

## 数据超预期后，持续性更需要关注 ——6月社融数据点评

### 摘要

- **上半年社融增量同比多增，贷款占比仍高。**从社融存量看，6月末，社融存量同比增长9%，较前值回落0.5个百分点。从社融增量看，6月社会融资规模增量为4.22万亿元，比上年同期少9726亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加32365亿元，同比多增1825亿元。受传统信贷大月及降息等政策提振，人民币贷款增量超预期。预计后续在政策的加持下，国内经济持续恢复，金融机构对实体经济让利规模仍将较大。
- **新增企业债券融资转负，政府债券融资仍为主力。**从社融结构看，直接融资占比继续回落，6月新增直接融资占同期社会融资规模增量的20.02%，较5月回落6.65个百分点。新增企业债券融资有所恢复，政府债券融资延续较稳定态势，6月直接融资占比回落，政府债券仍为主要贡献项，预计三季度新增专项债发行量将较为可观。表外融资占比较上月增加，信托再迎整改。
- **居民短期贷款增量明显，企业贷款结构继续改善。**6月，人民币贷款增加3.05万亿元，同比多增2296亿元，企业贷款增加22561亿元，同比多增362亿元，其中短期贷款增加7449亿元，在传统信贷大月、降息及结构性货币政策放量的带动下，企业短期同比多增543亿元，企业中长期贷款增加15933亿元，同比多增1436亿元。在政策提振下，预计企业将延续复苏态势，融资需求也将逐渐恢复。6月，住户贷款增加9544亿元，同比多增1095亿元，其中，居民短期贷款增加4914亿元，在6月购物节及端午假期的推动下，对于居民消费需求、短期贷款有一定拉动；中长期贷款增加4630亿元，同比多增463亿元，但较2021年同期少增526亿元，6月房地产市场仍偏弱。后续随着促消费、稳房地产等政策效果显现，居民贷款或逐渐向好。
- **M2增速延续回落，财政存款同比多减。**6月，M2同比增长11.3%，增速比上月末回落0.3个百分点。6月人民币存款增加3.71万亿元，同比少增1.12万亿元，其中，财政性存款同比多减6129亿元，指向财政支出有所加大；住户存款同比多增1997亿元；非金融企业存款同比少增8709亿元。M1与M2剪刀差较上月扩大1.3个百分点。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，在基数作用下，M2延续回落态势。
- **风险提示：**国内需求不及预期，经济复苏不及预期，房地产市场持续走弱。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

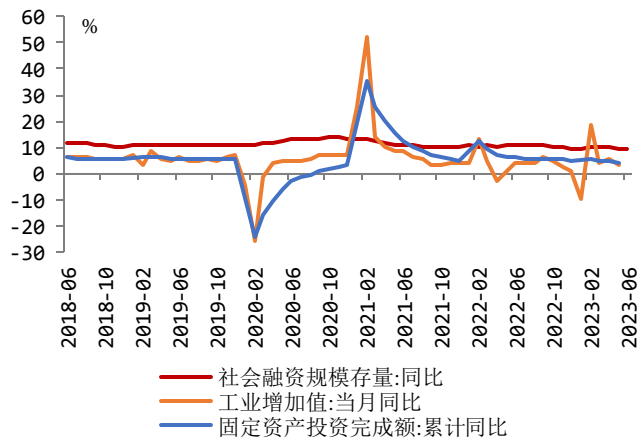
1. 通胀继续磨底，政策累积效应可期——6月通胀数据点评 (2023-07-11)
2. 国内政策节奏加快，联储加息概率上升 (2023-07-07)
3. 他山之石：美国、日本财政政策对比 (2023-07-05)
4. 景气回升，黎明或现——6月PMI数据点评 (2023-07-03)
5. 原材料价格周环比回升，地产假期销售改善 (2023-06-26)
6. 假期消费复苏延续，对外交流积极推进 (2023-06-25)
7. 超级央行周欧美放鹰，国内宽松政策落地 (2023-06-17)
8. 生产消费表现平平，政策提振未来可期 (2023-06-16)
9. 降息落地，期待政策效果显现——5月社融数据点评 (2023-06-14)
10. CPI延续弱势，PPI正在筑底——5月通胀数据点评 (2023-06-11)

