

2023年07月12日

6月金融数据喜忧参半

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 人民币信贷：居民信贷边际改善、企业端持续高增

6月新增人民币信贷规模超预期，居民端信贷显著好转，企业贷款维持韧性。2023年6月新增人民币贷款3.05万亿元，同比多增2400亿元。

结构上看，居民户贷款增长是亮点，企业中长贷创新高。居民贷款新增9639亿元，同比多增1157亿元，比过去五年同期均值多增1305亿元，表明居民端信贷实质性回暖。居民贷款意愿边际提升，一则6月央行降息、降LPR，居民融资成本下行；二则商业银行持续下调个人消费贷利率。需要注意，中长贷环比虽边际改善，但6月大中城市商品房成交面积同比大幅下滑，地产销售景气度未明显好转，与近五年均值相比，居民中长期贷款偏低，按揭贷款需求仍待提振。企业中长贷维持强势，同比多增1436亿元。上半年在稳增长政策的引导下，金融机构对中长期投资端的支持力度积极。企业短贷规模稳定增长，6月随着市场环境转暖，企业经营贷投放有所增加。票据融资同比少增1617亿元，6月票据利率由高点一路下行，尽管票据融资的规模有所下滑，但票据利率的下降一定程度揭示了实体需求的隐忧。

● 社融：人民币信贷支撑社融总量高增

6月新增社融4.22万亿元，同比少增9726亿元，社融总量超预期，结构上人民币贷款为主要支撑项，政府债券大幅少增拖累社融。社融存量增速降至9.0%。与近5年同期均值相比，社融总量多增8152亿元，总体超市场预期。社融口径新增人民币贷款同比多增1825亿元。融资成本下行和金融机构的有意放量推升6月信贷投放增长。

表外融资方面，未贴现票据同比少增1758亿元，委托与信托贷款小幅多增。委托和信托贷款分别受政策性金融工具、房地产企业信托贷款的支撑，上半年整体多增。未贴现银行承兑汇票的少增或反映企业经营环境仍有待改善。

直接融资方面，政府债券同比少增10828亿元，为6月社融少增的最主要原因。与2022年相比，2023年专项债发行速度从5月起有所放缓，据Wind，6月专项债共发行3722亿元。向后看，第二批地方债额度（理论最高额度约1.9万亿）已下达，或主要在三季度发行。2022年7月开始专项债发行的基数显著放缓，预计下半年政府债券融资同比降幅将收窄，有望转向同比多增。

● M2与存款：实体经济活跃度仍待提振

M1、M2同比均下滑，M1-M2剪刀差走阔至-8.2%。存款结构来看，居民和非银机构存款多增，企业存款显著少增、财政存款多减。居民存款新增26736亿元，同比多增1997亿，且非银机构存款同比少减2195亿元，可以推断居民更多选择储蓄以及理财基金等投资。企业存款同比少增8709亿元。企业存款显著下滑或一方面反映居民存款向企业的转移偏弱；另一方面，结合企业贷款持续放量，或指向企业加大投资。财政存款同比多减6129亿元，6月财政支出力度加强。

M1同比大幅回落，意味着企业活期存款下行，或反映6月经济复苏边际放缓，企业经营环境有待提升，当前需求仍有较大提振空间。一方面，流动性在银行间市场形成淤积，实体流动性需求偏弱；另一方面，地产销售6月再度遇冷，房企等企业部门生产经营的活跃度有限，同时，居民消费回暖速度仍较慢。

向后看，随着稳增长一揽子政策的陆续研究出台，实体需求的恢复有望加速。财政政策将继续稳步发力；货币政策方面，下半年降准、降息概率仍存，再贷款、再贴现等工具也有可能平稳推出；信贷方面，预计金融机构对企业中长贷的投放将保持在较高水平，但节奏或有所放缓。最后，6月居民信贷的边际改善推升社融超预期，我们认为居民端贷款需求正逐渐回暖，但仍存不确定性。随着后续地产二、三、四线城市的需求端进一步放松和其他扩内需政策出台，居民消费有望恢复企稳，但居民信心的实质改善仍需密切观察。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《PPI同比或已触底——6月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.7.11

