



## 研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

7月11日，中国人民银行公布的数据显示：6月社会融资规模增量为4.22万亿元，前值1.56万亿元；6月人民币贷款增加3.05万亿元，同比多增2296亿元；6月人民币存款增加3.71万亿元，同比少增1.12万亿元。6月末社会融资规模存量同比增长9%，M2同比增长11.3%，M1同比增长3.1%，M2-M1剪刀差扩大为8.2%。

## 核心观点

## ■ 货币剪刀差扩大，实体表现谨慎

**负债端：6月M1同比增速回落至3.1%，驱动M2-M1剪刀差扩大至8.2%，显示出实体经济扩张谨慎的特征。**一方面，经历了疫情三年的影响，实体经济的资产负债表处在疫后的修复期，在短期生产力效应有限的情况下需要时间来逐步修复资产负债表。另一方面，房地产“房住不炒”的宏观政策并没有改变，当前处在经济向“新发展格局”结构转型的攻坚期，我们预计政策发力点在于给经济一定的增速，保证不失速而非加力。

**资产端：6月居民和企业信贷扩张相对积极，政府债券上半年前置拖累社融，整体信贷结构保持一定的积极特征。**尽管货币负债端活化度不够，但是资产端结构特征并不差，无论是企业还是居民信贷均超过去年同期——企业中长期+1.59亿元（2022年6月：+1.45），短期+0.74亿元（2022年6月：+0.69）；居民中长期+0.46亿元（2022年6月：+0.42），短期+0.49亿元（2022年6月：+0.43）。政府债层面，虽然此前中央提出谁家的孩子谁来抱，地方债上半年整体发行偏慢，拖累6月社融增速放缓；三季度地方债发行计划显示不少地方将在9月底前完成全年新增债券发行任务，将改善社融。

## ■ 关注人民币汇率企稳的积极信号

中央全面深化改革委员会第二次会议强调：我国发展面临复杂严峻的国际形势，建设更高水平开放型经济新体制。此前在央行二季度例会中新增了“坚决防范汇率大起大落风险”的表述。随着人民币6月以来快速走弱的状态得到改善，预计对于国内的宏观政策也将起到更加积极和正面的作用。经济处在底部区间，依然需要时间来走出。

## ■ 风险

经济数据短期波动风险，宏观政策调整超预期风险

## 目录

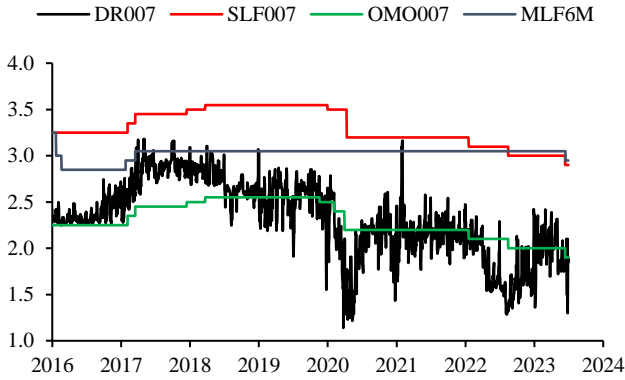
策略摘要 .....	1
核心观点 .....	1
相关图表 .....	3

## 图表

图 1: 央行利率走廊回落   单位: %.....	3
图 2: 外汇储备和经常帐   单位: %YOY/左, %/右.....	3
图 3: 宏观经济周期处在磨底区间   单位: %.....	3
图 4: 市场流动性表现为谨慎特征   单位: %YOY .....	3
图 5: 信贷同比结构改善   单位: 万亿元.....	3
图 6: 社融同比结构受地方债拖累   单位: 万亿元.....	3
图 7: 上半年地方债发行低预期   单位: 万亿元.....	4
图 8: 人民币贷款增速维持低位   单位: %YOY .....	4
图 9: 资金运用层面企业优于居民   单位: 万亿元.....	4
图 10: 居民中长期信心等待改善   单位: 万亿元.....	4
图 11: 企业中长期贷款同比改善   单位: 万亿元.....	4
图 12: 表外金融逐渐修复   单位: 万亿元.....	4

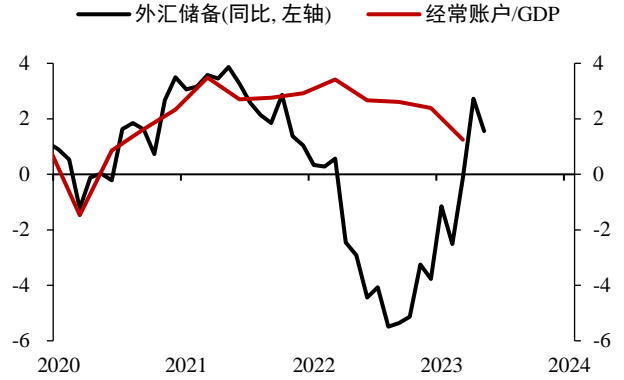
## 相关图表

图 1: 央行利率走廊回落 | 单位: %



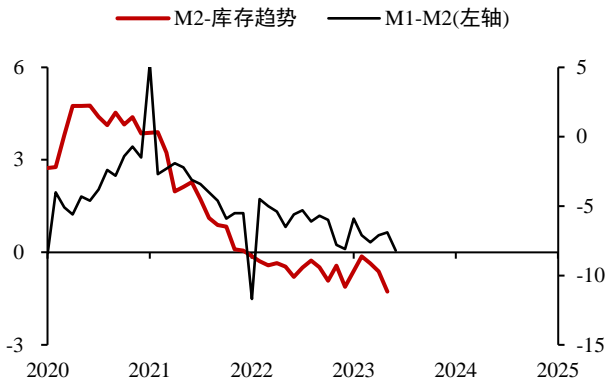
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 外汇储备和经常帐 | 单位: %YOY/左, %/右



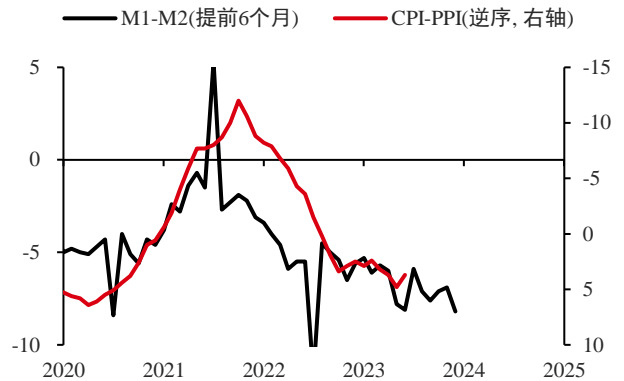
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 宏观经济周期处在磨底区间 | 单位: %



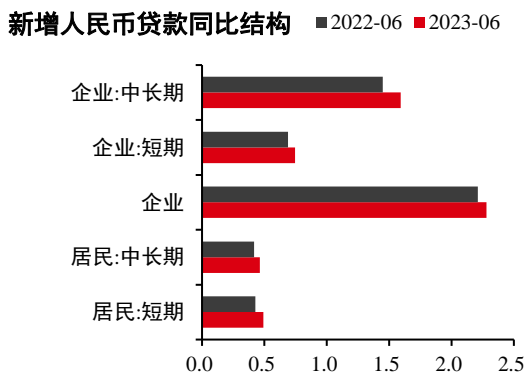
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 市场流动性表现为谨慎特征 | 单位: %YOY



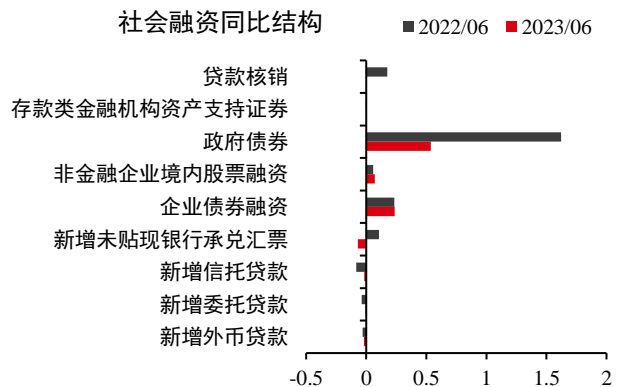
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 信贷同比结构改善 | 单位: 万亿元



