

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师

执业编号: S1500523050006

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

如何看待居民中长贷和房地产销售数据的背离?

2023年7月12日

- **如何看待居民中长贷和房地产销售数据的背离?** 6月居民中长贷同比多增463亿元, 存量增速小幅升至5.3%, 但30城销售数据在去年高基数的影响下, 同比大幅下降32%。由于房贷是居民债务的主体, 居民中长贷通常与房地产销售数据相同步, 因此我们判断数据分歧的原因或在于6月居民中长期经营贷明显增长。一方面, 今年以来居民消费、经营活动持续复苏, 疫情所造成的限制性影响明显小于去年, 居民中长期预期趋于稳定, 经营贷需求或因此增加。另一方面, 可能与居民贷款置换行为有关。我们观察到6月居民提前还贷意愿仍偏强, 当贷款置换操作存在时差时, 可能会造成当月产生新增贷款, 下个月冲减存量贷款。
- **企业信用扩张或已阶段性见顶。** 过去两个月, 企业部门信用扩张明显放缓。从结构上看, 6月企业中长贷连续第11个月同比多增, 但增速已初步呈现见顶迹象。结合历轮周期经验和基数因素, 我们判断下半年企业中长贷增速或出现阶段性回落。从整体上看, 我们将企业融资需求的有关分项加总, 发现已连续2个月出现同比收缩。存款方面, 6月M1-M2增速剪刀差进一步下探, 实体部门资金留置现象较为显著。以上现象, 均与当前国内库存、产能周期等仍在下行有关, 企业内生的融资需求、投资扩产需求有待进一步释放。
- **下半年财政可能错位发力。** 6月社融存量增速较上月下滑0.5个百分点至9%, 其中政府债融资同比少增1.1万亿元, 是最大拖累项。究其原因, 主要与政府债错位发行有关。2022年是地方财政“前置发债”的一年, 当年上半年新增专项债发行进度为82.1%, 今年为59.7%。下半年来看, 地方债待发行规模较高, 财政可能将错位发力, 从而对社融、基建投资等持续形成有力支撑。
- **货币政策有望维持积极取向。** 6月信贷、社融总量扩张超预期, 结构上不乏有边际改善。但也存在企业信用扩张放缓、资金留置现象显著、居民可能存在贷款置换行为等隐忧。此外, 当前国内实际利率水平偏高, 今年二季度通胀中枢较一季度下移1.2个百分点, 高于6月10bp的央行降息幅度, 实际利率水平或进一步走高。基于此, 我们判断下半年各项宏观政策有望维持积极取向, 其中央行或再次降息, 从而推动经济实现均衡复苏。
- **风险因素:** 国内政策力度不及预期, 美联储超预期紧缩, 地缘政治风险等。

目 录

一、如何看待居民中长贷和房地产销售数据的背离？	3
二、企业信用扩张或已阶段性见顶	5
三、下半年财政可能错位发力	6
四、货币政策有望维持积极取向	7
风险因素	8

图 目 录

图 1: 6月居民中长期贷款增速小幅抬升	3
图 2: 6月房地产销售表现明显不及去年同期(30城销售面积7日移动平均)	4
图 3: 6月以来居民提前还贷意愿依然偏强	4
图 4: 今年以来居民房贷增速低位运行,其他贷款增速均有所扩张(截至今年5月)	5
图 5: 企业中长贷增速初步呈现见顶迹象	5
图 6: 企业整体融资需求连续第2个月出现同比收缩	6
图 7: 6月 M1-M2 增速剪刀差进一步下探	6
图 8: 6月新增社融及分项数据,其中政府债融资拖累最大	7
图 9: 今年新增专项债发行节奏类似于2019、2020年,去年则为典型的“前置发行”	7
图 10: 当前国内实际利率水平依然偏高	8