6月，社融增量、新增人民币贷款超预期，新增人民币贷款仍是主要贡献项，直接融资延续偏弱。直接融资中企业债券融资有所好转，政府债券融资较稳，但由于项目节奏问题，二季度发行趋缓，三季度预计地方政府债发行量或较可观。贷款方面，企业部门中长期贷款仍同比多增，短期贷款同比也多增，政策效果有所体现，居民部门短期贷款及中长期贷款也都有改善，但短期贷款表现相对更好，6月房地产市场继续边际走弱。6月降息落地，7月房地产政策发布，后续稳增长政策将继续发力，市场信心或逐渐提振，企业和居民融资需求将继续改善。

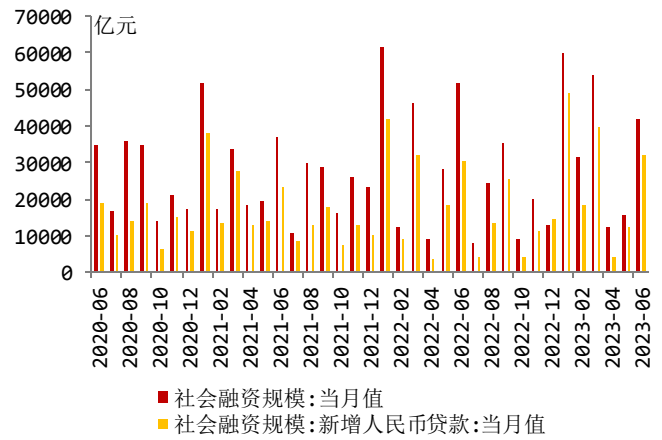
## 1 上半年社融增量同比多增，贷款占比仍高

**新增社融超预期，政策效果有所体现。**6月末，社会融资规模存量为365.45万亿元，同比增长9%，较前值回落0.5个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为228.86万亿元，同比增长11.2%，增速回落0.1个百分点。从结构看，6月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.6%，同比高1.2个百分点。从社融增量看，2023年上半年社会融资规模增量累计为21.55万亿元，比上年同期多4754亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加15.6万亿元，同比多增1.99万亿元，上半年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的72.4%，同比高7.8个百分点。单月来看，6月份，社会融资规模增量为4.22万亿元，比上年同期少9726亿元，但比2021年同期多5183亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加32365亿元，同比多增1825亿元，较2021年同期多增9183亿元。6月对实体经济发放的人民币贷款是新增社融的主要支撑，6月为传统的信贷大月，另外6月上旬，国有大行和多家全国性股份行下调了存款挂牌利率，其中2年期存款下降10bp，3年期和5年期调降15bp，随后政策利率“降息”开启，6月13日，作为短期政策利率的公开市场操作7天期逆回购利率10个月来首次下调10bp至1.9%，常备借贷便利（SLF）和MLF等利率同步下调10bp，20日，1年期、5年期LPR均下降10bp。降息在一定程度上提升了市场信心，支持实体经济复苏。

7月10日，央行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，为引导金融机构继续对房地产企业存量融资展期，加大保交楼金融支持，延长有关政策适用期限。政策延期涉及两项内容：一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付，2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。除上述两条政策外，其他不涉及适用期限的政策长期有效。6月末，央行召开2023年第二季度例会，表示贷款市场报价利率改革红利持续释放，并将继续发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。预计后续在政策的加持下，国内经济持续恢复，金融机构对实体经济让利规模仍将较大。

