

# 政策持续呵护，债市或重新定价修复预期

## ——2023年6月份金融数据点评

### 事件：

2023年7月11日，人民银行发布6月金融数据。6月M2余额287.3万亿元，同比增长11.3%，增速分别比上月末和上年同期回落0.3个和0.1个百分点。M1余额69.56万亿元，同比增长3.1%，增速分别比上月末和上年同期回落1.6个和2.7个百分点。6月末社会融资规模存量为365.45万亿元，同比增长9%，较5月的9.5%回落0.5个百分点。6月社会融资规模增量为4.22万亿元，比上月多2.67万亿元，比上年同期少9859亿元。6月对实体经济发放的人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增1825亿元。

### 事件点评

#### ➤ M2与M1双双回落，政策利率调降后资金利率维持低位波动

当前M2与M1剪刀差再度走阔，两者虽持续边际回落，但M1同比回落速度较快，主因与企业存款同比少增，地产销售再度边际走弱，资金活化率仍然较低有关。

#### ➤ 居民融资边际修复、短贷改善明显；企业端受稳增长加力创新高

6月居民短贷环比持续改善，受端午节假期效应对消费的提振以及资金过桥等因素导致。居民中长贷仍显疲软，同比虽略好于去年同期，但需考虑低基数效应，主要与6月地产销售持续疲软有关。6月企业信贷再度升温，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在稳增长等政策持续加力下再度强劲发力。

#### ➤ 社融同比增速回落，呈现信贷改善、直接融资拖累的结构化特征

6月末社会融资规模存量同比增长9%，较5月的9.5%回落0.5个百分点。其中，居民短贷与企业信贷表现超预期，企业信贷创历史同期新高，而政府债券受到去年超高基数影响成为拖累，整体社融数据略超预期。

#### ➤ 预计债市短期延续低位震荡，长期受政策影响或将重新定价经济预期

6月社融整体超市场的普遍预期。但进一步分析，我们对于居民短期融资的可持续性存疑，考虑到近期多项经济数据显示当前经济修复进程放缓，物价延续低位运行，反映终端需求仍不强，因此居民短期融资回升可能只是单月表现，并不具备可持续性。此外，6月份企业融资有所支撑，主要源自政策端发力，亟需政策进一步加力稳固。

近期债市进入震荡区间，表明市场对于经济持续走弱和政策出台都已经充分交易，债市短期内难逃震荡。但预计在未来稳增长政策逐步兑现后，市场对于经济复苏预期将有所修复，债市或将重新定价，出现利多出尽走势。后续来看，应重点关注7月中央政治局会议，若政策集中发力，市场抢跑定价修复预期，则可能带动收益率上行，随着政策的逐步落地未来利率中枢或将呈现缓慢的震荡上升态势。

#### ➤ 风险提示：政策宽松效果不及预期；地产出清风险导致地产供给端投资不及预期。

分析师：王宇鹏  
执业证书编号：S0590522020002  
邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖  
邮箱：wiiavina@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《通胀磨底，政策呵护呼之欲出 6月价格数据点评》2023.07.10
- 2、《汇率贬值影响有限，债市博弈宽信用预期》2023.07.09
- 3、《城投及产业利差本周有所收窄》2023.07.09

## 正文目录

1	事件 .....	3
2	事件点评 .....	3
2.1	M2 与 M1 双双回落，政策利率调降后资金利率维持低位波动 .....	3
2.2	居民融资边际修复、短贷改善明显；企业端受稳增长加力创新高 .....	4
2.3	社融同比增速回落，呈现信贷改善、直接融资拖累的结构化特征 .....	6
2.4	预计债市短期延续低位震荡，长期受政策影响或将重新定价经济预期 .....	7
3	风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1:	6 月 M2 同比与 M1 同比剪刀差再度走扩 (%) .....	4
图表 2:	社融与 M2 增速差持续收窄但双双下行 (%) .....	4
图表 3:	6 月市场利率中枢伴随政策利率再度下移 (%) .....	4
图表 4:	6 月流动性维持宽松态势 (%) .....	4
图表 5:	6 月居民新增融资边际改善明显 (亿元) .....	5
图表 6:	6 月地产销售仍弱于季节性 (万平方米) .....	5
图表 7:	6 月汽车销售对于信贷的拉动减弱 (%) .....	5
图表 8:	稳增长政策下，企业融资再度发力 (亿元) .....	5
图表 9:	6 月社融增速再回落，呈现信贷改善、直接融资拖累的结构化特征 (亿元) .....	6
图表 10:	剔除政府债和企业债后，社融存量同比回落趋势明显减缓 (%) .....	7

## 1 事件

2023年7月11日，人民银行发布6月金融数据。6月M2余额287.3万亿元，同比增长11.3%，增速分别比上月末和上年同期回落0.3个和0.1个百分点。M1余额69.56万亿元，同比增长3.1%，增速分别比上月末和上年同期回落1.6个和2.7个百分点。6月末社会融资规模存量为365.45万亿元，同比增长9%，较5月的9.5%回落0.5个百分点。6月社会融资规模增量为4.22万亿元，比上月多2.67万亿元，比上年同期少9859亿元。6月对实体经济发放的人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增1825亿元。

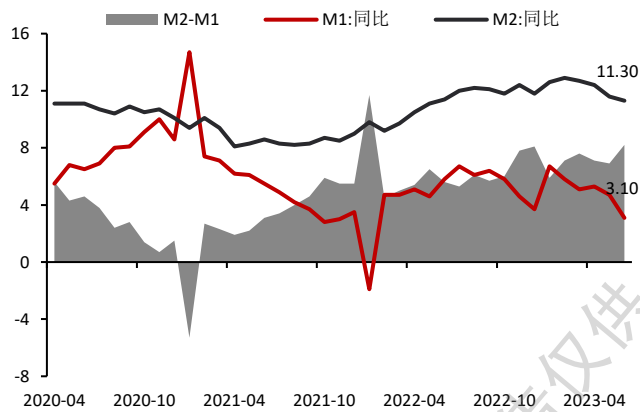
## 2 事件点评

### 2.1 M2与M1双双回落，政策利率调降后资金利率维持低位波动

6月M2余额287.3万亿元，同比增长11.3%，增速分别比上月末和上年同期回落0.3个和0.1个百分点。M1余额69.56万亿元，同比增长3.1%，增速分别比上月末和上年同期回落1.6个和2.7个百分点。当前M2与M1剪刀差再度走阔，两者虽持续边际回落，但M1同比回落速度较快，主因与企业存款同比少增，资金活化率仍然较低有关。6月M2同比增速较前值持续回落，延续今年3月以来的回落趋势，除了高基数影响以外，在大行下调存款利率的背景下，居民存款转购买理财产品也是主要原因。6月M1同比增速延续回落，主要与地产销售再度边际走弱，企业活期存款仍然疲软有关。此外，6月新增居民存款延续同比少增局势，体现居民风险偏好有所修复。结合二季度央行调查问卷中显示，居民消费意愿明显提升，而储蓄意愿基本与一季度持平，居民消费活力正在逐步释放中。

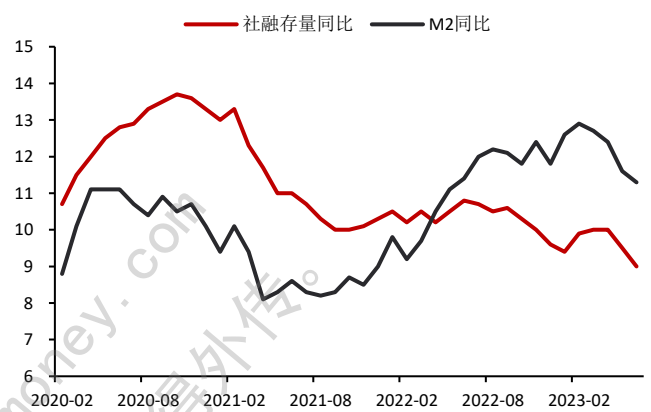
6月资金利率中枢水平较5月基本持平，主因是OMO、MLF与LPR等政策利率接连调降后，短期内宽货币预期落地，市场利率维持平稳水平。展望后续，我们认为在稳增长政策的接连发力下，结构性宽货币政策仍有空间，此外央行将持续适度公开市场操作，维持资金利率持续平稳，资金利率继续围绕着政策利率波动。具体来看，6月SHIBOR7天平均利率为1.89%，较5月的1.87%小幅回升2BP；6月DR007平均利率为1.89%，较5月的1.88%基本持平。

图表 1: 6 月 M2 同比与 M1 同比剪刀差再度走扩 (%)