事件：

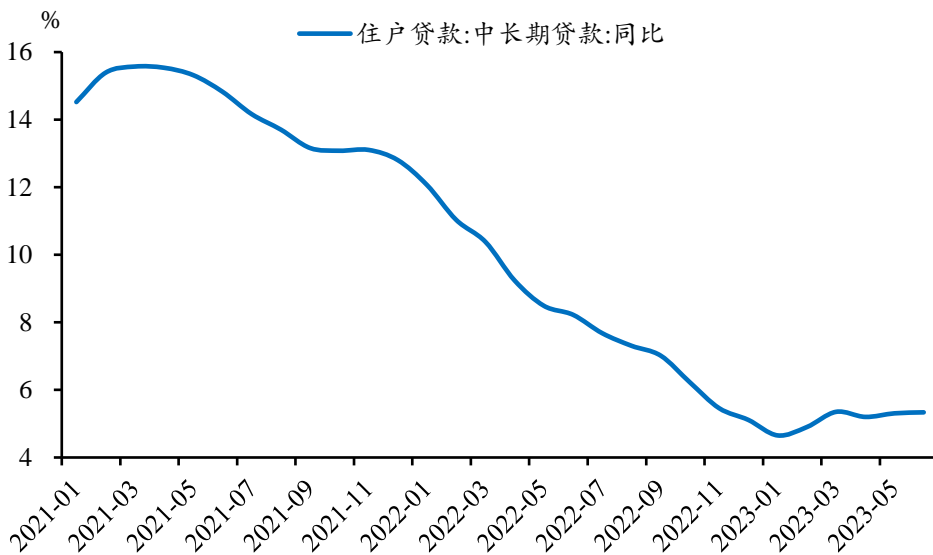
2023年7月11日，央行公布6月金融数据：新增人民币贷款3.05万亿元，预期2.38万亿元，前值1.36万亿元。新增社会融资规模4.22万亿元，预期3.22万亿元，前值1.56万亿元。M2同比增长11.3%，预期11.15%，前值11.6%。

一、如何看待居民中长贷和房地产销售数据的背离？

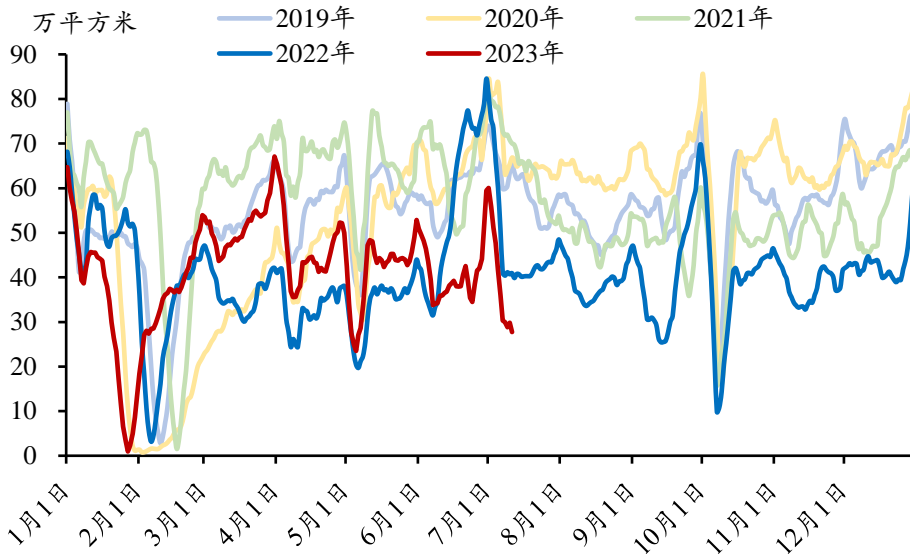
6月新增居民贷款整体改善。其中新增居民短期贷款4914亿元，同比多增632亿元。显示出服务业偏强修复的格局下，居民消费、经营活动较为活跃，从而带动了有关融资需求。经文化和旅游部数据中心综合测算，6月端午节假日，全国国内旅游出游1.06亿人次，同比增长32.3%，国内旅游收入373.10亿元，同比增长44.5%。此外新增居民中长期贷款4630亿元，同比多增463亿元，连续2个月正向贡献。