**图 1：社融存量同比增速回落**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 2：6 月新增社融同比少增**


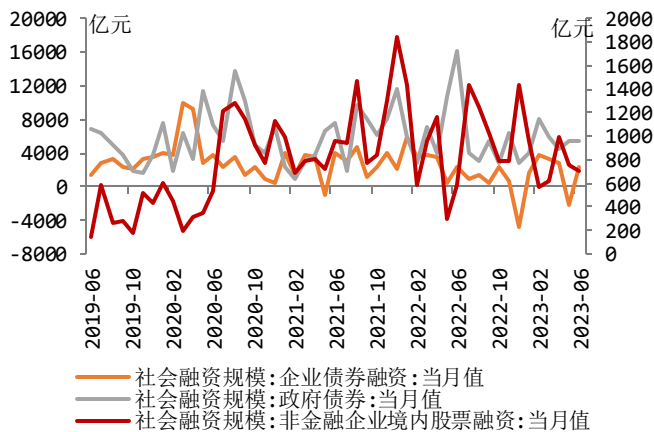
数据来源：wind、西南证券整理

## 2 新增企业债券融资转正，新增信托贷款转负

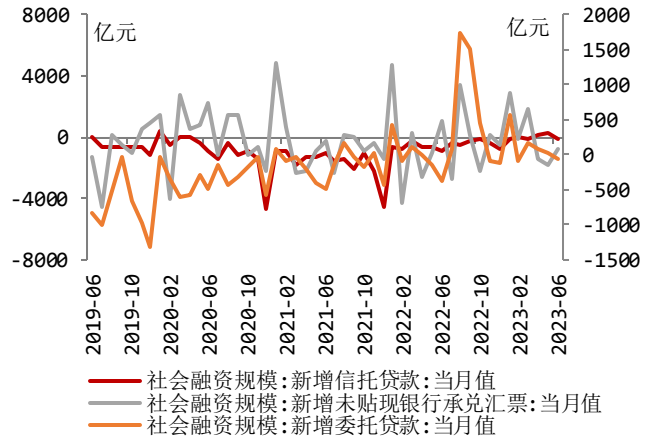
从社融结构看，直接融资占比仍较低，新增企业债券融资有所恢复，政府债券融资较稳定。上半年，新增直接融资 5.01 万亿元，其中企业债券净融资 1.17 万亿元，同比少 7883 亿元；政府债券净融资 3.38 万亿元，同比少 1.27 万亿元；非金融企业境内股票融资 4596 亿元，同比少 432 亿元。单月来看，6 月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 76.69%，较上月略回落 1.85 个百分点；直接融资占比较上月继续回落，6 月新增直接融资 8449 亿元，同比少增 10702 亿元，环比多增 4300 亿元，较 2021 年同期少增 3942 亿元，直接融资本月表现依然较弱。6 月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 20.02%，较 5 月回落 6.65 个百分点。从分项看，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，6 月新增政府债券融资 5388 亿元，同比明显少增 10828 亿元，环比 5 月少增 183 亿元。今年地方债提前批额度较多、下达时间较早，一季度发力明显，但由于第二批新增地方债额度下达时间较晚，导致二季度地方债发行节奏放缓，上半年整体发行进度慢于 2020 年、2022 年同期，和 2021 年较为类似。1-6 月，新增地方债共发行 27353 亿元。其中，新增一般债发行 4344 亿元，进度为 60.3%，低于去年同期的 85.4%；新增专项债发行 23009 亿元，进度为 60.5%，低于去年同期的 82.1%。若扣除中小银行专项债，1-6 月共发行新增专项债 21721 亿元，进度为 57.2%，低于去年同期的 81.8%。6 月单月，新增地方债共发行 4814 亿元。其中，新增一般债、专项债分别发行 776 亿元和 4038 亿元，分别完成进度 10.8%、10.6%。5 月，国家发改委审批核准固定资产投资项目显著提速，当月核准项目总投资达 2888 亿元，明显高于上月的 980 亿元，也高于去年同期。各地依法调整了预算，加快新增地方债发行进度。随着新一批新增地方债限额已于 5 月中下旬下达，各地下半年的发行“闸口”也已经放开，预计三季度新增专项债发行量将较为可观。**企业债券方面**，6 月企业债券融资新增 2360 亿元，同比多增 14 亿元，环比多增 4535 亿元，在债市情况转好下，企业债券融资有所恢复。6 月，非金融企业境内股票融资 701 亿元，同比多增 112 亿元，环比少增 52 亿元。

**表外融资占比较上月增加，信托再迎整改。**上半年，新增表外融资 1823 亿元，其中委托贷款增加 743 亿元，同比多增 797 亿元；信托贷款增加 228 亿元，同比多增 3980 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 852 亿元，同比多增 2619 亿元。单月来看，表外融资减少 902 亿元，同比少减 760 亿元，环比少减 557 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比

例为-2.1%，占比较上月增加 7.2 个百分点。6 月末贴现银行承兑汇票减少 692 亿元，同比多减 1758 亿元，环比少减 1105 亿元；委托贷款减少 57 亿元，同比少减 323 亿元，环比多减 92 亿元；信托贷款减少 153 亿元，同比少减 675 亿元。7 月 10 日，国家金融监督管理总局向信托业下发了《关于〈关于规范信托公司信托业务分类的通知〉实施后行业集中反映问题的指导口径（一）》，这是就 6 月 1 日以来实施的《关于规范信托公司信托业务分类的通知》补充相关配套指引文件。此次指引文件的下发，旨在促进信托业更好地并全面准确进行信托业务分类，同时规范开展各类信托业务，有序实施存量业务整改。

**图 3：6 月直接融资各分项表现**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：6 月表外融资分项表现**


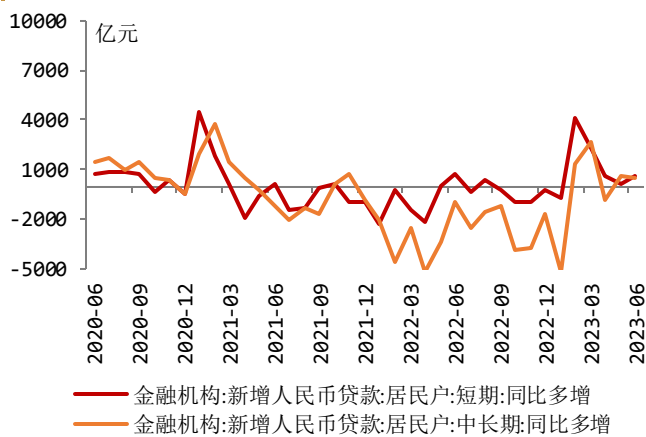
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 居民短期贷款增量明显，企业贷款结构继续改善

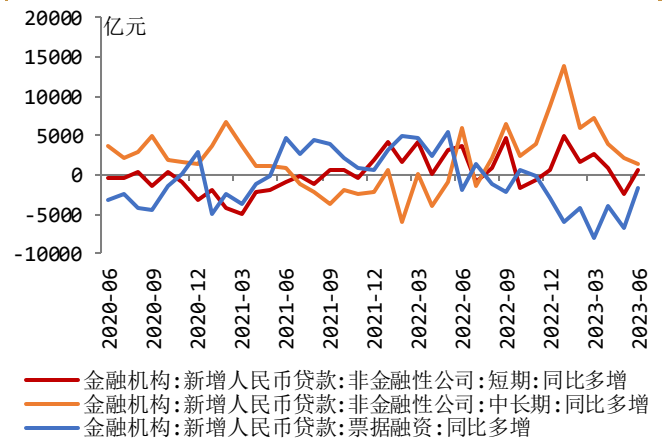
**企业中长期贷款韧性仍强，短期贷款同比多增。**上半年人民币贷款增加 15.73 万亿元，同比多增 2.02 万亿元；分部门看，企（事）业单位贷款增加 12.81 万亿元，其中，短期贷款增加 3.84 万亿元，中长期贷款增加 9.71 万亿元，票据融资减少 8924 亿元。单月来看，6 月，人民币贷款增加 3.05 万亿元，同比多增 2296 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 22561 亿元，同比多增 362 亿元。从贷款结构来看，短期贷款增加 7449 亿元，同比多增 543 亿元，环比 5 月多增 7099 亿元，在传统信贷大月、降息及结构性货币政策放量的带动下，企业短期贷款回升。中长期贷款增加 15933 亿元，同比多增 1436 亿元，环比 5 月多增 8235 亿元。6 月 30 日，央行将支农再贷款、支小再贷款、再贴现分别增加额度 400 亿元、1200 亿元、400 亿元，调增后额度分别为 8000 亿元、17600 亿元、7400 亿元。目前需求下降的势头趋缓，企业生产稳中有增，6 月制造业 PMI 录得 49.0%，较 5 月回升 0.2 个百分点，仍在荣枯线下。从需求端看，市场需求略有改善，但仍显示出不足，外需继续走弱，6 月新订单指数为 48.6%，较 5 月上升 0.3 个百分点，但连续 3 个月收缩；从生产端看，需求稳中有升，企业库存去化较快，6 月生产指数升高 0.7 个百分点至 50.3%，回到荣枯线之上。在政策提振下，预计企业将延续复苏态势，融资需求也将逐渐恢复。

**居民端中长期贷款和短期贷款好转，同比多增。**上半年，住户贷款增加 2.8 万亿元，其中，短期贷款增加 1.33 万亿元，中长期贷款增加 1.46 万亿元。单月来看，6 月，住户贷款增加 9544 亿元，同比多增 1095 亿元，其中，居民短期贷款增加 4914 亿元，同比多增 632 亿元，较 2021 年同期多增 1414 亿元；中长期贷款增加 4630 亿元，同比多增 463 亿元，但

