



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《经济主题正在修复资产负债表——2023年5月金融数据点评》

《贷款收敛、存款减少，“做低利率”惯性延续——2023年4月金融数据点评》

《为何强信贷没有带来强增长？——如何理解一季度强信贷与弱预期的组合》

《强信贷还需要“降息”吗？——2023年一季度金融数据点评》

《年内信贷增量空间还有多大？》

《分化后如何收敛？居民部门或“拉低”企业部门贷款》

社融增速或见底

——2023年6月金融数据点评

投资要点:

● 2023年7月11日人民银行发布6月份金融统计数据，从具体分项来看：

(1) 社会融资规模：6月份新增社融4.22万亿，同比少增9859亿，但单月社融规模达到同期历史第二高，仅次于2022年6月，截至6月末，社融存量同比增速从9.50%回落至9%。从社融的结构来看，人民币贷款、政府债券融资和企业债券融资解释了近乎100%的社融变动，社融口径人民币贷款新增3.24万亿，同比多增1825亿元，依旧是驱动社融增长的主力，企业债券融资回归正增长，政府债券融资环比保持稳定，而受去年6月政府债券融资大幅增加影响，同比少增幅度较大，是6月社融同比少增的主要原因。

(2) 贷款增长：6月新增人民币贷款3.05万亿，同比多增2400亿。截至6月末，金融机构人民币贷款余额同比增长11.30%，增速较5月份回落0.1%。从结构上看，非金融企业部门中长贷同比多增1.59万亿元，依然是贷款增量的主力，居民端中长贷和短贷延续恢复态势，贷款“置换”行为或依然存在。

(3) 货币供应：6月末M2同比增长11.30%，环比下降0.3个百分点，同比下降0.1个百分点；M1同比增长3.10%，环比回落1.6个百分点，同比回落2.7个百分点，增速环比双降之下M2-M1剪刀差扩大1.3个百分点。

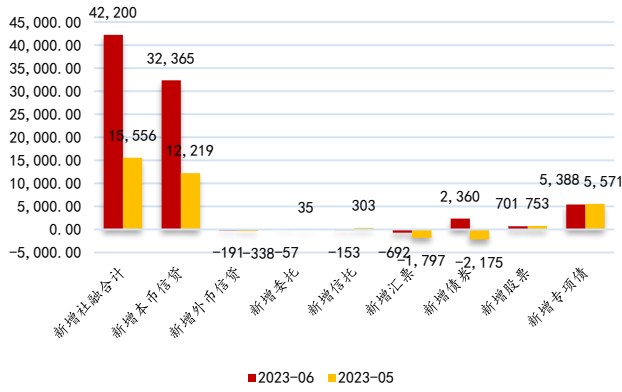
(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差上升至8.2个百分点的高位水平；社融高基数影响和贷款增长回升导致社融和贷款增速与M2增速的剪刀差分化，前者走扩至-2.30个百分点，后者收敛至0个百分点。

● **双重“时滞”推动居民贷款增长**：6月贷款投放如我们预期同比多增，信贷在一季度创下历史最高记录后在4-5月“修养生息”，到6月再次创下同期新高，一方面企业中长贷依然贡献了信贷增长的主要部分，另一方面，居民部门信贷增长延续5月修复态势，短贷和中长贷双双延续同比多增，居民部门信贷增量占当月信贷增量比例也从5月的12.04%上升至6月的31.29%，虽然与近年来居民信贷4月偏弱、5-6月修复的季节性特征一致，但今年6月居民信贷较5月的修复力度较大，一方面6月发放的居民贷款部分是5月购房产生的按揭信贷，5月地产销售有所恢复对6月居民贷款表现较好起到一定支撑作用；另一方面6月LPR调降落地，增量贷款与存量贷款利率之差再扩大，居民部门可能仍然存在用低利率贷款置换原有相对高利率的按揭贷款的行为，由于存在时滞影响，体现为6月居民新增贷款增加。企业信贷虽然延续同比多增，但占据绝大部分增量的中长贷多增幅度二季度以来持续缩小，6月企业中长贷仅同比多增1436亿，一季度月均多增幅度为9100亿，4-5月分别为4017亿和2147亿，自去年下半年企业中长贷单支柱支撑信贷增长至今，企业信贷需求或已得到较充分的满足，而7月是信贷小月，

贷款能否继续多增将取决于经济的真实融资需求能否渐进扩张，其中居民部门贷款向好的态势能否持续更是判断居民部门真实融资需求是否回升的关键。

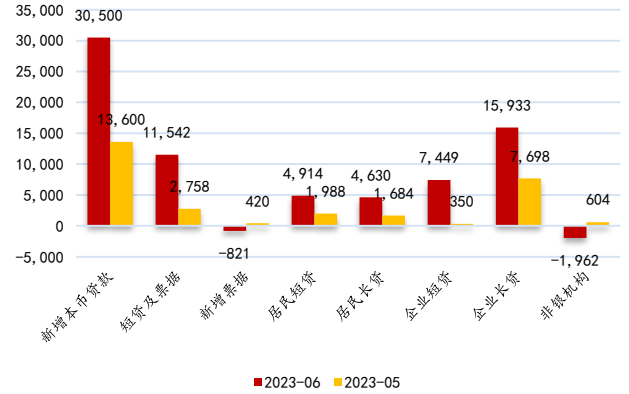
- **社融同比少增源于去年同期政府债券融资放量。**去年 4 月在疫情扰动下社融增量较低，未满足的融资需求在 5-6 月释放，叠加去年 5 月底货币信贷形势座谈会的政策驱动，以及去年 5-6 月政府债券融资大幅多增，推高了去年 5-6 月社融增量，在高基数影响下今年 5-6 月社融增量同比少增，但今年 6 月社融增量规模在近年同期位于较高水平，仅低于 2022 年，宽信用对社融的推升确认见效。6 月社融增量中单政府债券融资同比少增就达到 1.08 万亿，而整体社融增量同比少增也才 9859 亿，除政府债券融资和银行承兑汇票外其他社融项目均同比多增，指向 6 月社融同比少增关键原因即为政府债券融资的少增。今年在没有发行前置的情况下后续政府债融资预计将支撑社融增速回升，6 月 9% 大概率为社融增速底。
- **宽信用的下一步关键在于提高实体投资回报率。**结合贷款与存款看，实体投资回报率仍有待提升，贷款使用效率或仍不高。6 月份贷款增量显著回升，但也伴随着企业和居民部门存款的大幅增加。6 月企业部门存款在连续两个月减少后单月增加 2.06 万亿，居民部门存款单月增加 2.67 万亿，接近 3 月水平，表明在 6 月贷款增量显著回升派生了大量存款；但 M1 增速仅有 3.10%，M2 在去年较高基数基础上增长达 11.30%，M2 与 M1 增速差大幅扩大，低迷的 M1 与扩大的 M2-M1 增速差意味着资金活性依然较低。
- **政府部门融资节奏趋稳。**6 月政府债券融资规模仅 5388 亿元，为有数据以来 6 月最低，尤其是对比去年专项债提前发行导致 6 月 1.62 万亿的政府债券融资，今年 6 月政府融资可谓“谨慎”，相对地，融资规模较低也导致 6 月财政存款使用规模较大，6 月财政存款减少了 1.05 万亿，单月减少规模创同期历史最大。向后看，由于今年专项债未前置发行，相对平稳的发行节奏意味着下半年政府债券融资规模或高于去年下半年，下半年财政“弹药”较足。
- **市场：10 年期国债收益率下破 2.60% 或需要年内二次“降息”。**多项指标或于 6 月见底，经济环比回升可期，但复苏斜率或仍较缓。此前，债券市场在经济复苏预期转弱后围绕偏弱基本面做多的惯性较为坚挺，资金面、政策预期博弈等形成短期扰动。6 月 PPI 大概率已经见底，社融增速或也已经来到年内底部，工业企业利润降幅也已于 5 月大幅收窄，后续经济环比回升态势较为确定。但考虑到 CPI 同比或将阶段性降至 0 以下，信贷社融资金使用效率仍然较低，下半年经济或仍将延续“慢复苏”。资金面宽松且低波动是债券收益率偏强震荡的底气，对政策的预期博弈短期内仍将是长债走势主导，7 月政治局会议将是关键时点，若无强刺激政策出台，则预计三季度 10 年期国债收益率依然维持窄幅波动。三季 10 年期国债收益率跌破 2022 年低点 2.58%—2.60% 区间的概率不高，这一区间或继续是 10 年期国债收益率的阶段性底部，要打破这一区间位置还需要年内第二次“降息”，两次“降息”换来 10 年期国债收益率下破 2.60%。
- **风险提示：二季度内外部均衡的风险增大。**（1）警惕出口对经济增长的拉动作用进一步下降；（2）警惕内部消费或难以抵补对冲外部需求的下滑；（3）警惕出台覆盖地产、基建等行业一揽子经济刺激政策的风险。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



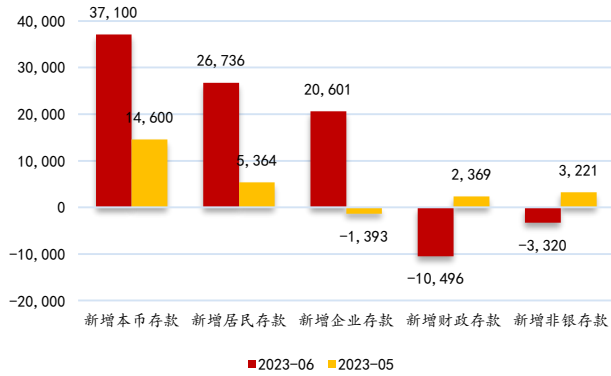
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



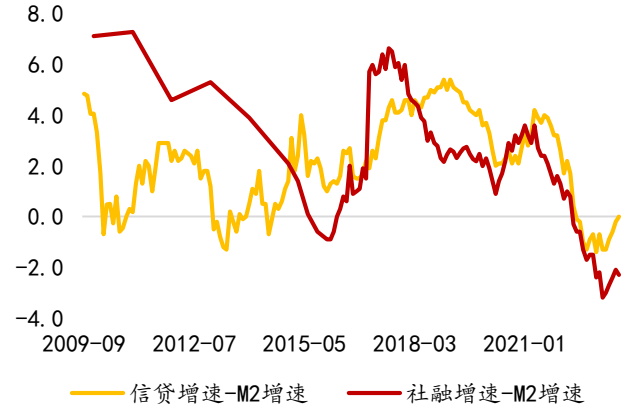
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家、中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富” 固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。