居民中长贷和房地产销售数据出现明显背离。按照央行信贷收支表口径，居民贷款共分为4类，分别是短期消费贷、中长期消费贷（房贷）、短期经营贷、中长期经营贷。其中房贷在居民贷款中占比超过60%，在居民中长期贷款中占比超过80%，显而易见是居民债务的主体。因此，居民中长贷通常与房地产销售数据相同步，当房地产销售情况较好，居民中长贷扩张，反之则反。从6月数据来看，居民中长贷余额增速录得5.3%，较上月小幅抬升。然而30城销售数据同比下降32%，原因在于去年6月房地产市场迎来一波积压需求的释放，销售数据大幅提升从而基数较高。

图 1：6月居民中长期贷款增速小幅抬升

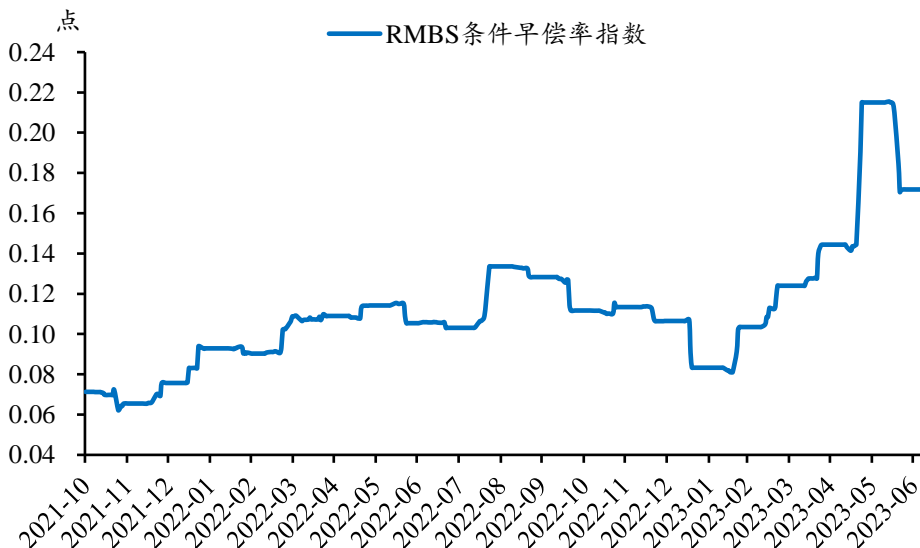


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

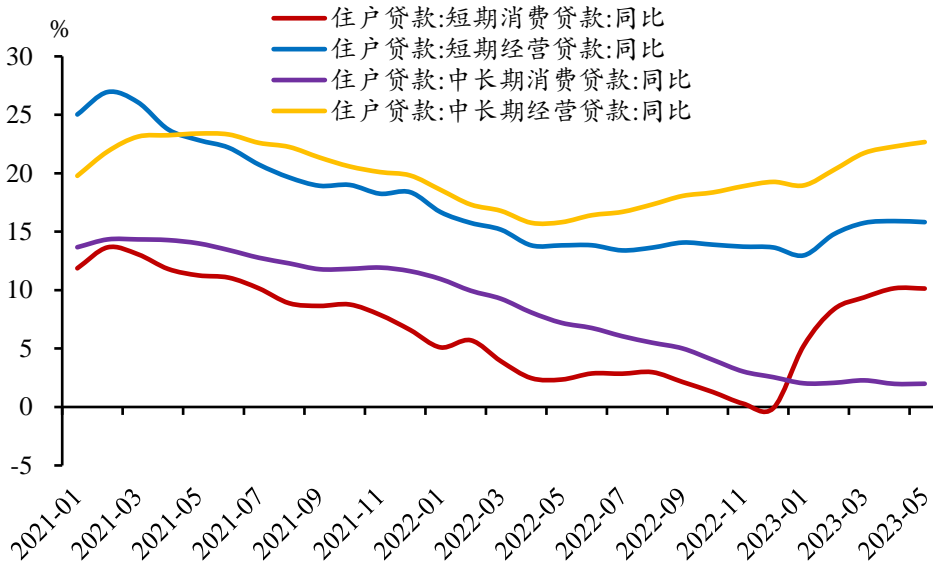
图 2：6 月房地产销售表现明显不及去年同期（30 城销售面积 7 日移动平均）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