较 2021 年同期少增 526 亿元。在 6 月购物节及端午假期的推动下，对于居民消费需求、短期贷款有一定拉动。再加上，6 月商务部表示继续完善消费政策，加强部门协同，推动出台支持恢复和扩大消费的一系列政策措施；持续办好消费活动；不断创新消费场景。且 29 日国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，就促进家居消费部署相关举措。多地也发布促消费相关举措，在政策和暑假等因素的催化下，居民消费得到一定提振。另外，6 月份楼市延续平淡，根据克而瑞数据监测，6 月重点 30 城供应虽有反弹，环比上升 34%，但从绝对规模来看，仍创近 5 年来同期新低，上半年供应量基本与 2022 年同期持平。成交环比下挫 9%，同比下降 25%，上半年累计同比上涨 17%，增幅较 5 月收窄 13 个百分点。6 月 26 日，住建部表示探索建立房屋养老金制度，为房屋提供全生命周期安全保障；7 月 10 日，央行、国家金融监督管理总局发布通知称，将此前公布的支持房地产市场平稳健康发展的两项金融政策进行调整，继续从政策上呵护房地产市场。后续随着促消费、稳房地产等政策效果显现，居民贷款或逐渐向好。

**图 5：居民部门中长期贷款同比多增**


数据来源：wind、西南证券整理

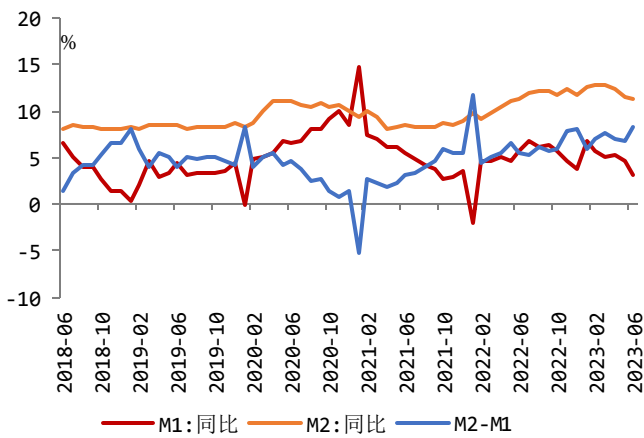
**图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增**


数据来源：wind、西南证券整理

## 4 M2 增速延续回落，财政存款同比多减

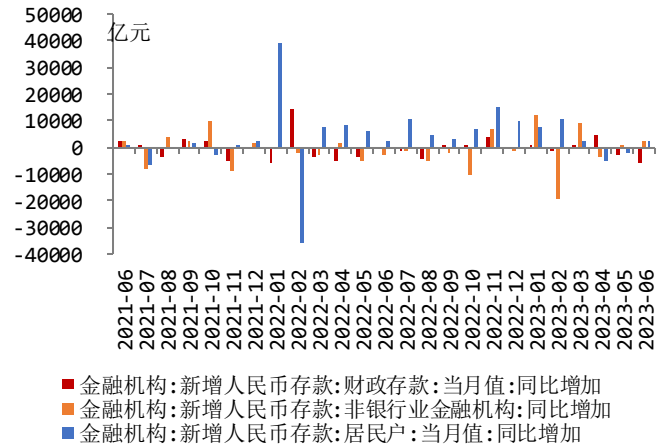
**剪刀差扩大，M2 同比增速回落。**6 月末，广义货币(M2)余额 287.3 万亿元，同比增长 11.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.1 个百分点。上半年人民币存款增加 20.1 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。其中，住户存款增加 11.91 万亿元，非金融企业存款增加 4.96 万亿元，财政性存款减少 125 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.08 万亿元。单月来看，6 月，人民币存款增加 3.71 万亿元，同比少增 1.12 万亿元。其中，财政性存款减少 10496 亿元，同比多减 6129 亿元，指向财政支出有所加大；住户存款增加 26736 亿元，同比多增 1997 亿元；非金融企业存款增加 20601 亿元，同比少增 8709 亿元；非银行业金融机构存款减少 3320 亿元，同比少减 2195 亿元。狭义货币(M1)余额 69.56 万亿元，同比增长 3.1%，增速分别比上月末和上年同期低 1.6 个和 2.7 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 8.2 个百分点，较上月扩大 1.3 个百分点。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，在基数作用下，预计 M2 延续回落态势。

图 7：6 月 M2 增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：6 月居民存款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn



**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn