0.3个百分点至11.3%，高基数背景下回落幅度小于预期，财政存款大幅多减对M2形成重要支持。当月财政存款同比多减达6129亿，一方面因政府债务融资速度偏慢，另一方面也显示6月可能形成了高于此前数月的稳增长性质的财政支出。财政政策加力提效可能已经主要体现在对存量财政资源的进一步运用之中，下半年债务融资扩容的空间或短期受限。居民户、企业存款同比分别多增2000亿和少增8709亿，居民部门持续小幅增加超额存款，企业部门利润下跌阶段存款多增较为困难。M1同比增长3.1%低于预期，地产交易二季度以来的再度探底过程对企业存款活化形成约束。
- ◆ **6月金融数据突出体现了货币信用热推升基建制造业投资、财政着眼长期扩张步调较稳的政策分化结构。**长期视角下，地产周期的调整是工业化城镇化布局倾斜的一轮系统性纠正，底部出现后或将迎来中长期稳定发展的新模式，经济政策并不急于增加短期一线城市刺激，以避免长期人口流动和地产需求区域结构的再度恶化。下半年财政政策短期激进扩张的必要性和可行性都不高，稳增长仍系于两条主线：高质量基建投资稳定就业和大众消费、以及先进制造业投资加快现代产业体系建设。财政短期约束明显的背景下，货币政策合理的中性偏松操作责无旁贷。维持下半年降准75BP、实施向1Y LPR和MLF利率倾斜的降息的预测不变，预计1Y LPR/MLF利率下半年下调20BP，5Y LPR下调10BP左右，以此促进中长贷扩张、稳定基建制造业投资，同时持续修复银行净息差。
- ◆ **风险提示：**内需恢复速度不及预期风险。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

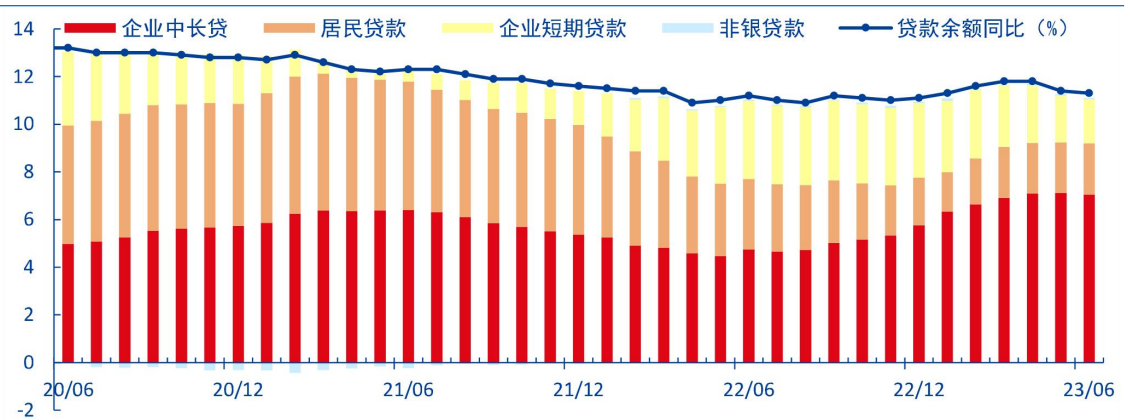
- CPI、PPI 简析（2023.6）-大众消费也由集中释放转为平稳增长 2023.7.10
- 华金宏观·双循环周报（第16期）-辨析美国劳动力市场，时薪是关键 2023.7.8
- 华金宏观·双循环周报（第15期）-对汇率多点信心、耐心和平常心 2023.7.2
- PMI、工业企业利润点评（2023.6）-去库存，行至半途还是刚刚开始？ 2023.6.30
- LPR 下调 10BP（2023.6）点评-促进基建投资与修复净息差并行不悖 2023.6.20



一、信贷重回多增，企业中长贷热度提升，居民信贷趋近见底。

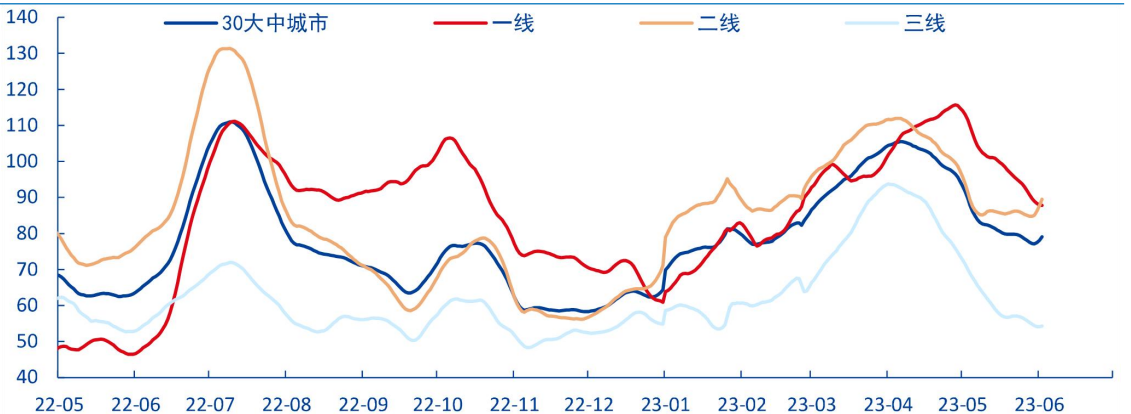
6月新增信贷3.05万亿，在去年因上海解封、企业集中恢复生产而造成的高基数基础上，同比进一步多增2466亿，时隔两个月重回信贷多增通道。结构上三点特征：1) 企业中长贷再度明显升温，指向基建投资稳定就业、制造业投资拉动现代产业体系建设两大投资领域受到强劲融资保障，企业中长贷当月新增高达1.59万亿，同比高基数基础上仍多增达1436亿，超历年同期均值8000亿以上。2) 居民部门新增信贷同比企稳小幅多增，显示地产需求日渐接近底部，居民户6月新增信贷9639亿，同比小幅多增1157亿，上半年月均同比多增1033亿，在去年上半年居民信贷连续大幅下滑之后，呈现边际趋于见底的地产需求趋势，但需注意，当月居民部门新增贷款中短期贷款(4914亿)占比超过中长贷(4630亿)，居民贷款久期结构调整尚在进行中。

图1：贷款余额同比及贡献结构(%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

图2：30大中城市及各线城市住宅销售面积与疫情前历年均值水平之比(%)



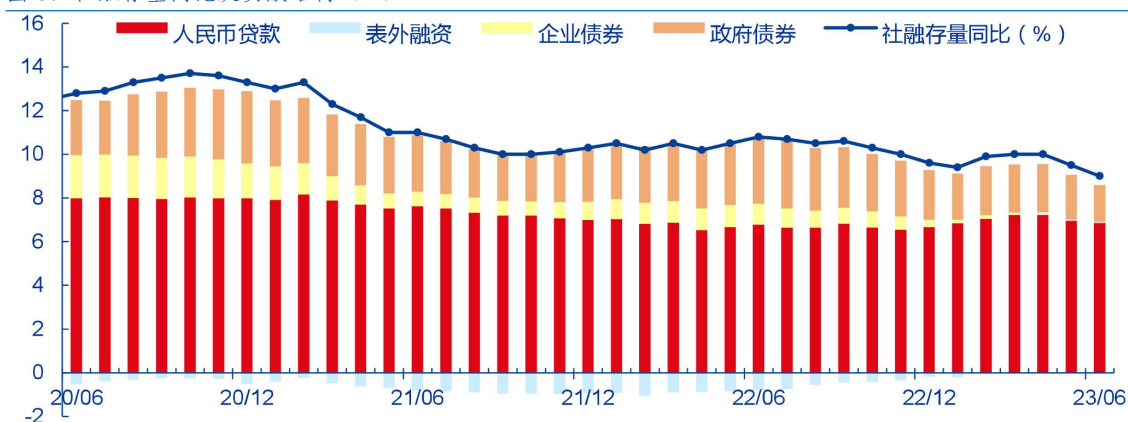
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、社融同比少增近万亿，凸显包括专项债在内广义财政相对稳健的融资步伐。

6月新增社融4.22万亿，在极高基数下同比少增达9726亿。其中对实体信贷同比小幅多增，表外三项融资仅同比小幅多减700多亿，企业债券同比几乎持平，政府债券大幅偏低，当月新增仅5388亿，同比少增达1.08万亿。尽管去年同期强调专项债6月前全年额度发行完毕而导致了6月新增政府债券融资高达1.62万亿的极高基数，但即便剔除基数因素，上半年政府债券

净融资规模合计也仅为 3.38 万亿，较 3.0% 预算赤字率和 3.8 万亿新增专项债的年初预算计划也发行速度明显偏慢。在土地出让金收入仍连续大幅下降的背景下，政府债务融资并未如市场预期般明显加速，凸显当前广义财政事实上正在一个中长期视角中考虑问题。

图 3：社融存量同比及贡献结构（%）

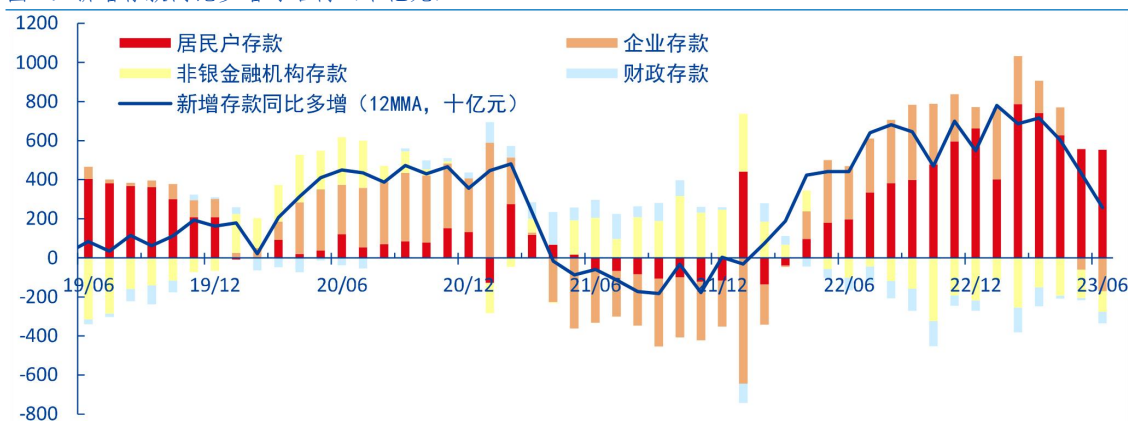


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、财政存款大幅多减支撑 M2 好于预期，地产周期尚未见底 M1 增速偏低。

6 月 M2 同比增速小幅下行 0.3 个百分点至 11.3%，高基数背景下回落幅度小于预期，财政存款大幅多减对 M2 形成重要支持。当月新增存款 3.71 万亿，同比少增 1.12 万亿，其中财政存款同比多减达 6129 亿，一方面因政府债务融资速度偏慢，另一方面也显示 6 月可能形成了高于此前数月的稳增长性质的财政支出。上半年财政存款已经同比多减 5186 亿，多减的幅度已经超过去年上半年，财政政策加力提效可能已经主要体现在对存量财政资源的进一步运用之中，下半年债务融资扩容的空间或短期受限。居民户、企业存款同比分别多增 2000 亿和少增 8709 亿，居民部门持续小幅增加超额存款，企业部门利润下跌阶段存款多增较为困难。此外非银金融机构存款同比多增 2195 亿，或显示小部分居民和企业存款向证券市场回流。M1 同比增长 3.1% 低于预期，地产交易二季度以来的再度探底过程对企业存款活化形成约束。

图 4：新增存款同比多增与结构（十亿元）

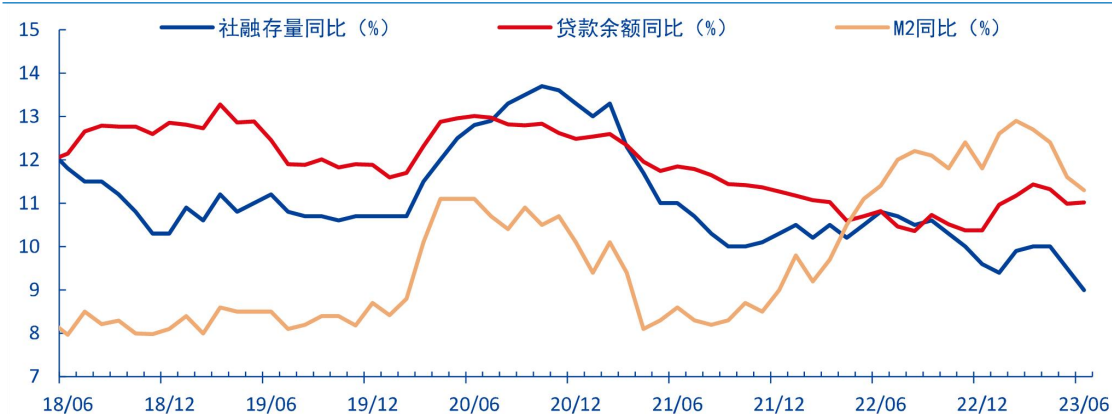


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、6 月金融数据突出体现了货币信用热推升基建制造业投资、财政着眼长期扩张步调较稳的政策分化结构。

长期视角下，地产周期的调整是工业化城镇化布局倾斜的一轮系统性纠正，底部出现后或将迎来中长期稳定发展的新模式，经济政策并不急于增加短期一线城市刺激，以避免长期人口流动和地产需求区域结构的再度恶化。下半年财政政策短期激进扩张的必要性和可行性都不高，稳增长仍系于两条主线：高质量基建投资稳定就业和大众消费、以及先进制造业投资加快现代产业体系建设。财政短期约束明显的背景下，货币政策合理的中性偏松操作责无旁贷。维持下半年降准 75BP、实施向 1Y LPR 和 MLF 利率倾斜的降息的预测不变，预计 1Y LPR/MLF 利率下半年下调 20BP，5Y LPR 下调 10BP 左右，以此促进中长贷扩张、稳定基建制造业投资，同时持续修复银行净息差。

图 5：社融存量同比、贷款余额同比、M2 同比 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：内需恢复速度不及预期风险。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn