

超预期的信贷总量以及结构改善

——国内观察：2023年6月金融数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜
gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**7月11日，央行发布6月金融数据。6月M2同比11.3%，前值11.6%，M1同比3.1%，前值4.7%。新增人民币贷款3.05万亿元，前值为1.36万亿元。社会融资规模增量4.22万亿元，前值为1.56万亿元。社融存量增速为9.0%，前值9.5%。
- **核心观点：**总的来看，6月金融数据超预期，释放一定的积极信号。此前居民和企业信贷强弱的分化明显改善，前期包括降息等政策开始落地见效，但也需要注意的是金融数据的改善持续性尚需验证，毕竟季末金融数据往往波动较大。M2M1剪刀差的收窄反映经济活力仍有提升空间。但6月金融数据可能会使市场前期过于悲观的预期得到一定的修正。
- **信贷结构改善。**6月季末人民币贷款季节性冲量，但是在去年2.81万亿元的高基数下仍然同比多增2400亿元，创历年同期最高，明显超出市场预期。从结构上来看，此前表现相对较弱的居民端贷款明显回升，企业端贷款依然维持高增。
- **企业贷款表现较强。**6月企业中长期贷款新增1.59万亿元，同比多增1436亿元，结合6月石油沥青开工率虽然环比回落，但同比仍处高位，以此来看基建增速可能仍有较强韧性。短期贷款新增7449亿元，同比多增543亿元，季末冲量可能有所贡献。票据融资减少8211亿元，同比多减1617亿元，贷款高增下票据冲量动力不足。
- **居民贷款明显恢复，尤其是中长期贷款。**6月居民部门贷款新增9639亿元，同比多增1157亿元。从结构上来看，短期贷款增加4914亿元，同比多增632亿元，可能受益于端午假期出行以及618消费旺季影响。中长期贷款增加4630亿元，同比多增463亿元，是金融数据中超预期部分。但同期30大中城市销售面积同比-10%，部分城市二手房销售面积也未见较大起色。我们认为提前还贷的现象在减少可能是主因。
- **社融受政府债发行节奏影响拖累。**从社融结构来看，人民币贷款增加3.24万亿元，同比多增1825亿元，与金融机构口径下人民币贷款表现一致。政府债券的拖累较大，新增5388亿元，但由于财政前置的影响，节奏错位明显，故下半年政府债券可能由拖累转为贡献。非标融资减少902亿元，同比多减760亿元，主要拖累来自于未贴现银行承兑汇票，同比多减1758亿元。企业债券融资有所恢复，新增2365亿元，与去年基本持平。总体来说，社融结构中银行表内融资投放加大与其他融资可能有一定替代效应，这也体现了6月人民币贷款高增可能与银行主动加大信贷投放有一定关系。
- **货币增速回落。**信贷投放较强，但由于基数的抬升以及地产的拖累，M2增速延续下行。M1在基数下行的情况下有所回落，体现出经济活力仍然不足。M1同样受基数的影响较大，但M2M1剪刀差扩大说明经济活力仍有提升空间。从存款来看，当月居民存款同比多增，整个上半年共新增11.9万亿元，同比多增1.58万亿元，储蓄的倾向仍然相对较高；财政存款同比多减，近两个月存在发力的迹象；企业存款同比少增幅度较大仍受高基数影响。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

正文目录

1. 信贷结构改善	4
2. 社融受政府债发行节奏影响拖累	5
3. 货币增速回落	6
4. 核心观点	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1 5/6 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 4 个人按揭贷款及住户新增中长期贷款当月值, 亿元.....	4
图 5 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	5
图 6 部分城市二手房销售面积同比, %.....	5
图 7 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	5
图 8 5/6 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	5
图 9 企业债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 10 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 11 5/6 月存款同比多增结构, 亿元.....	6
图 12 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %.....	6

事件: 7月11日, 央行发布6月金融数据。6月M2同比11.3%, 前值11.6%, M1同比3.1%, 前值4.7%。新增人民币贷款3.05万亿元, 前值为1.36万亿元。社会融资规模增量4.22万亿元, 前值为1.56万亿元。社融存量增速为9.0%, 前值9.5%。

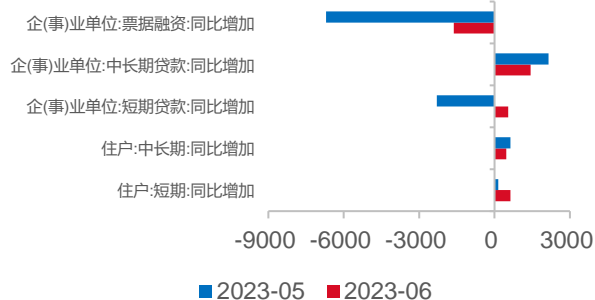
1. 信贷结构改善

信贷结构改善。6月季末人民币贷款季节性冲量, 但是在去年2.81万亿元的高基数下仍然同比多增2400亿元, 创历年同期最高, 明显超出市场预期。从结构上来看, 此前表现相对较弱的居民端贷款明显回升, 企业端贷款依然维持高增。

企业贷款表现较强。6月企业中长期贷款新增1.59万亿元, 同比多增1436亿元, 结合6月石油沥青开工率虽然环比回落, 但同比仍处高位, 以此来看基建增速可能仍有较强韧性。短期贷款新增7449亿元, 同比多增543亿元, 季末冲量可能有所贡献。票据融资减少821亿元, 同比多减1617亿元, 贷款高增下票据冲量动力不足。

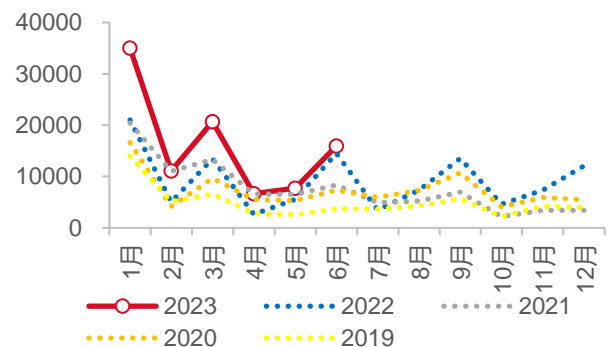
居民贷款明显恢复, 尤其是中长期贷款。6月居民部门贷款新增9639亿元, 同比多增1157亿元。从结构上来看, 短期贷款增加4914亿元, 同比多增632亿元, 可能受益于端午假期出行以及618消费旺季影响。中长期贷款增加4630亿元, 同比多增463亿元, 是金融数据中超预期部分。但同期30大中城市销售面积同比-10%, 部分城市二手房销售面积也未见较大起色。我们认为提前还贷的现象在减少可能是主因。

图1 5/6月人民币贷款同比多增结构, 亿元



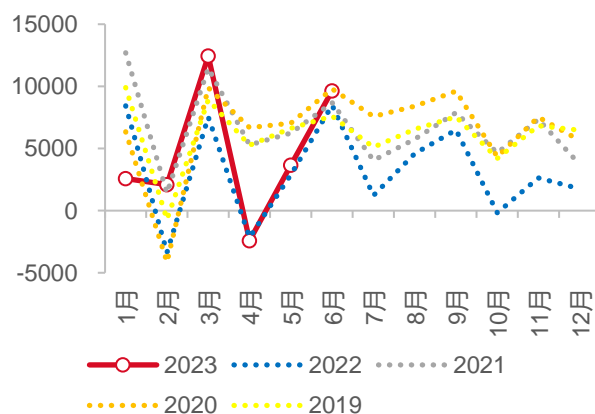
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元



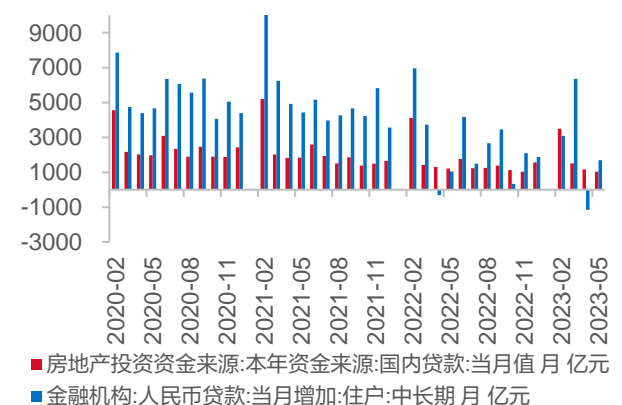
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元



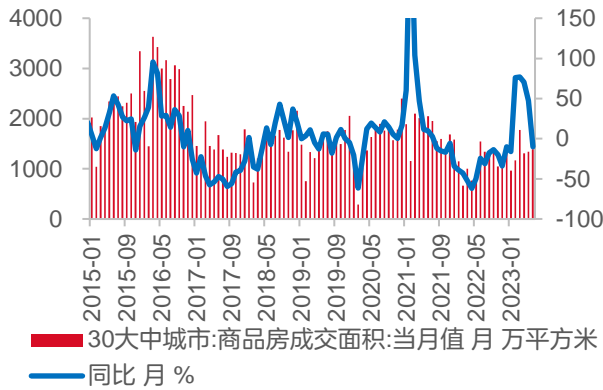
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图4 个人按揭贷款及住户新增中长期贷款当月值, 亿元



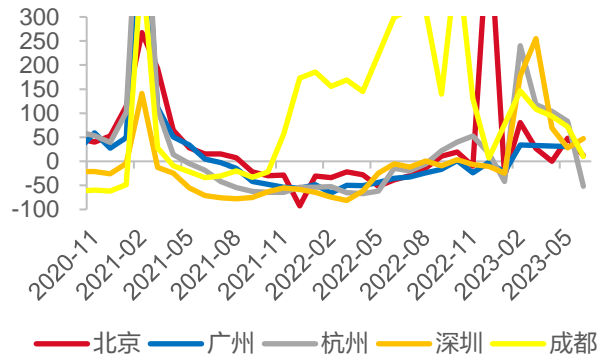
资料来源: 国家统计局, 央行, 东海证券研究所
注: 1-2月合并计算

图5 30大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图6 部分城市二手房销售面积同比, %

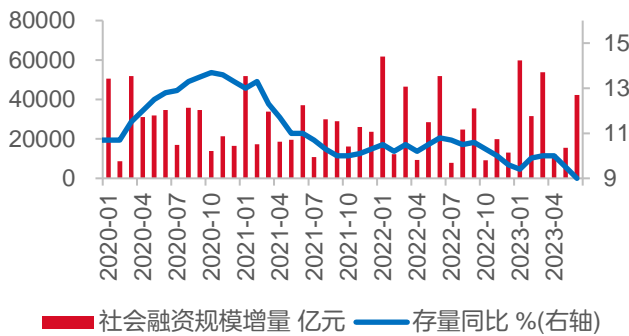


资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

2. 社融受政府债发行节奏影响拖累

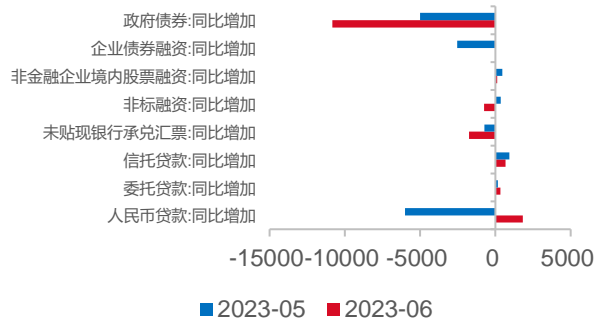
社融受政府债发行节奏影响拖累。从社融结构来看, 人民币贷款增加 3.24 万亿元, 同比多增 1825 亿元, 与金融机构口径下人民币贷款表现一致。政府债券的拖累较大, 新增 5388 亿元, 但由于财政前置的影响, 节奏错位明显, 故下半年政府债券可能由拖累转为贡献。非标融资减少 902 亿元, 同比多减 760 亿元, 主要拖累来自于未贴现银行承兑汇票, 同比多减 1758 亿元。企业债券融资有所恢复, 新增 2365 亿元, 与去年基本持平。总体来说, 社融结构中银行表内融资投放加大与其他融资可能有一定替代效应, 这也体现了 6 月人民币贷款高增可能与银行主动加大信贷投放有一定关系。

图7 新增社融规模及存量同比, 亿元, %



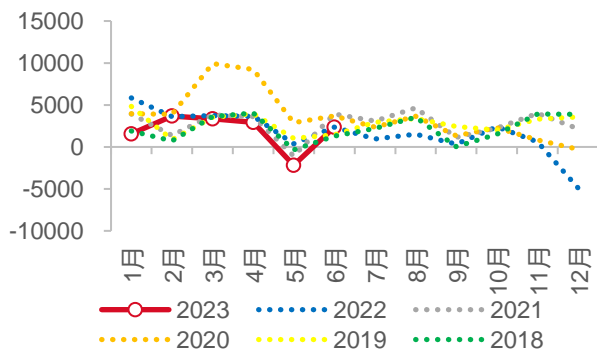
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图8 5/6月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元



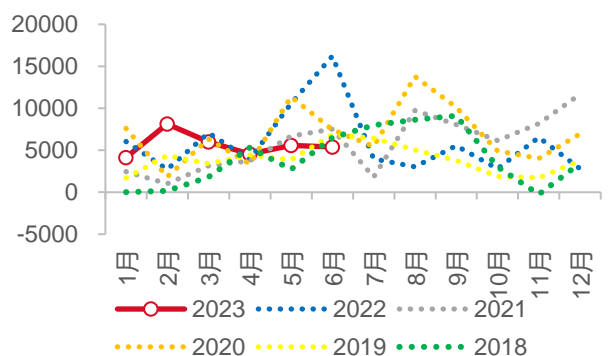
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图9 企业债券融资季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图10 政府债券融资季节性规律, 亿元

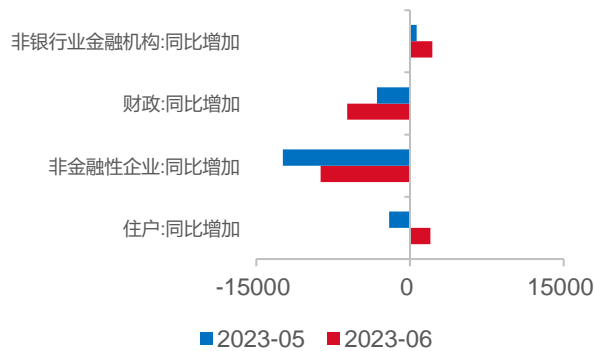


资料来源: 央行, 东海证券研究所

3. 货币增速回落

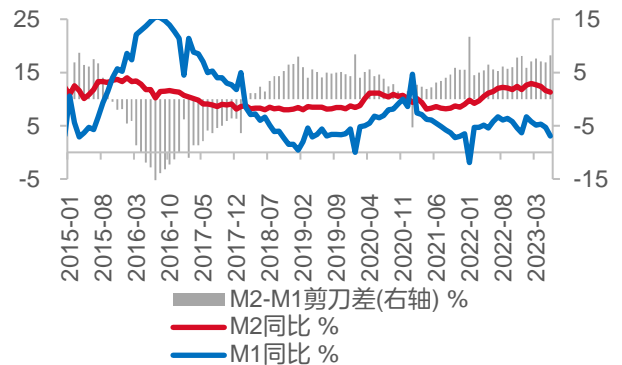
货币增速回落。信贷投放较强，但由于基数的抬升以及地产的拖累，M2 增速延续下行。M1 在基数下行的情况下有所回落，体现出经济活力仍然不足。M1 同样受基数的影响较大，但 M2M1 剪刀差扩大说明经济活力仍有提升空间。从存款来看，当月居民存款同比多增，整个上半年共新增 11.9 万亿元，同比多增 1.58 万亿元，储蓄的倾向仍然相对较高；财政存款同比多减，近两个月存在发力的迹象；企业存款同比少增幅度较大仍受高基数影响。

图11 5/6 月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图12 M2 与 M1 同比及剪刀差，%，%



资料来源：央行，东海证券研究所

4. 核心观点

总的来看，6 月金融数据超预期，释放一定的积极信号。此前居民和企业信贷强弱的分化明显改善，前期包括降息等政策开始落地见效，但也需要注意的是金融数据的改善持续性尚需验证，毕竟季末金融数据往往波动较大。M2M1 剪刀差的收窄反映经济活力仍有提升空间。但 6 月金融数据可能会使市场前期过于悲观的预期得到一定的修正。

5. 风险提示

稳增长政策落地不及预期，可能会导致经济恢复不及预期。

高利率环境下，海外金融市场风险，引发全球系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089