《抓紧实施一批政策措施—宏观周报》-2023.7.9

《低失业率或将是后续加息的关键因素——美国6月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.7.8

目 录

1、 人民币信贷：居民信贷边际改善、企业端持续高增.....	3
2、 社融：人民币信贷支撑社融总量高增	4
3、 M2 与存款：实体经济活跃度仍待提振.....	5
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 居民中长贷边际改善但仍处于低位	3
图 2： 6 月票据利率快速下行	3
图 3： 6 月人民币信贷高增，居民和企业端同为支撑.....	4
图 4： 人民币贷款多增对社融形成支撑	4
图 5： 表外融资同比少增	4
图 6： 2022 年 5-6 月政府债券净融资额快速增长	5
图 7： 6 月社融存量增速显著下降	5
图 8： 6 月企业存款同比大幅少增	6
图 9： 二季度问卷中更多居民偏好消费、减少投资.....	6
图 10： M1-M2 剪刀差再度走阔.....	6

1、人民币信贷：居民信贷边际改善、企业端持续高增

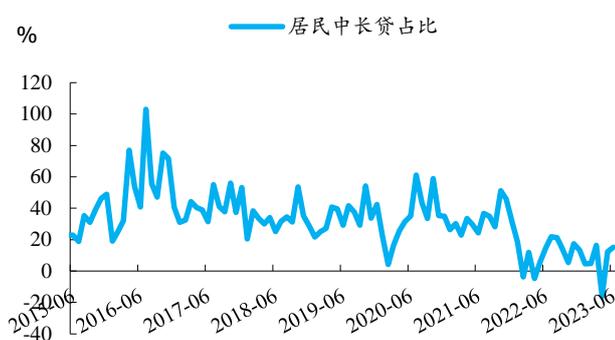
6月新增人民币信贷规模超预期，居民端信贷显著好转，企业贷款维持韧性。2023年6月新增人民币贷款3.05万亿元，同比多增2400亿元，比过去五年同期均值多增约1万亿元。

结构上看，6月居民户贷款增长是亮点，企业中长贷保持强势。居民贷款新增9639亿元，同比多增1157亿元，比过去五年同期均值多增1305亿元，表明居民端信贷实质性回暖。居民短贷同比多增632亿、中长贷同比多增463亿。一则6月央行降息、降LPR，居民融资成本下行；二则商业银行持续下调个人消费贷利率，居民贷款意愿提升，消费贷和房贷边际回暖。与历史同期水平对比来看，本次短贷对居民端贷款的支撑力度更强。中长贷环比虽边际改善，但6月大中城市商品房成交面积同比大幅下滑，地产销售景气度未明显好转，与近五年均值相比，居民中长期贷款偏低，按揭贷款需求仍待提振。

企业贷款新增2.28万亿，其中短贷新增7449亿，中长贷新增1.59万亿。企业中长贷维持强势，同比多增1436亿元。尽管6月为季节性贷款投放高点，但相比近5年同期均值，6月企业中长贷同比多增约8000亿元。2023年上半年，企业贷款累计同比多增1.4万亿，中长贷多增3.49万亿，指向上半年在稳增长政策的引导下，金融机构对中长期投资端的支持力度积极。企业短贷规模稳定增长，6月随着市场环境转暖，企业经营贷投放有所增加。

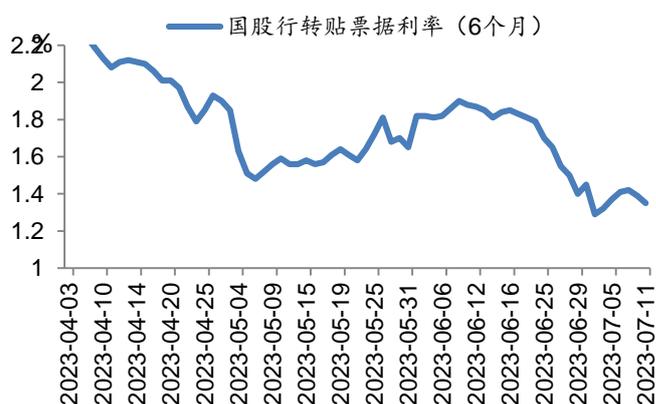
表内票据和非银机构贷款同比少增。票据融资同比少增1617亿元，6月票据利率由高点一路下行，尽管票据融资的规模有所下滑，但票据利率的下降一定程度揭示了实体需求的隐忧。

图1：居民中长贷边际改善但仍处于低位



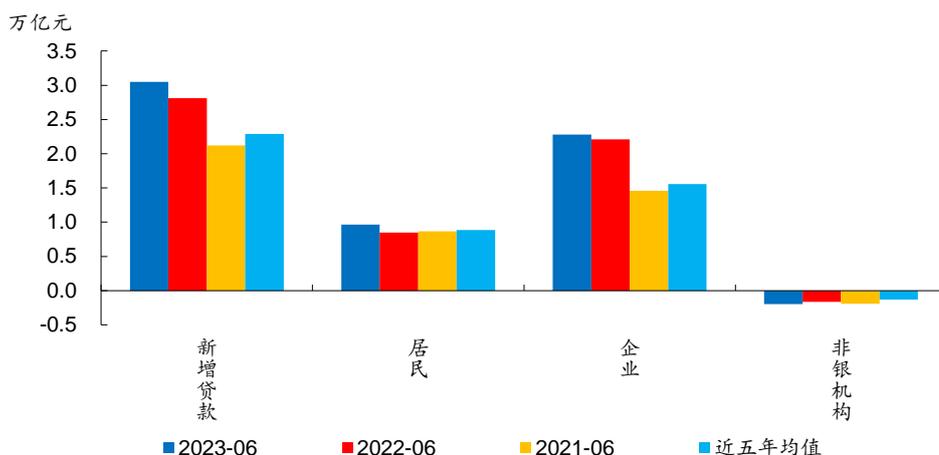
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6月票据利率快速下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：6月人民币信贷高增，居民和企业端同为支撑



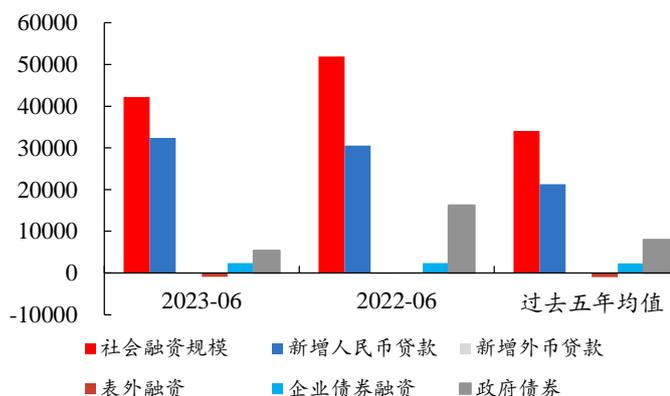
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、社融：人民币信贷支撑社融总量高增

6月新增社融4.22万亿元，同比少增9726亿元，社融总量超预期，结构上人民币贷款为主要支撑项，政府债券大幅少增拖累社融。社融存量增速降至9.0%。

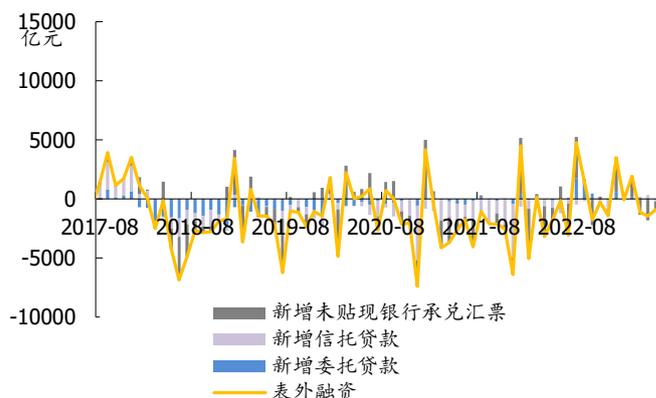
社融同比少增与2022年6月社融高基数有关，从历史平均水平来看，6月社融比近5年同期均值多增8152亿元，总体超市场预期。社融口径新增人民币贷款32365亿元，同比多增1825亿元。人民币贷款的主要支撑是企业中长贷和居民短贷，且居民中长贷也有边际改善。融资成本下行推升6月信贷投放增长，同时与金融机构的节奏控制也有一定关系。