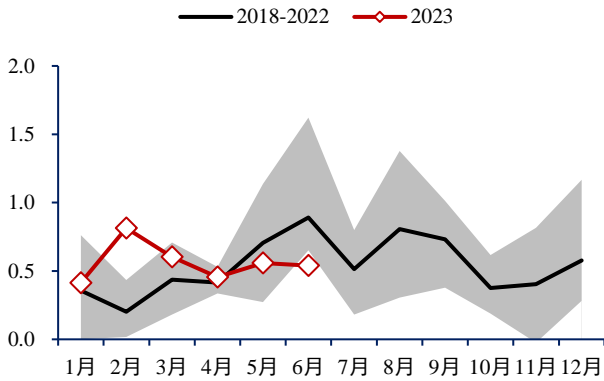
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 社融同比结构受地方债拖累 | 单位: 万亿元



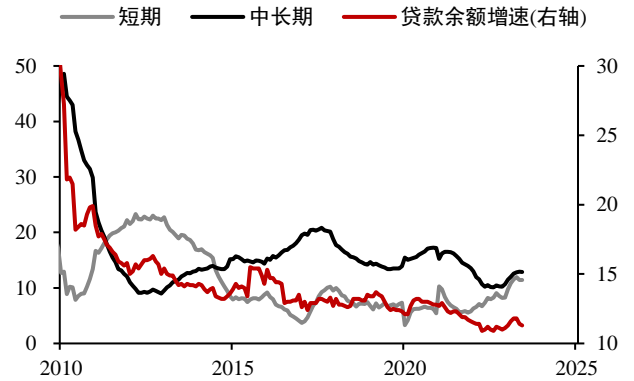
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7：上半年地方债发行低预期 | 单位：万亿元



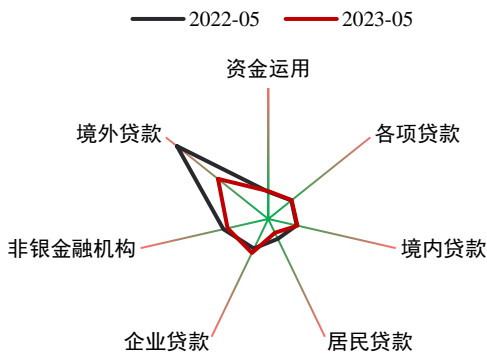
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：人民币贷款增速维持低位 | 单位：%YOY



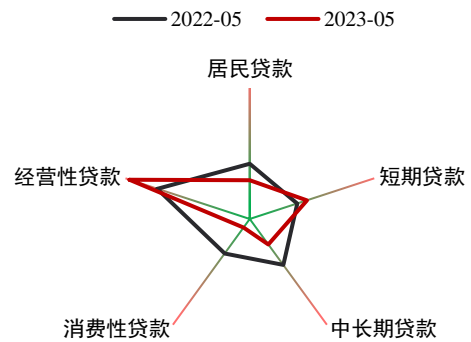
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：资金运用层面企业优于居民 | 单位：万亿元



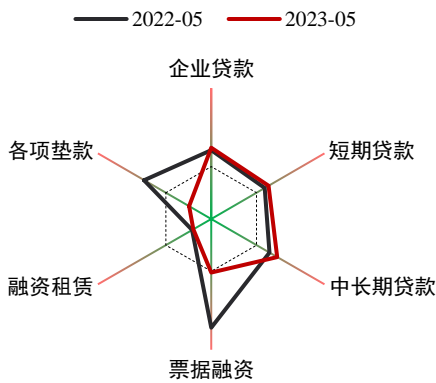
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：居民中长期信心等待改善 | 单位：万亿元



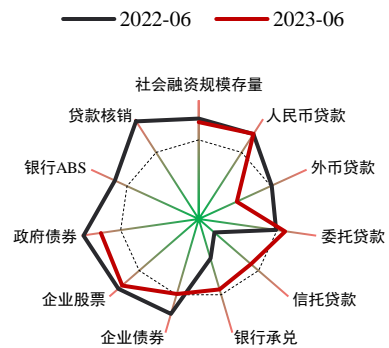
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：企业中长期贷款同比改善 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：表外金融逐渐修复 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)