因此，6 月居民中长贷增长可能主要来自经营贷贡献。一方面，今年以来居民生产经营活动持续修复，疫情所造成的限制性影响明显小于去年，居民中长期预期趋于稳定，从而经营贷需求扩张。另一方面，可能与居民贷款置换行为有关。值得注意的是，6 月以来居民提前还贷意愿依然偏强，尽管当月下旬 RMBS 条件早偿率指数有所降温，但仍处于 0.17 点的相对高位。居民提前还贷的资金来源包括自有资金，即储蓄、收入等，也包括信贷置换，即借入其他类型贷款，用于置换存量房贷。据国家金融监督管理总局网站公开发布的行政处罚信息，部分地区金融机构存在个人信贷资金违规流入房市的情况。原理上，利用新增贷款置换存量贷款，贷款总余额不变、增量为零。但实务操作中可能存在时差，比如当月产生新增贷款后，下个月做置换操作。从居民不同类别贷款的增速表现来看，今年以来居民房贷增速低位运行，其他类型贷款增速均有所扩张。本月中旬将发布 6 月信贷收支表数据，我们的有关论述届时可通过数据进一步验证。

图 3：6 月以来居民提前还贷意愿依然偏强


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：今年以来居民房贷增速低位运行，其他贷款增速均有所扩张（截至今年 5 月）


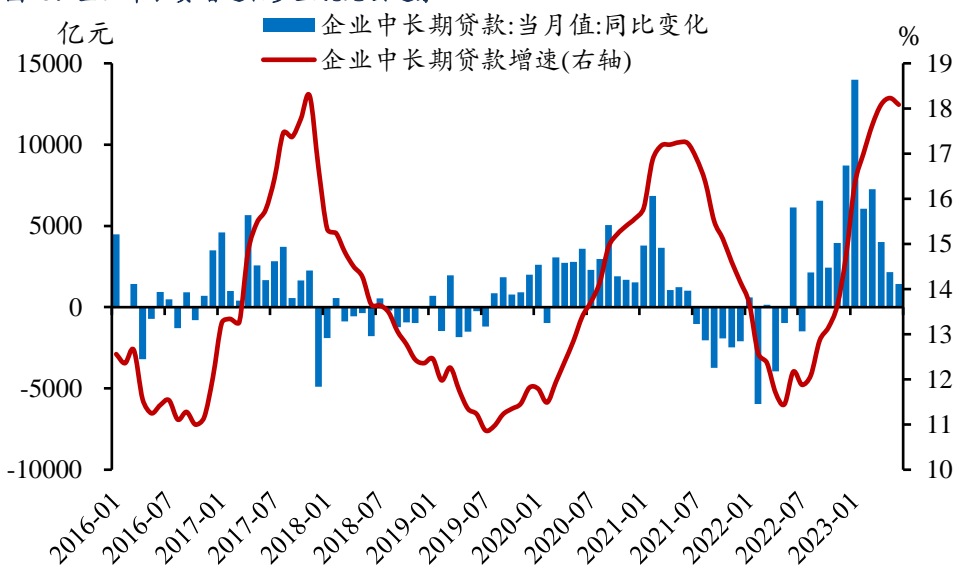
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、企业信用扩张或已阶段性见顶