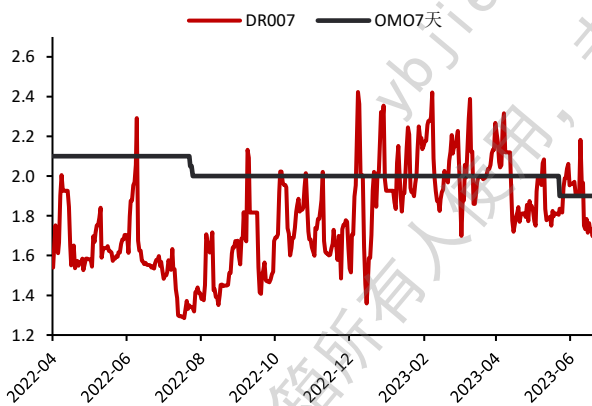
来源: Wind 国联证券研究所

图表 2: 社融与 M2 增速差持续收窄但双双下行 (%)



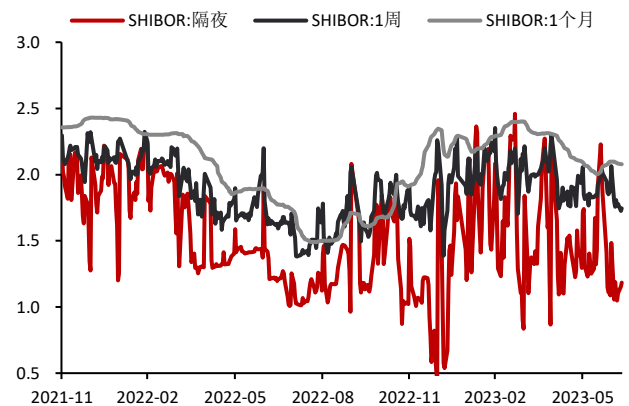
来源: Wind 国联证券研究所

图表 3: 6 月市场利率中枢伴随政策利率再度下移 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 4: 6 月流动性维持宽松态势 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

## 2.2 居民融资边际修复、短贷改善明显；企业端受稳增长加力创新高

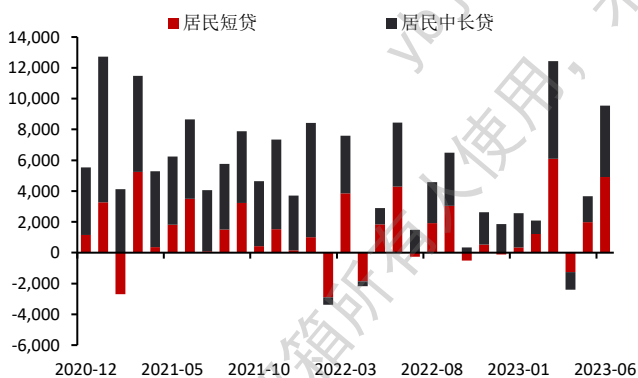
6 月新增人民币贷款中居民部门增加 9639 亿元，同比增加 1157 亿元，环比增加 5967 亿元。其中居民短贷增加 4914 亿元，同比增加 632 亿元，环比增加 2926 亿元。6 月居民短贷环比持续改善，符合季节性规律，此外，我们认为或受到端午节假期效应对消费的提振以及资金过桥等因素导致。

6 月居民部门中长期贷款增加 4630 亿元，同比增加 463 亿元，环比增加 2946 亿元。6 月居民中长期贷款仍显疲软，同比虽略好于去年同期，但是需要考虑到去年低基数影响，主要与 6 月地产销售持续疲软有关。具体来看，进入 6 月以后地产销售面积环比虽边际改善，但是同比仍不及往年同期，总体弱于季节性。当前居民资产负债表修复尚未完成，居民信心仍然较弱，在 2-3 月积压需求释放后购房热情度明显回落。此外，6 月汽车消费边际回落，消费热情有所降温对于信贷的拉动力减弱。从高

频数据来看，6月百城商品房成交面积未见明显改善，同比低于2019年、2020年、2021年与2022年，明显弱于季节性。其主因受到二三四线城市地产销售面积下行导致，与积压需求释放后消费疲软有关，后续静待增量稳地产政策支持。此外，6月国内乘用车市场零售189.4万辆，同比下降2.6%，结束了自今年2月以来连续四个月的正增长；主要受到去年6月以来高基数影响。