图4：人民币贷款多增对社融形成支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：表外融资同比少增

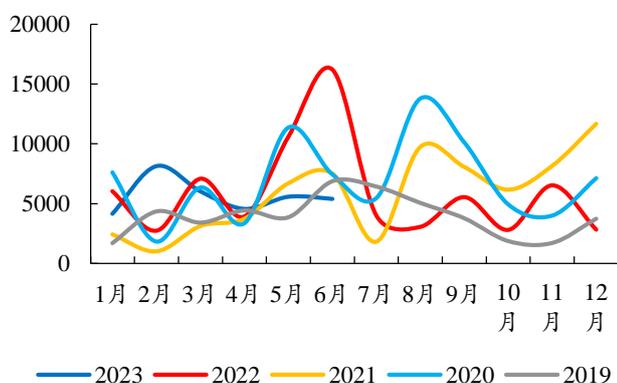


数据来源：Wind、开源证券研究所

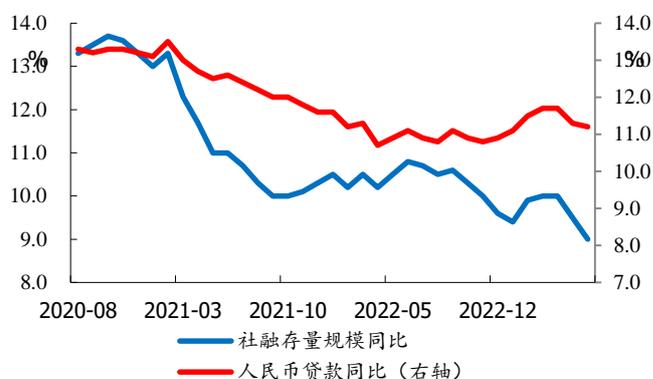
表外融资方面，未贴现票据同比少增1758亿元，委托与信托贷款小幅多增。委托和信托贷款分别受政策性金融工具、房地产企业信托贷款的支撑，上半年整体呈

多增趋势，其中信托贷款上半年同比多增 3980 亿元，金融支持房企政策的落实较为显著。未贴现银行承兑汇票的少增或反映企业经营环境仍有待改善。

直接融资方面，政府债券同比少增 10828 亿元，为 6 月社融总量少增的最主要原因。2022 年 6 月为当年专项债发行的高峰，规模达到 1.35 万亿元；相比之下，2023 年由于稳增长急迫性相对较弱，专项债发行速度从 5 月起有所放缓。据 Wind，6 月专项债共发行 3722 亿元。因此，专项债发行的错位造成政府债券的大幅少增，截至 6 月底，专项债共发行 2.23 万亿，后续专项债预计保持平稳节奏。5 月中下旬财政部门已向地方下达 2023 年第二批地方债额度，理论最高额度约 1.9 万亿，或主要在三季度发行。2022 年 7 月开始专项债发行的基数显著放缓，预计下半年政府债券融资同比降幅将收窄，有望转向同比多增。企业债券融资同比几乎持平，但不及季节性表现，或与企业信贷高增对债券融资的挤出效应有关。

图6：2022 年 5-6 月政府债券净融资额快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：6 月社融存量增速显著下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M2 与存款：实体经济活跃度仍待提振

M1 同比降 1.6 个百分点至 3.1%，M2 同比降 0.3 个百分点至 11.3%。社融-M2 剪刀差小幅走阔至-2.3%。

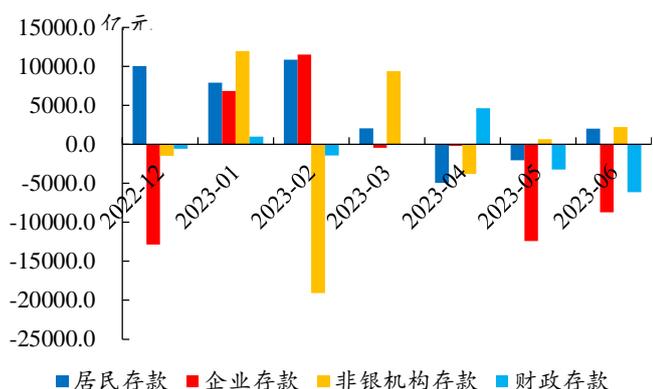
存款结构来看，居民和非银机构存款多增，企业存款显著少增、财政存款多减。居民存款新增 26736 亿元，同比多增 1997 亿。居民储蓄的偏好仍然稳定，并且非银机构存款同比少减 2195 亿元，可以推断居民更多选择储蓄，以及理财和基金等投资。从央行二季度储户调查问卷可知，二季度居民对储蓄的偏好基本不变，而部分投资需求转移至消费需求。与数据出现一定背离的原因或许是 6 月存款利率下调，广义流动性有一部分流向金融机构。

企业存款新增 20601 亿元，同比少增 8709 亿元。企业存款显著下滑或一方面反映居民存款向企业的转移偏弱；另一方面，结合企业贷款持续放量，或指向企业加大投资。财政存款减少 10496 亿元，同比多减 6129 亿元，可知 6 月财政支出力度大幅加强，体现财政积极加码稳增长。

综合来看，M2 的下滑主要受企业存款大规模流出影响，而 M1 同比大幅回落，

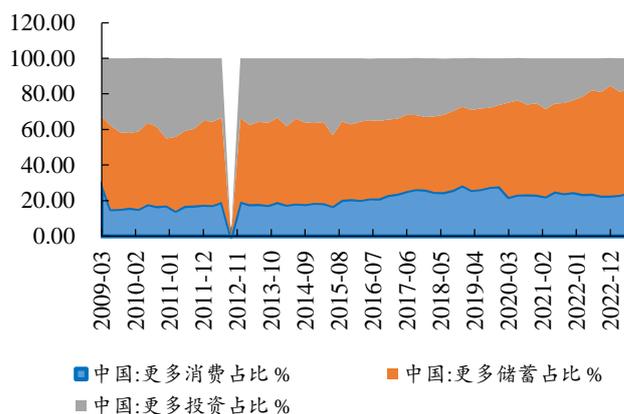
意味着企业活期存款下滑,与未贴现承兑汇票形成呼应,M1-M2剪刀差走阔至-8.2%,或反映6月经济复苏边际放缓,企业经营环境有待提升。上半年,广义货币(M2)共计增加20.9万亿,金融机构贷款投放节奏前置,导致广义货币加速派生,但M1增速始终处于低位,反映当前需求仍有较大提振空间。一方面,流动性在银行间市场形成淤积,实体流动性需求偏弱;另一方面,地产销售6月再度遇冷,房企等企业部门生产经营的活跃度有限,同时,居民消费回暖速度仍较慢。

图8: 6月企业存款同比大幅少增



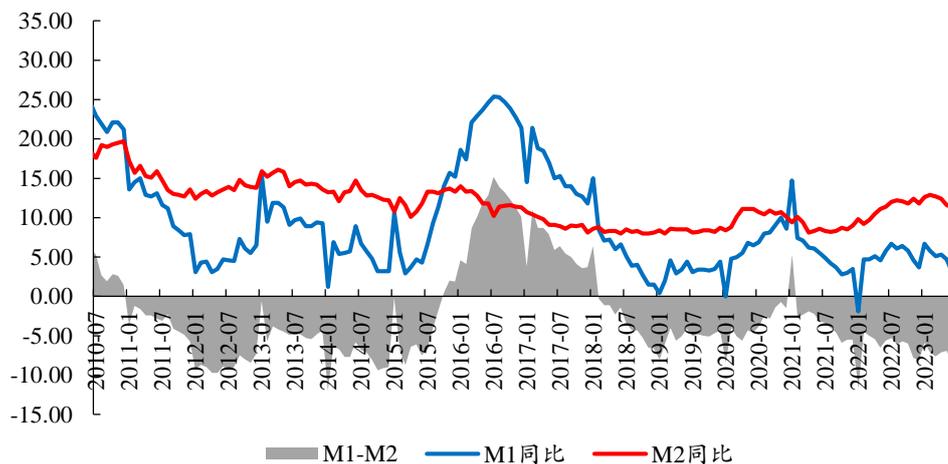
数据来源: Wind、开源证券研究所; 图中为同比多增量

图9: 二季度问卷中更多居民偏好消费、减少投资



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: M1-M2剪刀差再度走阔



数据来源: Wind、开源证券研究所

向后看,随着稳增长一揽子政策的陆续研究出台,实体需求的恢复有望加速。财政政策将继续稳步发力,预计下半年专项债融资节奏平缓,继续支持基建投资;需关注地方政府债务化解方案。货币政策方面,央行上半年保持银行间资金面的合理充裕,并通过降息来降低实体部门融资成本,可见货币政策旨在为稳增长提供较为宽松的流动性环境。下半年降准、降息概率仍存,再贷款、再贴现等工具也有可

能平稳推出。信贷方面，上半年企业中长期贷款的加速放量有效支撑了基建制造业投资增长，为持续提振实体需求，预计金融机构对企业中长贷的投放将保持在较高水平，但节奏或有所放缓。最后，6月居民信贷的边际改善推升社融超预期，作为2023年宽信用的关键变量，我们认为居民端贷款需求正逐渐回暖，但仍存不确定性。随着后续地产二、三、四线城市的需求端进一步放松和其他扩内需政策出台，居民消费有望恢复企稳，但居民信心的实质改善仍需密切观察。

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn