

超预期的金融数据，是预期扭转的强心剂吗？

6月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：何帅辰

邮箱：heshuaichen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

⊕事件：2023年7月11日，中国人民银行公布2023年6月份金融数据显示：2023年6月新增人民币贷款3.05万亿元，去年同期2.81万亿元；新增社融4.22万亿元，去年同期5.18万亿元；社融增速9.0%，前值9.5%；M2同比11.3%，前值11.6%；M1同比3.1%，前值4.7%。

⊕对此我们点评如下：

在不同维度的拆解下，6月的金融数据呈现矛盾分化的主要特征。首先，新增信贷、社融在去年同期较高基数的背景下，依然双双超出市场预期，十分亮眼。主要原因：一方面或是，6月的降息对信贷需求有较好的刺激作用；另一方面，年中信贷考核压力叠加6月国常会释放了明确的稳增长信号，共同推动银行端加大信贷投放的力度。

但是经济数据、流动性指标与信贷超预期的矛盾点体现在：6月份以来的地产销售、票据融资利率等高频数据表现偏弱，均都指向实体经济融资需求或不强，也导致市场此前达成了较弱的一致预期。流动性方面，“M2-M1”剪刀差仍在走阔，处于历史较高水平，M1增速回落到3.1%，均都呈现出当前融资环境较为宽松的背景下，宽货币到宽信用的传导路径仍不够通畅。

反应到市场情绪层面，单月数据的超预期或有助于缓解当前悲观情绪的蔓延，但仍难以成为预期显著改善的强心剂。主要是考虑到今年一季度信贷也呈现出明显的高增长的势头，但最终也未给与市场情绪显著的提振，主因还是宽信用的传导路径不够通畅。因此，本月信贷的高增或较难系统性改变市场目前对于经济偏谨慎的预期。后续仍需观察居民等部门信贷增量的可持续性；政策端，仍需财政政策、产业政策和货币政策协同发力，进一步提高货币政策的传导效率。

⊕风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023年7月11日，中国人民银行公布2023年6月份金融数据显示：

2023年6月新增人民币贷款3.05万亿元，去年同期2.81万亿元；

新增社融4.22万亿元，去年同期5.18万亿元；

社融增速9.0%，前值9.5%；M2同比11.3%，前值11.6%；M1同比3.1%，前值4.7%。

核心观点：

在不同维度的拆解下，6月的金融数据呈现矛盾分化的主要特征。首先，新增信贷、社融在去年同期较高基数的背景下，依然双双超出市场预期，十分亮眼。主要原因：一方面或是，6月的降息对信贷需求有较好的刺激作用；另一方面，年中信贷考核压力叠加6月国常会释放了明确的稳增长信号，共同推动银行端加大信贷投放的力度。

但是经济数据、流动性指标与信贷超预期的矛盾点体现在：6月份以来的地产销售、票据融资利率等高频数据表现偏弱，均都指向实体经济融资需求或不强，也导致市场此前达成了较弱的一致预期。流动性方面，“M2-M1”剪刀差仍在走阔，处于历史较高水平，M1增速回落到3.1%，均都呈现出当前融资环境较为宽松的背景下，宽货币到宽信用的传导路径仍不够通畅。

反应到市场情绪层面，单月数据的超预期或有助于缓解当前悲观情绪的蔓延，但仍难以成为预期显著改善的强心剂。主要是考虑到今年一季度信贷也呈现出明显的高增长的势头，但最终也未给与市场情绪显著的提振，主因还是宽信用的传导路径不够通畅。因此，本月信贷的高增或较难系统性改变市场目前对于经济偏谨慎的预期。后续仍需观察居民等部门信贷增量的可持续性；政策端，仍需财政政策、产业政策和货币政策协同发力，进一步提高货币政策的传导效率。

1. 新增信贷规模显著超预期

6月居民和企业信贷双双明显超预期，在去年同期较高基数的基础上实现同比多增。我们认为，一方面，6月份的降息对信贷需求有较好的刺激作用；另一方面，年中信贷考核压力推动银行加大信贷投放力度，以达到冲业绩的效果；此外，6月12日国常会提出“加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求”，释放了明确的稳增长信号。政策端鼓励银行加大对企业、居民融资需求的支持力度。

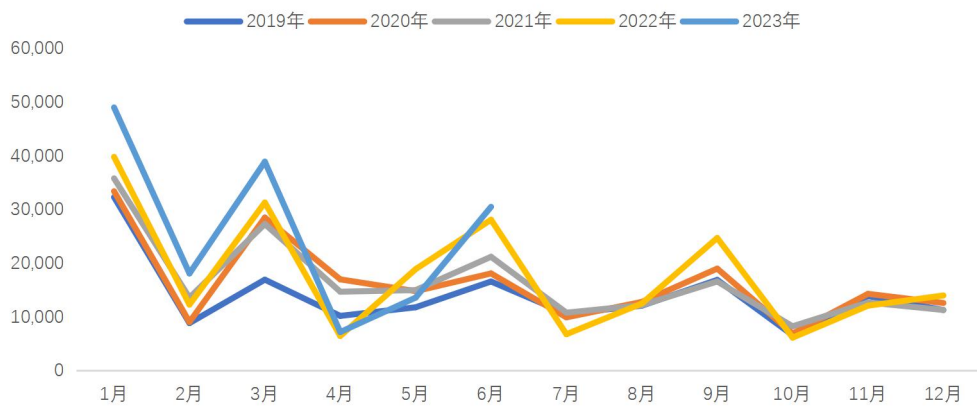
但是，此次信贷数据的明显超预期，与6月份房地产销售、票据利率等高频数据出现明显分化，对于后续信贷大幅扩张的持续性仍需观察。

从信贷结构来看，6月新增信贷3.05万亿元，同比多增2296亿元。分部门来看，居民贷款新增9639亿元，同比多增1157亿元，其中居民短贷新增4914亿元，同比多增632亿元，新增规模为历年6月最高。我们认为，一方面，受端午假期及通常暑期旅游旺季的影响下，推动了居民短贷融资的需求。另一方面，根据中汽协乘用车销量来看，6月，新增226.8万辆，同比增长2.1%，也一定程度上带动了居民短期融资的需求。

6月居民中长贷新增4630亿元，新增规模相比5月大幅回暖。但是居民中长期贷款回暖与高频地产成交数据明显背离，6月30大中城市商品房成交面积为1239.82万平方米，明显低于过去五年同期均值的水平。地产销售面积不太能支持超强信贷表现，且7月份以来30大中城市商品房成交面积表现依然偏弱，居民中长贷扩张的持续性仍待观察。

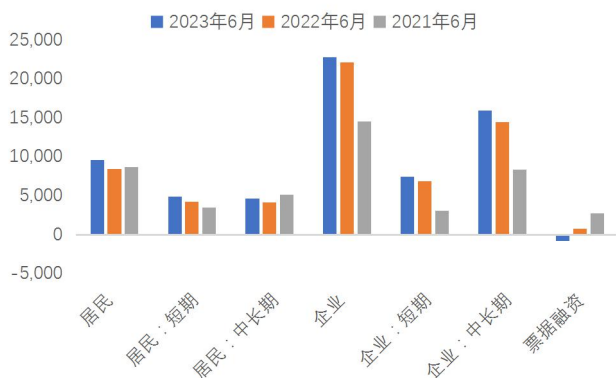
企业部门贷款增加2.28万亿元，同比多增687亿元，其中，短期贷款增加7449亿元，同比多增543亿元；中长期贷款增加1.59万亿元，同比多增1436亿元，延续了今年初以来的多增势头。政策端，6月26日，发改委财金司组织召开扩大制造业中长期贷款投放现场会，引导各金融机构持续加大对制造业支持力度，体现了政策持续鼓励银行加大对制造业中长期贷款的支持力度。但是，由于当前企业经营活力不足的现象依然较为突出，终端需求尚未明显改善、内外需较难共振、政策面倾向于“托而不举”的背景下，通过民营企业端增加投资扩产，以此来推动企业信贷扩张的持续性有待观察。

图1：6月新增信贷规模情况（亿元）



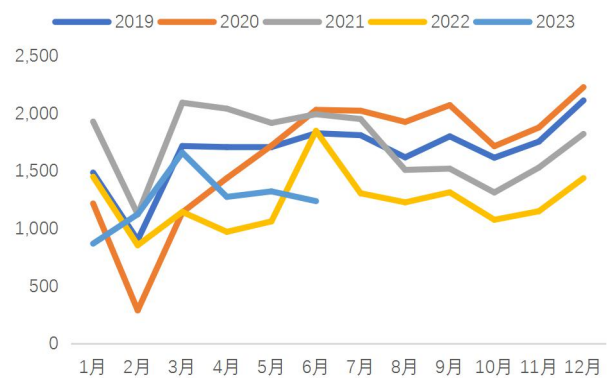
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图2：6月新增信贷分项情况（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图3：6月30大中城市商品房成交面积情况（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

2. 强势的信贷助推社融规模超预期

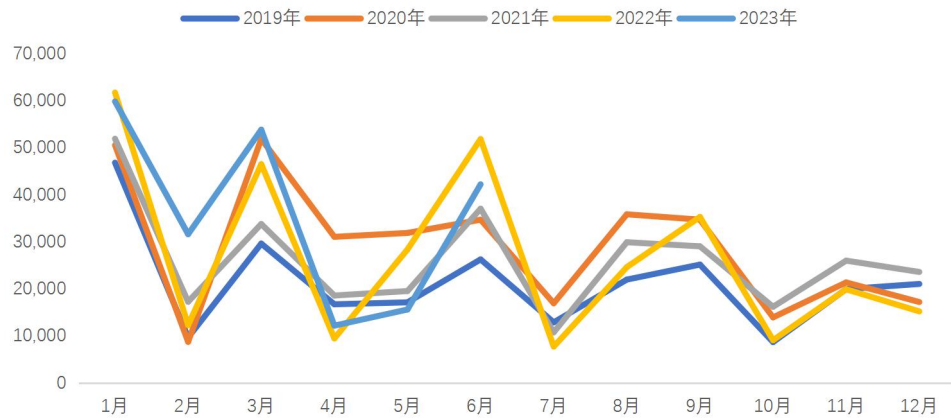
6月新增社融超预期，信贷是主要推动力，政府债券融资则是主要拖累项。政府债方面，由于去年政府债发行明显前置，要求新增地方政府专项债在去年上半年发行完毕，导致去年6

月新增政府债发行量高达 1.62 万亿元。而今年专项债发行节奏更为平稳，导致今年 6 月政府债券融资同比少增 1.08 万亿元，对整体新增社融规模造成较大影响。不过这也意味着下半年专项债发行速度或将提速，叠加去年基数效应的消退，后续政府债券净融资对社融的支撑或将有所增强。

企业债方面，6 月企业债券融资恢复正增长，但是在城投债发行面临严监管的背景下，以及贷款利率下行推动部分债券融资需求被贷款替代的效应下，6 月新增企业债券融资与去年同期基本持平，绝对规模为 2365 亿元，整体继续处于偏低水平。

表外融资方面，6 月表外融资三项均为负增，其中委托贷款和信托贷款同比少减，主要是由于压降力度的减轻，也反映了监管对于在合理范围内的表外融资需求的压降有所减弱。表外票据融资则同比多减 1758 亿元，主要或与去年 6 月华东地区疫后修复造成的基数偏高有关。

图 4：6 月新增社融规模情况（亿元）



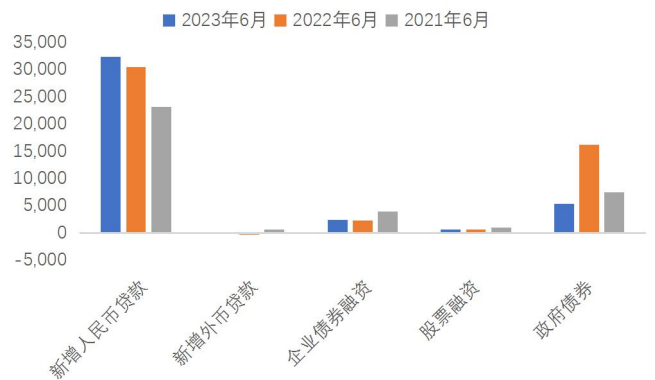
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 5：6 月社融存量规模情况（%）



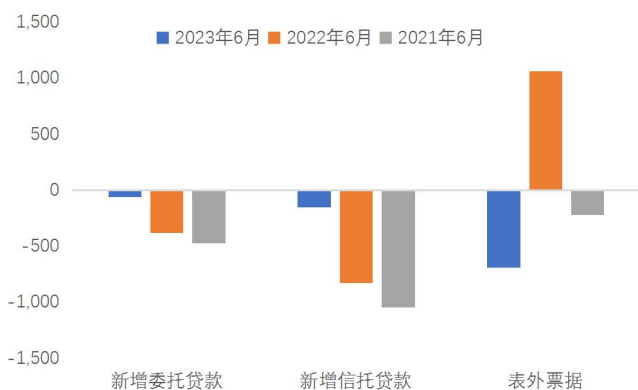
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 6：6 月社融结构情况（亿元）



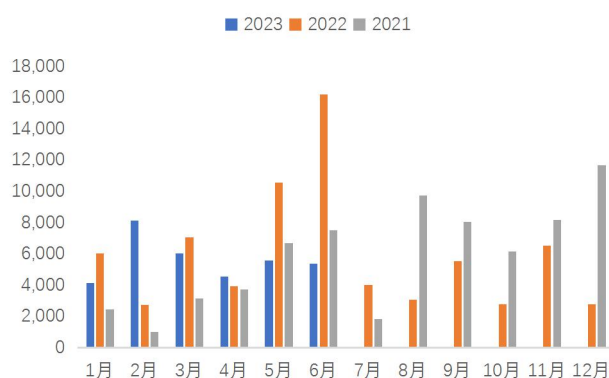
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：6 月表外三项融资情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：6 月政府债券融资规模情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

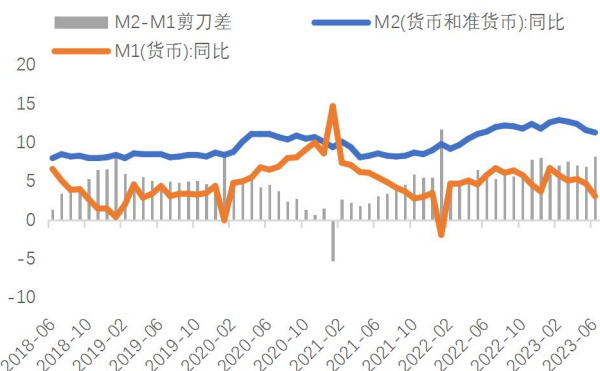
3. M2-M1 剪刀差走阔

6 月末 M2 增速为 11.3%，比上月末下降 0.3 个百分点。6 月新增贷款规模较大，理应带动存款派生加快，但 M2 增速较上月回落，主要原因或是去年同期稳增长政策发力、信贷大幅高增，叠加同期推进大规模退税，共同推高了去年同期的基数。此外，今年 6 月，在国常会释放了明确的稳增长信号后，财政支出力度也在明显加大，6 月财政存款减少了超 1 万亿元，同比多减 6129 亿元，也会对 M2 增速回落起到一定推动作用。

6 月末 M1 增速回落至 3.1%，较上月末下滑 1.6 个百分点，和 M2 增速差扩大至 -8.2%，前值为 -6.9%。除了去年同期基数走高的原因之外，二季度经济复苏势头有所放缓，企业经营活力依然不足，资金活化速度依旧偏慢。

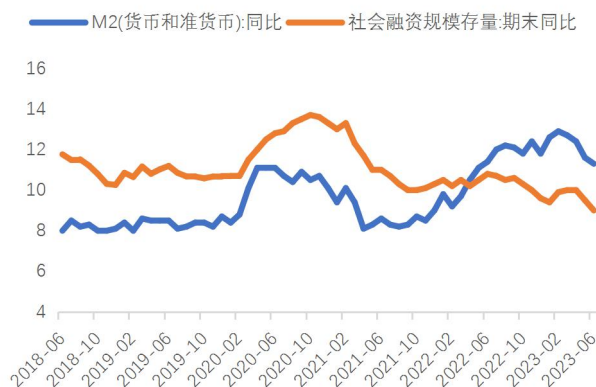
我们认为，当前 M2 增速处于较高水平，和 M1 增速的剪刀差较大，意味着宽货币向宽信用的传导不畅，例如 6 月居民存款新增 2.67 万亿元，延续今年以来多增的势头，虽然本月居民部门增多了融资需求，但在“资产荒”的当下，优质投资机会相对较少，因此暂时较大概率还是回流存放银行。后期政策侧重点仍将会聚焦于扩大内需、提振实体经济活跃度，即货币政策要与财政政策、产业政策相互配合，提振经济内生增长动能，才能更为有效地形成稳增长合力。

图 9：6 月 M2-M1 剪刀差走阔（%）



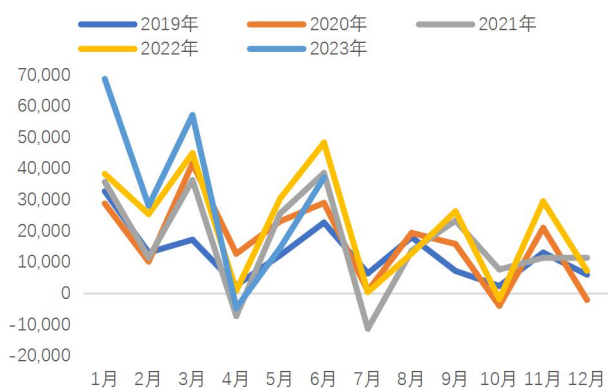
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 10：6 月 M2 与社融存量增速差回升（%）



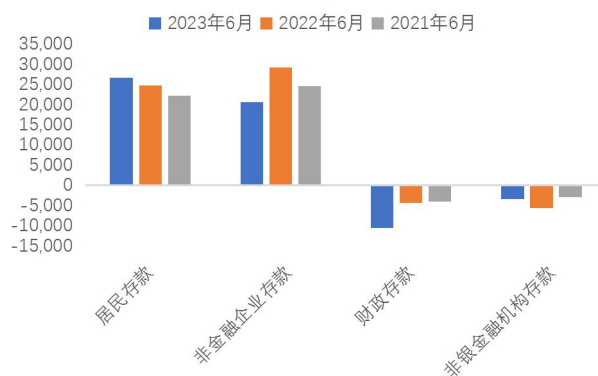
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 11: 6 月新增存款规模情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 12: 6 月非银、财政、企业和居民部门存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

4. 风险提示

经济复苏强度较弱, 居民、企业信心不足, 信贷增长不及预期, 国内政策稳增长力度不及预期。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。