

6月金融数据大幅超出市场预期，稳增长政策发力带动宽信用进程再度提速

——2023年6月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：7月11日，央行公布数据显示，2023年6月新增人民币贷款3.05万亿，同比多增2296亿；6月新增社会融资规模4.22万亿，同比少增9859亿。6月末，广义货币(M2)同比增长11.3%，增速比上月末低0.3个百分点；狭义货币(M1)同比增长3.1%，增速比上月末低1.6个百分点。

基本观点：整体上看，在6月降息落地、稳增长政策发力背景下，当月金融数据大幅上扬，超出市场普遍预期。展望未来，在下半年物价水平有望持续处于温和水平的前景下，若需要进一步加大稳增长政策力度，降息降准都有一定空间。着眼于为经济复苏创新有利的货币金融环境，我们预计三季度金融数据将持续高位运行。为此，监管层将通过适时降准、持续加量续作MLF等方式，及时补充银行体系中长期流动性，支持银行加大信贷投放力度；另外，三季度实体经济融资成本也将延续稳中有降态势。

具体来看：

一、在去年同期基数较高背景下，6月人民币贷款实现同比多增，表现超出预期，显示在政策性降息落地、稳增长政策发力背景下，宽信用进程再度提速。

6月新增人民币贷款3.05万亿，环比多增1.69万亿，符合半年末银行信贷季节性冲量的一般规律。但在去年6月政策发力带动新增信贷处于较高水平情况下，今年6月新增人民币贷款仍同比多增2296亿，超出普遍预期，主要原因是以政策性降息落地和LPR报价下调为代表，6月稳增长政策加力带动信贷供需两旺。

首先，6月政策性降息落地，两个期限品种的LPR报价全面下调，贷款利率下降会激发市场主体融资需求；与此同时，前期银行存款持续高增，银行体系中长期流动性较为充裕，支撑其信贷投放能力。其次，6月12日国常会提出“加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求”，释放了明确的稳增长信号。这有利于提振市场信心，进一步带动市场主体贷款需求回升。可以看到，6月票据利率平均水平比5月明显上升0.2个百分点左右，预示当月信贷投放规模会有显著扩大；另外，6月MLF加量规模有所扩大，也显示政策面支持银行加大信贷投放力度。

从贷款结构来看，6月企业中长期贷款同比多增1436亿，延续年初以来的多增势头。这意味着在接下来的稳增长政策发力过程中，基建投资还将发挥关键的逆周期调节作用。今年以来，企业中长期贷款持续

处于同比多增状态，1-6月累计同比多增3.49万亿，而同期人民币贷款整体仅多增2.02万亿。这既体现了政策持续鼓励银行加大对制造业中长期贷款的支持力度，同时，去年以来集中开工的基建项目施工及保交楼配套融资需求也对企业中长期贷款起到拉动作用。

6月居民贷款同比多增1157亿。其中，贷款利率下行提振居民短贷同比多增632亿，与当前消费温和修复态势相符；而在6月商品房销售同比表现低迷的情况下，主要由房贷构成的居民中长期贷款同比意外多增463亿——我们分析，这或与一些地区购房首付成数下调，以及在加大信贷投放力度背景下，银行在6月底之前集中发放按揭贷款有关。

另外值得一提的是，受楼市和消费修复不及预期拖累居民信贷需求影响，今年以来贷款结构呈现出明显的“企业强、居民弱”特征。1-6月居民贷款占新增人民币贷款的比重仅为18%，其中6月反弹至32%，但仍明显低于疫情前（2016-2019年）50%左右的占比。与此同时，6月企业贷款占比高达74.8%，高于常态水平约20个百分点。这意味着后期提振经济复苏动能，需要重点向促进居民消费及引导房地产行业尽快实现软着陆方向发力。

二、6月新增社融规模同样超出市场预期，同比少增主要受政策债券发行节奏错位影响。

6月新增社融4.22万亿，环比多增2.66万亿，超出市场普遍预期；同比少增9859亿，月末社融存量增速降至9.0%，比上月末下滑0.5个百分点。在投向实体经济的人民币贷款同比多增1825亿的情况下，6月社融同比较大幅度少增，主要受政府债券融资拖累。由于去年要求新增地方政府专项债在上半年发行完毕，这导致去年6月新增专项债发行量高达1.35万亿，而今年专项债发行节奏更为平稳，6月发行量较去年同期大幅下降。这导致今年6月政府债券融资同比少增1.08万亿，对整体新增社融规模造成很大影响。

其他方面，伴随年报披露周期对企业债券发行的影响告一段落，6月企业债券融资恢复正增长，但在城投债发行面临严监管，房企发债依然存在较大困难的背景下，6月新增企业债券融资与去年同期基本持平，绝对规模为2360亿，继续处于偏低水平。另外，6月表外融资三项均为负增，其中委托贷款和信托贷款同比少减，表外票据融资则同比多减1758亿，主要与去年6月疫后修复造成的基数偏高有关。

需要说明的是，今年1-6月，在人民币贷款同比多增逾2万亿的情况下，社融累计同比仅多增4754亿，主要拖累项是债券融资。其中，受专项债发行节奏放缓影响，政府债券融资同比少增1.27万亿；与此同时，在城投融资监管政策偏紧，房企发债难度较大，以及贷款利率下行推动部分债券融资需求被贷款替代背景下，上半年企业债券融资同比少增7883亿元。

三、6月末M2增速延续回落，上年同期基数抬高是主要原因；当月M1增速低位下行，主要受房地产市场低位运行拖累；当前M2与M1增速“剪刀差”较大，显示接下来提振经济复苏动能需要强化宏观政策

协调配合。

M2 方面，6 月末同比增速为 11.3%，比上月末低 0.3 个百分点。在 6 月新增贷款规模较大，带动存款派生较快的背景下，6 月 M2 增速较上月回落，主要原因是上年同期稳增长政策发力、信贷大幅高增，同时持续推进大规模退税，大幅推高 2022 年 6 月末 M2 增速至 11.4%，较前月加快 0.3 个百分点；高基数效应下，今年 6 月末 M2 增速下行属于正常波动。另外，6 月财政存款下降逾 1 万亿，同比多减 6129 亿，也会对当月 M2 增速起到一定支撑作用——这意味着 6 月财政支出力度在明显加大，也可视为稳增长政策发力的一个信号。

6 月末 M1 增速为 3.1%，较上月末下滑 1.6 个百分点。除了上年同期基数走高外，主要原因是当前房地产市场处于调整阶段，居民购房款转化为房企的活期存款规模偏低。另外，二季度经济复苏势头有所放缓，企业经营活跃度也会受到一定影响，这也会拖累 M1 增速。

我们认为，当前 M2 增速处于较高水平，和 M1 增速的“剪刀差”较大，意味着宽货币向稳增长的传导不畅。后期需要通过有效扩大内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，提振经济内生增长动能，即货币政策要与财政政策、产业政策相互配合，才能更为有效地形成稳增长合力。

整体上看，在 6 月政策性降息落地、稳增长政策发力背景下，当月金融数据大幅上扬，超出市场普遍预期。展望未来，在下半年物价水平有望持续处于温和水平的前景下，若需要进一步加大稳增长政策力度，降息降准都有一定空间。着眼于为经济复苏创新有利的货币金融环境，我们预计三季度金融数据将持续高位运行。为此，监管层将通过适时降准、持续加量续作 MLF 等方式，及时补充银行体系中长期流动性，支持银行加大信贷投放力度；另外，三季度实体经济融资成本也将延续稳中有降态势。

此外，下半年针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域，结构性货币政策工具将重点发力，在 6 月上调支农支小再贷款再贴现贷款额度的基础上，其他政策工具额度也有上调空间。我们判断，下半年货币政策对房地产行业的支持力度将进一步加大。在延续实施保交楼专项借款支持计划基础上，不排除三季度增加额度、乃至推出新的定向支持工具的可能。总体目标是有效引导居民房贷利率较快下行，进而带动房地产行业尽快实现软着陆。这对下半年稳增长和防风险都具有重要意义。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料,其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责,东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查,但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性,东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致,并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见,并非是对某种决策的结论或建议;投资者应审慎使用本研究报告,自行对投资行为和投资结果负责,东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用,且该等使用者必须按照授权确定的方式使用,相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告,东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。