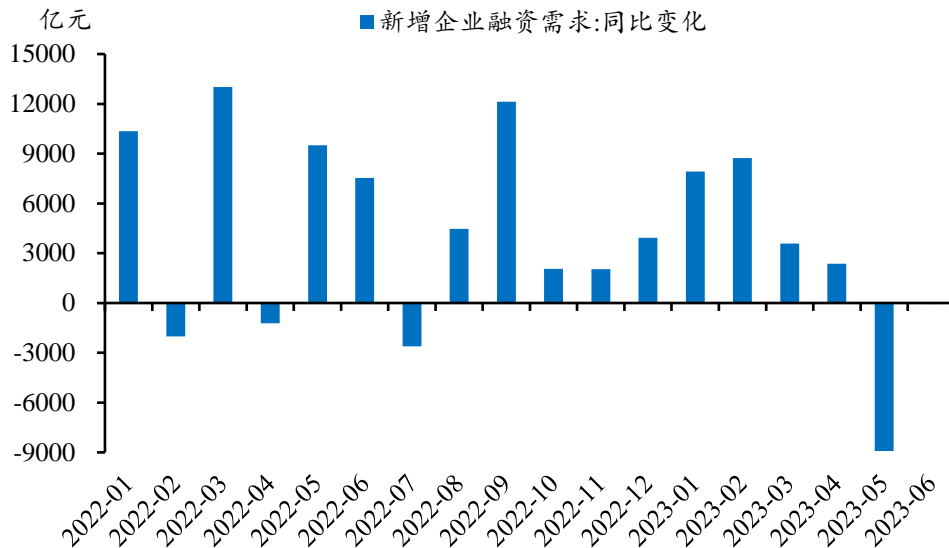
过去两个月，企业部门信用扩张明显放缓。

从结构上看，6 月新增企业中长贷 1.59 万亿元，同比多增 1436 亿元，连续第 11 个月同比扩张。企业中长贷增速自去年下半年以来进入上升通道，今年 6 月增速录得 18.1%，较上月小幅回落，已初步呈现见顶迹象。参考 2016 年以来的历轮企业中长贷周期，增速上升的持续时间为 1 年至 1 年半左右，增速高点在 17.2-18.3% 之间。考虑到今年下半年企业中长贷基数将持续走高，我们判断企业中长贷增速可能出现阶段性回落。

从整体上看，企业信用除银行贷款（含票据融资）之外，还包括企业债融资、三项表外融资（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票），可将上述分项加总，用以衡量企业融资需求。测算结果显示，6 月新增企业融资需求共计 2.4 万亿元，同比少增 59 亿元，连续第 2 个月出现同比收缩。究其原因，依然与当前国内库存、产能周期等仍在下行有关，企业内生的融资需求、投资扩产需求有待进一步释放。

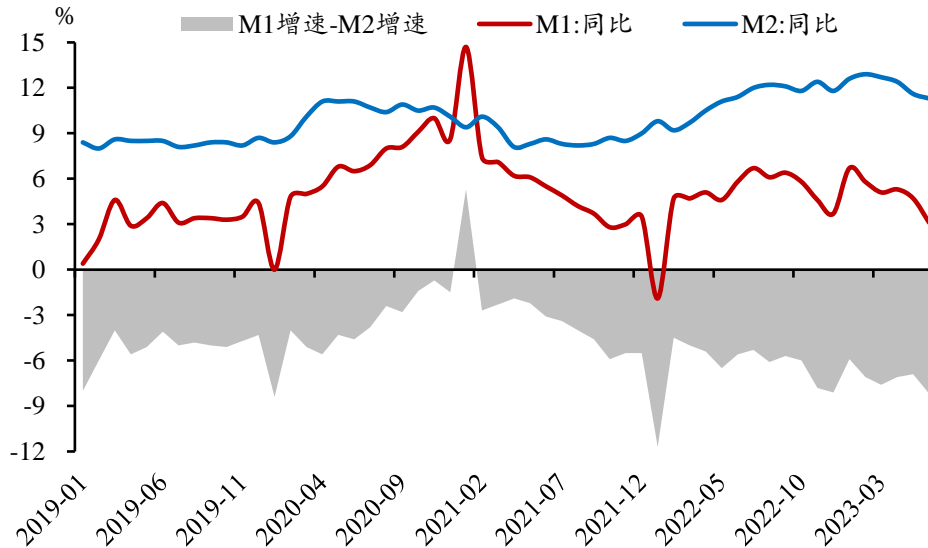
图 5：企业中长贷增速初步呈现见顶迹象


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：企业整体融资需求连续第 2 个月出现同比收缩


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

6 月 M1-M2 增速剪刀差进一步下探，实体部门资金留置现象较为显著。当 M1 在货币供应中的占比更高时，货币流通速度就更快，对实体经济的促进作用也更强，此时 M1-M2 增速剪刀差趋于扩大。今年 6 月，M1 增速录得 3.1%，较上月大幅下降 1.6 个百分点，M2 增速录得 11.3%，较上月小幅下降 0.3 个百分点。M1-M2 增速剪刀差由此下探至 -8.2%，反映出实体部门资金活跃度偏低，更多将存款定期化，以及投资理财、货币基金等，货币更多留置在了金融体系。

图 7：6 月 M1-M2 增速剪刀差进一步下探


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

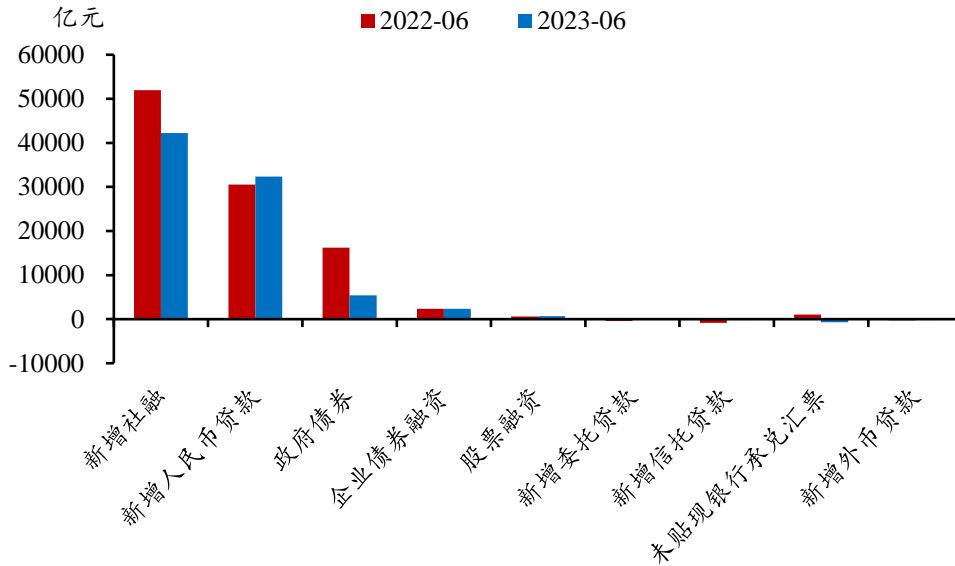
三、下半年财政可能错位发力

政府债融资为 6 月新增社融的最大拖累项。6 月新增社融 4.22 万亿元，同比少增 9726 亿元，社融存量增速随之降至 9%，较上月下滑 0.5 个百分点。从结构上看，6 月新增政府债融资 5388 亿元，同比少增 1.1 万亿元，为最大拖累项。

究其原因，主要与政府债错位发行有关。2022 年是典型的财政“前置发债”的一年，当年的新增专项债限额基本

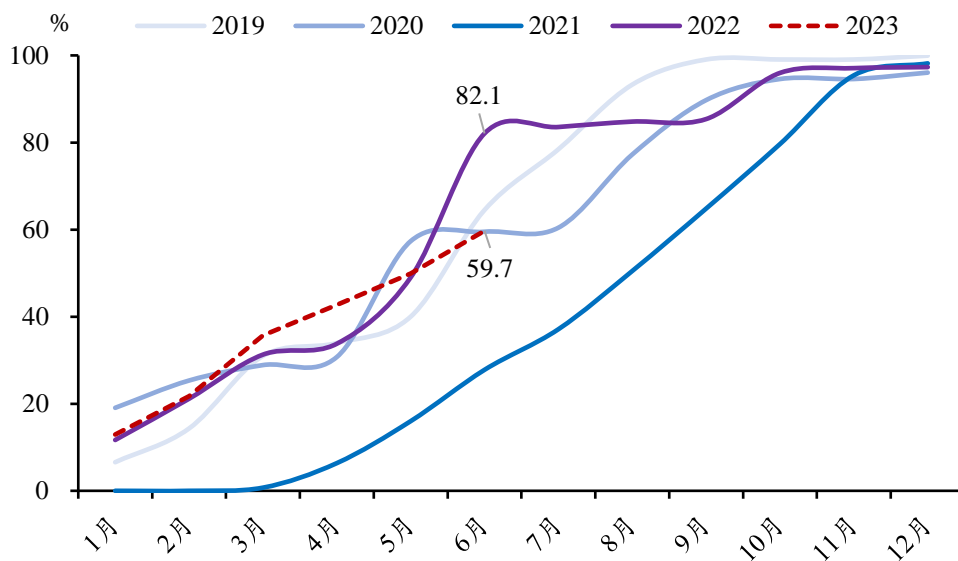
在上半年发行完毕，在考虑下半年动用 5000 亿结存限额的基础上，去年上半年新增专项债发行进度为 82.1%，明显快于历史同期水平。而今年的地方发债节奏更接近于 2019、2020 年，截至 6 月末，新增专项债发行进度为 59.7%。下半年来看，今年第二批新增地方债额度已于 5 月中旬下达省级财政部门，额度约 1.9 万亿元（其中新增专项债额度约 1.5 万亿元），待发行规模较高。因此，今年下半年财政可能将错位发力，对社融、基建投资等持续形成有力支撑。