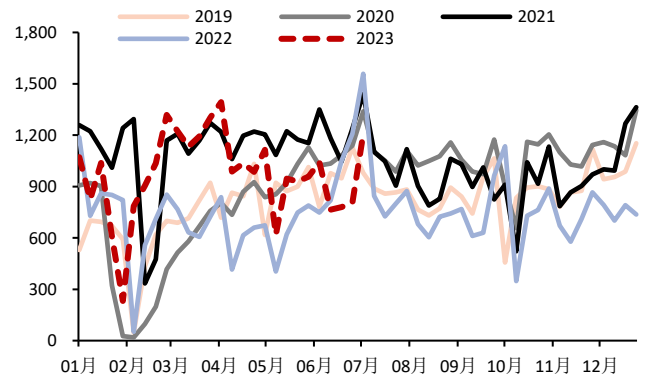
6月新增人民币贷款中企业部门增加22803亿元，同比增加687亿元，环比增加14245亿元。其中企业短贷增加7449亿元，同比多增543亿元；中长贷增加15933亿元，同比多增1436亿元；票据融资减少821亿元，同比减少1617亿元。6月企业信贷再度升温，指向基建投资稳定就业、制造业投资拉动现代产业体系建设两大投资领域在稳增长等政策持续加力下再度强劲发力。展望后续，随着6月降息落地，宽货币对降低实体企业融资成本、打通货币信贷传导具有提振作用。此外，预计后续类似支持制造业中长期贷款等稳增长政策或将陆续出台，结合基建项目逐步落地，后续企业中长贷或有望维持强劲。

图表 5: 6月居民新增融资边际改善明显 (亿元)



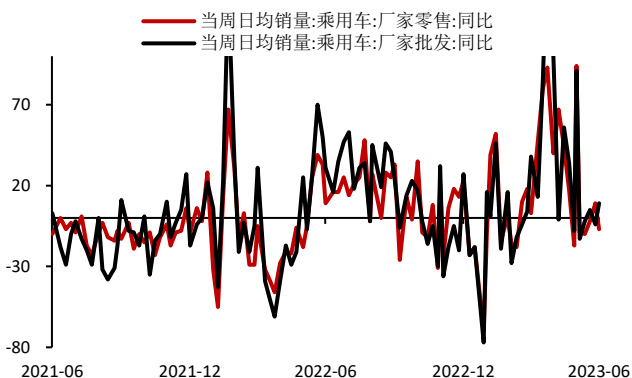
来源: Wind 国联证券研究所

图表 6: 6月地产销售仍弱于季节性 (万平方米)



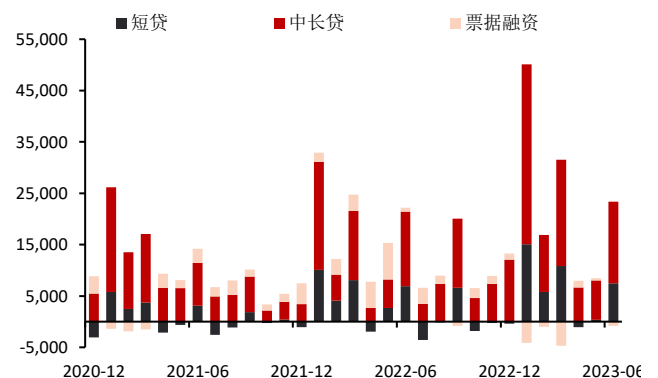
来源: Wind 国联证券研究所

图表 7: 6月汽车销售对于信贷的拉动减弱 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 8: 稳增长政策下, 企业融资再度发力 (亿元)



来源: Wind 国联证券研究所



### 2.3 社融同比增速回落，呈现信贷改善、直接融资拖累的结构化特征

6月社会融资规模增量为4.22万亿元，比上月多2.67万亿元，比上年同期少9859亿元。6月末社会融资规模存量为365.45万亿元，同比增长9%，较5月的9.5%回落0.5个百分点。其中，新增人民币贷款成为主要贡献项，整体社融数据略超预期。

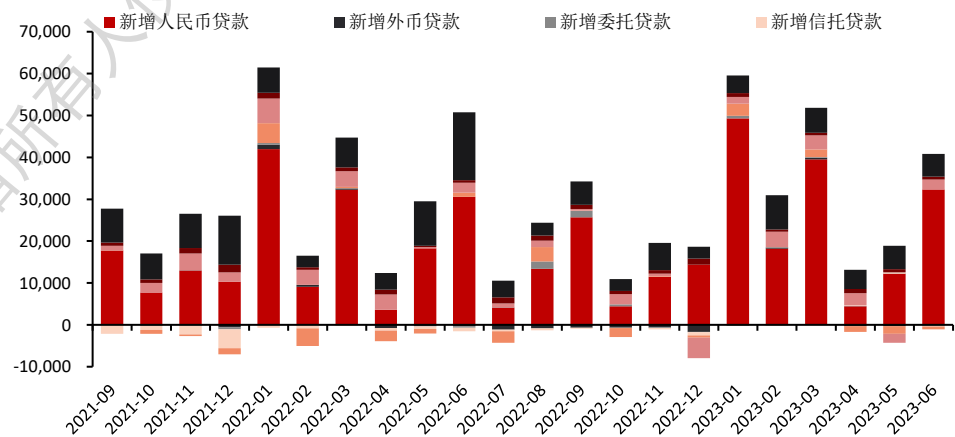
从分项上来看，6月对实体经济发放的人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增1825亿元。其中居民短贷与企业信贷表现超预期，企业信贷创历史同期新高。

6月政府债券净融资5388亿元，同比少增10828亿元，环比小幅少增183亿元。受到去年高基数影响，今年政府债券净融资拖累社融。当前政府债券融资维持平稳态势，同时6月开始基建施工端也持续发力，预计后续基建项目将持续托底经济。

其他主要社融分项中，6月企业债券融资增加2360亿元，同比小幅微增14亿元。

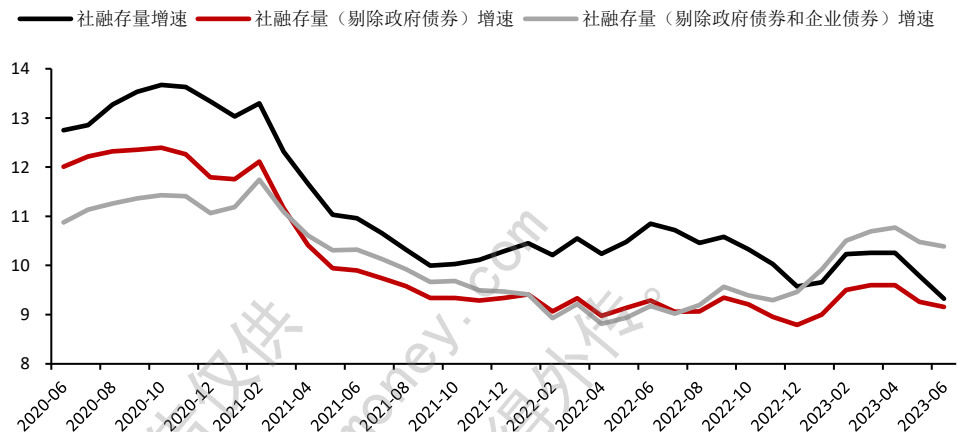
6月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产合计减少902亿元，同比减少760亿元。

图表 9: 6月社融增速再回落，呈现信贷改善、直接融资拖累的结构化特征(亿元)



来源: Wind 国联证券研究所

图表 10: 剔除政府债和企业债后, 社融存量同比回落趋势明显减缓 (%)



来源: Wind 国联证券研究所

## 2.4 预计债市短期延续低位震荡, 长期受政策影响或将重新定价经济预期

6月社融与信贷数据整体超出市场的普遍预期。单纯从社融数据来看, 季节性效应叠加政策加力。6月新增信贷显著回升, 反映6月份实体融资需求可能并不弱, 无论是企业融资还是居民融资都有明显支撑, 而且中长期贷款占比也有进一步走好迹象, 无论是结构还是总量均超出市场预期。

但进一步分析, 此次社融的主要拉动力来自居民短期融资超预期回升和企业融资, 我们对于居民短期融资的可持续性存疑, 考虑到近期多项经济数据显示当前经济修复进程放缓, 物价延续低位运行, 尤其核心通胀仍处于低位, 反映终端需求仍不强, 因此居民短期融资回升可能只是单月表现, 并不具备可持续性。且近期地产消费仍持续低位震荡, 对居民中长期贷款并没有明显提振。此外, 6月份企业融资有所支撑, 主要源自政策端发力, 亟需政策进一步加力稳固。

近期债市进入震荡区间, 收益率在2.65%附近震荡, 说明市场对于经济持续走弱和政策出台都已经充分交易, 市场上观望情绪渐浓, 债市短期内难逃震荡。但预计在未来稳增长政策逐步兑现后, 市场对于经济复苏预期将有所修复, 债市或将重新定价, 出现利多出尽走势。后续来看, 应重点关注7月中央政治局会议, 若政策集中发力, 市场抢跑定价修复预期, 则可能带动收益率上行, 随着政策的逐步落地未来利率中枢或将呈现缓慢的震荡上升态势。

## 3 风险提示

政策宽松效果不及预期; 地产出清风险导致地产供给端投资不及预期

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695