

7月11日，央行公布6月金融数据。6月社融余额同比9%，M1和M2同比分别为3.1%和11.3%。

➤ **金融数据正面和负面信号掺杂，不同维度数据看似充满矛盾。**

M1、M2以及社融同比，本月表现均弱。本月社融余额同比9%，较前值走低0.5个百分点。单月走低0.5个百分点，**环比波动较大。**

本月M1同比3.1%，**为2022年以来单月最低**（控制季节因素之后）。M1能够度量经济活跃度，本月M1指向当下经济活跃度似乎处于较低状态。

6月金融数据，总量表现可直观解读为数据较差。然而有意思的是，总量较低背后，却藏着一个历史同期最高的信贷投放。

6月人民币信贷净投放3.05万亿，较去年同期增长2400亿元。华东疫情退却之后，信贷快速投放配合经济重启，去年6月2.8万亿人民币信贷创下历史新高。在此基础上，今年6月表内信贷仍保持同比正增，信贷投放力度大超市场预期。

现在问题来了，我们应该如何解读这份金融数据，市场应该乐观，还是悲观？

➤ **偏弱的金融分项主因去年高基数，解读这些分项时我们大可不必悲观。**

先来看降至历史偏低水平的M1同比。

今年春节过后，M1增速总体维持在5%附近波动，6月M1同比下降1.6个百分点，这的确是一个不小降幅。

但我们注意到，去年6月华东疫情退却，经济活跃度全面回升，当时M1增速快速攀升，从去年5月的4.6%快速抬升至5.8%。去年同期M1偏高，带来今年6月M1同比显著下降。**控制基数效应之后，其实今年6月M1同比偏平稳。**

再看同比负增超过1万亿的政府债券融资。

除去M1之外，本月还有一个金融分项，即政府债券，同比大幅下降。6月政府债券融资5388亿元，同比少增1.08万亿。

去年6月政府债券融资超过1.6万亿，超万亿的融资量绝非常态。去年为应对年初华东疫情，预算内财政支出尽力前倾，6月专项债发行将年内剩余额度几乎全部用完。事实上，往年6月政府债券融资一般围绕7000亿元上下波动，以此观察本月政府债券融资5388亿元，虽然节奏偏慢，但总体未偏离均值太多。**可见今年6月政府债券融资显著负增，原因在于去年预算内财政节奏异动。**

➤ **偏强的金融分项主因财政和银行信贷节奏扰动，我们对此也无需太过乐观。**

本月居民和企业信贷都在超常放量。**先看居民信贷**，6月居民长贷和短贷均保持同比正增。市场困惑的是，6月居民信贷与地产高频销售数据存在明显分歧：6月地产销售同比转负，不应支持6月居民信贷同比为正。

我们认为，地产销售和居民信贷数据存在分歧，关键原因是银行习惯季末信贷冲量，故季末信贷审批且投放量高，季初反之。一个例证，今年3月居民信贷超常放量，4月居民信贷又急速转负，3-4月居民信贷同样与当期地产销售背离。

再看企业信贷。我们曾经测算过，为维持全年基建增速（5.5%），下半年需要预算外融资工具放量，下半年企业中长贷放量也就完全在情理之中。6月企业信贷没有新故事，我们理解这只是下半年财政运行逻辑的一次预演。

多一点耐心拆解数据之后，我们不必悲观，也无需过度乐观。6月金融数据反馈的事实是，当前需求尚未明显反弹，经济也没有快速下滑，当前经济仍处波动过程中。

➤ **风险提示：**内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.政策系列研究（六）：应对缩表的历史答案-2023/07/09
- 2.美国6月非农就业数据点评：美国就业转弱的信号-2023/07/09
- 3.全球大类资产跟踪周报：政策预期降温-2023/07/09
- 4.宏观专题研究：被误解的日本-2023/07/04
- 5.宏观专题研究：地方债务压力评估-2023/07/04

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026