图 8：6 月新增社融及分项数据，其中政府债融资拖累最大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：今年新增专项债发行节奏类似于 2019、2020 年，去年则为典型的“前置发行”



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

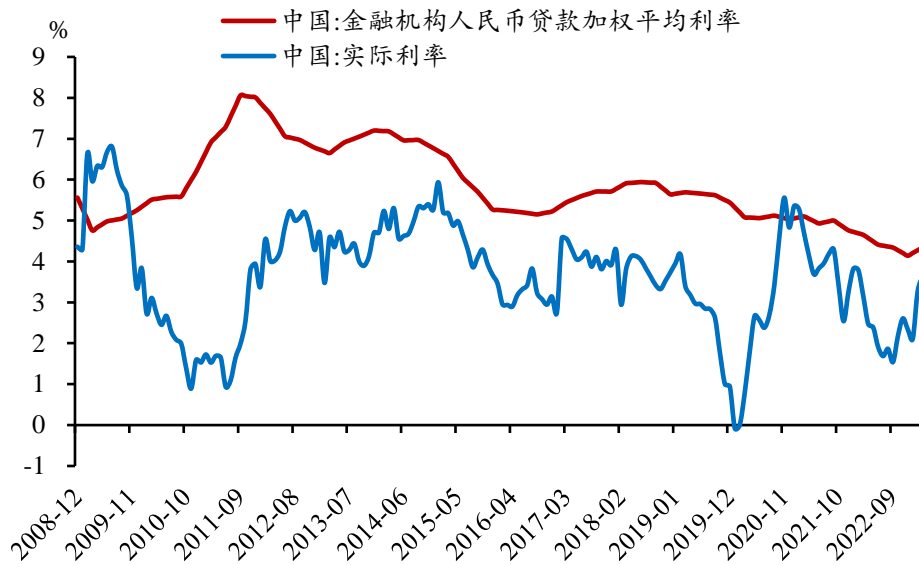
四、货币政策有望维持积极取向

从 6 月金融数据的整体表现来看，不乏有边际改善，总量扩张也超过市场预期。但也存在企业部门信用扩张明显放缓、资金留置现象较为显著、居民可能存在贷款置换行为等隐忧。叠加国内经济复苏依然受到多重宏观周期下行的压力，我们判断下半年各项宏观政策有望维持积极取向，推动经济实现均衡复苏。

货币政策方面，当前国内实际利率水平偏高，年内或有再次降息的可能性。用银行贷款利率减去通货膨胀率的方

法构建国内实际利率指标，今年一季度末国内实际利率水平约为 3.6%，高于过去 3 年 2.85% 的平均水平。二季度来看，尽管央行降息 10bp 并引导 LPR 对称下调，但 CPI 同比中枢降至 0.1%，较今年一季度下降 1.2 个百分点。因此，二季度的实际利率水平或较一季度进一步上升。考虑到实际利率水平偏高不利于各项需求的释放，可能会造成国内物价水平持续承压，据此我们判断今年内央行或再次降息。

图 10：当前国内实际利率水平依然偏高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 实际利率=银行贷款利率-通货膨胀率

风险因素

国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyui@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。