

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 曹凤文 王靖斐

政策有望支持社融延续改善

阅读摘要

社融总量: 6月新增社融超预期, 实体经济融资需求有待进一步提升。6月社融超预期新增4.22万亿元、同比减少0.97万亿元, 存量规模同比增长9.0%、增速下降0.5个百分点, 社融-M2“剪刀差”延续倒挂。

社融结构: 短期贷款明显改善, 中长期贷款亦延续增长、增速有所下行。企业和居民短期贷款环比、同比均改善, 企业短期贷款同比增速由负转正。企业和居民中长期贷款延续增长, 增速有所下降。部分反映了季末时点因素影响, 也反映了居民消费信心趋于回暖。高基数下6月新增政府债券同比大幅收窄, 一定程度上拖累社融增速。

人民币资金价格: 半年末人民币利率时点性走高, 离岸人民币利率月末走低。6月OMO、SLF、MLF、LPR利率各下调10BP, 季末人行加大投放、呵护市场流动性。6月DR007中枢1.8876%、较5月略有回升, 进入7月DR007再度走低、前10日中枢为1.7405%。离岸人民币利率先升后降, 月末明显回落, 月内隔夜、1个月、3个月CNH HIBOR最高分别升至2.81%、2.92%和2.93%, 6月末分别收于1.46%、2.55%和2.72%, 离-在岸利差月末分别为-2BP、+46BP和+55BP。

港币资金价格: 半年末港元资金价格明显走升、隔夜HIBOR创2006年以来新高。1个月、3个月HIBOR分别由月初的4.5073%、4.7846%升至月末的4.9341%、4.9677%。最优惠贷款利率(BLR)维持5.75%不变, 但随着BLR与HIBOR价差收窄, 后续BLR上调压力加大。港币-人民币价差、美元-人民币价差中枢均有所走阔, 银行活期及储蓄存款占比持续减少、加大香港银行体系资金成本压力。

展望: 预计后续跨周期一揽子政策更强调明确经济增质逻辑、提振中长期增长信心, 财政、产业、货币等政策聚焦调结构、促转型、育动能协同发力, 围绕进一步畅通货币政策传导机制、推动“宽信用”持续显效, 或有新的结构性货币政策工具推出, 并创新积极信贷政策。政策支持下社融总量及结构有望延续改善。美联储7月大概率加息, HIBOR料滞后LIBOR延续上行, 短期内港元-人民币、美元-人民币、港元-离岸人民币价差中枢有延续走阔压力, 跨境贸易结算有望继续带动离岸人民币存款增长, 离-在岸人民币价差中枢走阔压力不大。

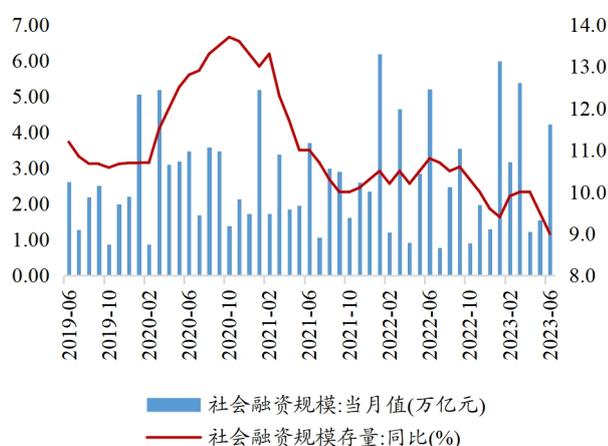
政策有望支持社融延续改善

一、社融及人民币资金价格跟踪

(一) 社融总量：6月新增社融规模超预期，M2增速回落但降幅收窄，社融-M2“剪刀差”延续倒挂

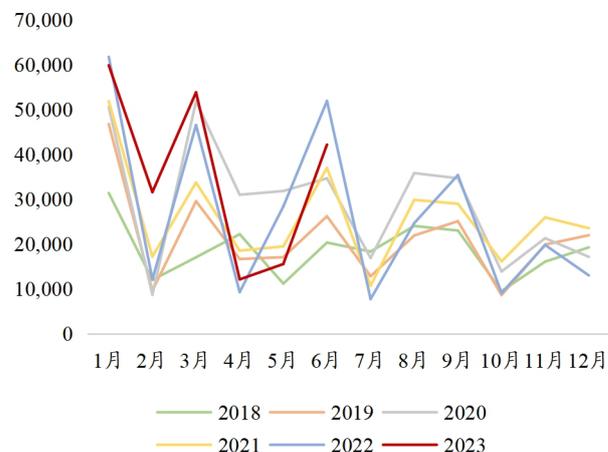
新增社融规模超预期，存量同比增速延续放缓。2023年6月，社会融资规模增量4.22万亿元（前值：1.56万亿、Wind一致预测：3.22万亿），较上月增长2.66万亿元，较去年同期减少0.97万亿元。截至6月末，社融存量规模为365.45万亿元，同比增长9.0%、增速较前值下降0.5个百分点（见图表1-2）。

图表1：新增社会融资规模



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表2：新增社融季节性变化(亿元)

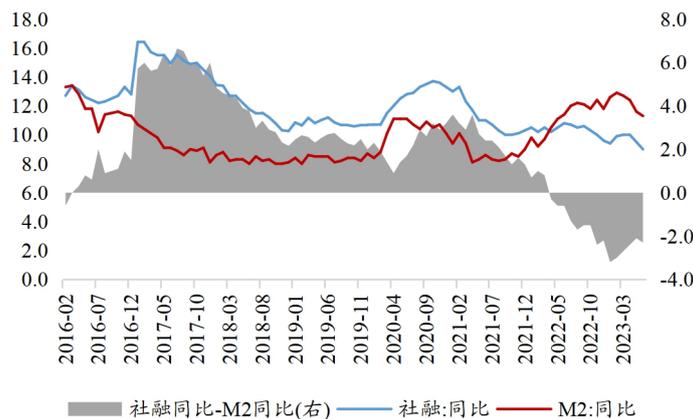


数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

M2增速延续回落，回落幅度收窄。截至6月末，广义货币（M2）余额287.3万亿元、同比增长11.3%，增速较前值、去年同期分别低0.3、0.1个百分点（见图表3），增速回落幅度较上个月收窄0.5个百分点（5月M2增速较前值回

落 0.8 个百分点)。社融-M2“剪刀差”延续倒挂¹，以 M2 增速为代表的广义货币派生速度超过以社融增速为代表的实体经济部门融资需求增速，负向增速差由 5 月的-2.1BP 小幅走阔至-2.3BP，反映实体经济融资需求有待进一步提升。

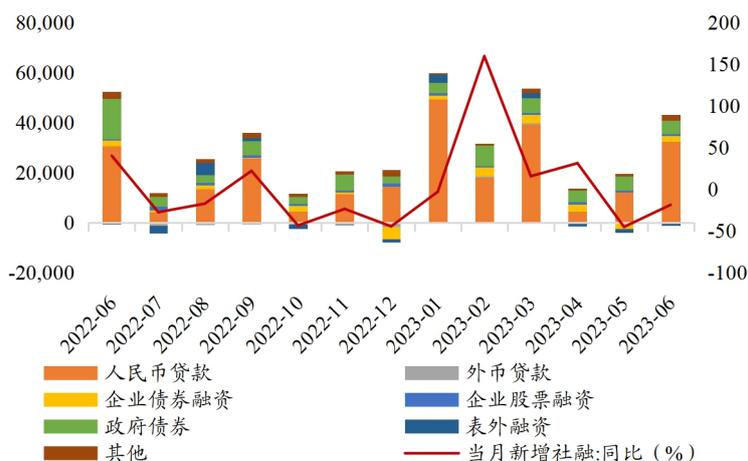
图表 3：M2 同比增速及“社融-M2”剪刀差变化 (%)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

（二）社融结构：企业和居民短期贷款增速走高、中长期贷款规模延续增长但增速有所下行，企业债发行同比增长、高基数下新增政府债券发行规模同比大幅收窄

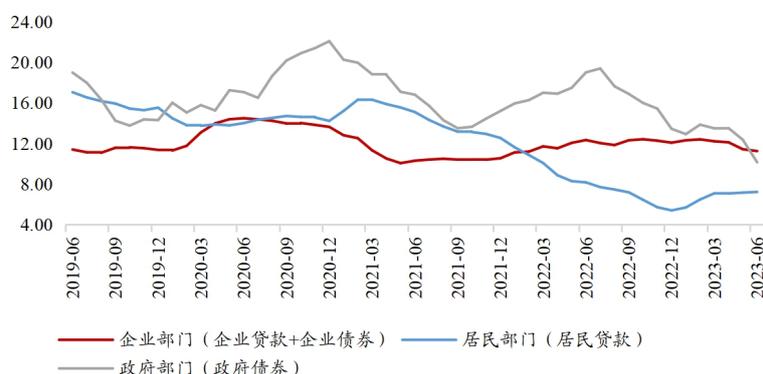
图表 4：各分项新增社会融资规模 (亿元)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

¹ 2016 年以来社融-M2 剪刀差维持正向增速差，但 2022 年 4 月转为负向增速差并维持至今。

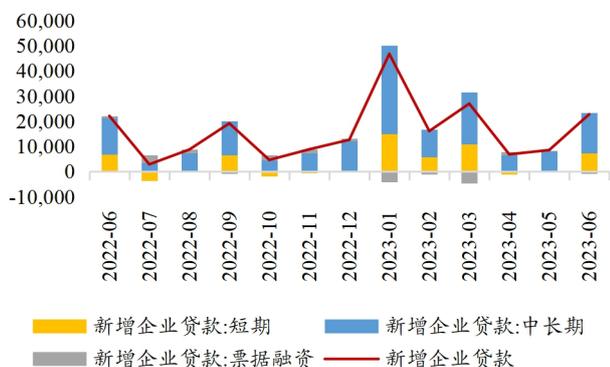
图表 5：各部门信用扩张同比增速 (%)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

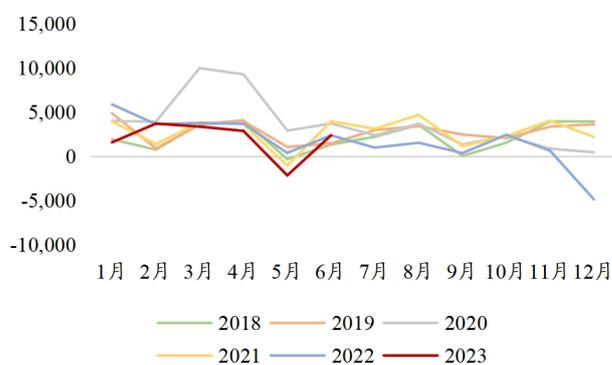
企业部门融资：中长期贷款同比延续增长，企业债融资同比呈增长态势，短期贷款、票据融资边际改善明显，部分反映时点因素影响。6月新增企业贷款22,803亿元，较去年同期增加687亿元。其中，中长期贷款15,933亿元，同比增长1,436亿元，但同比增幅延续收窄（4、5月同比金额：+4,017亿、+2,147亿）。新增短期贷款7,449亿元，同比金额由负转正（5、6月同比金额：-2,292亿、+543亿）。票据融资减少821亿元，较去年同期少增1,617亿元、但同比降幅明显收窄（5月：-6,709亿）。新增企业债融资2,360亿元，同比增长14亿元（见图表6-9）。

图表 6：新增企业贷款规模(亿元)



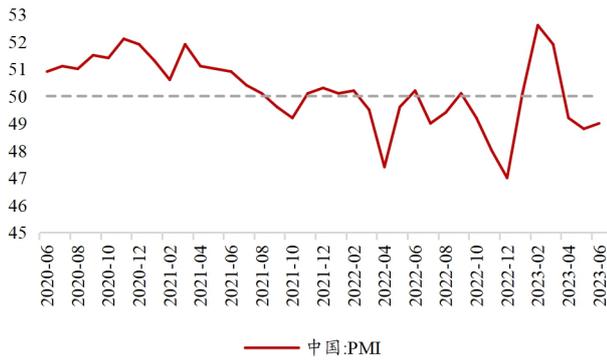
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 7：新增企业债券融资同比金额(亿元)



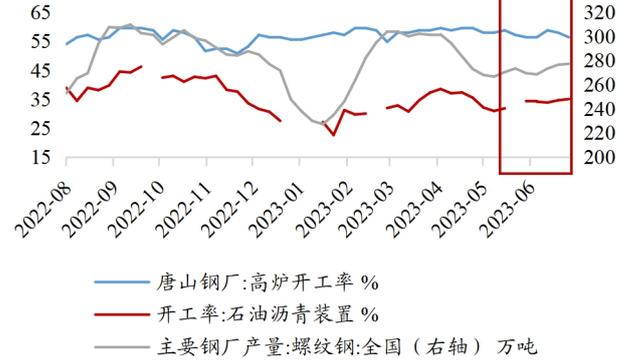
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 8：6 月 PMI 小幅回升至 49



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 9：6 月基建、地产景气度有所改善



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

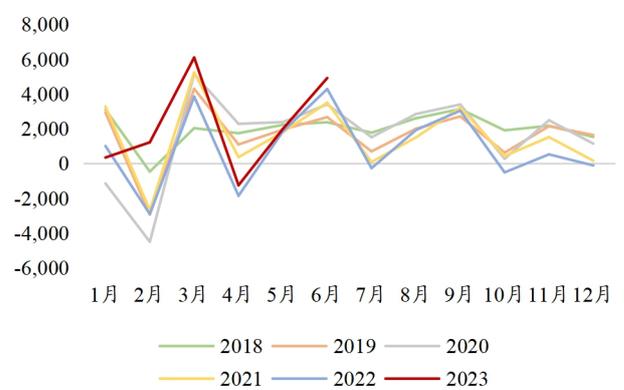
居民部门融资：居民贷款环比改善，中长期贷款增势边际走弱，消费信心回升推动短期贷款同比增长较快。6月新增居民贷款9,639亿元，较去年同期增加1,157亿元。其中：中长期贷款新增4,630亿元，同比增长463亿元、但增幅较5月(+637亿)收窄；新增短期贷款4,914亿元、为近五年较高水平，较去年同期增加632亿元，反映居民消费信心回升。根据央行发布的2023年第二季度城镇储户问卷调查报告显示，倾向于“更多消费”的居民占比为24.5%，较上季增加1.2个百分点。

图表 10：新增居民贷款规模(亿元)



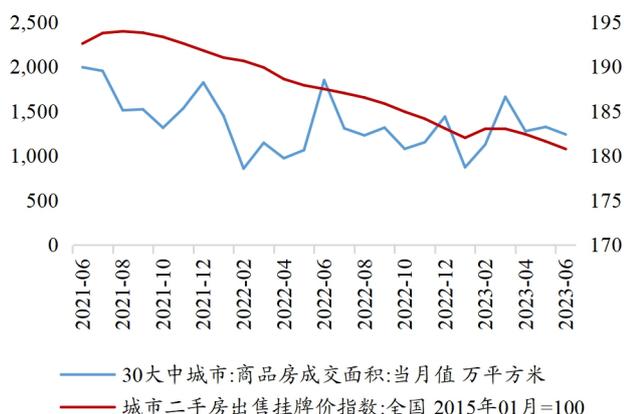
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 11：当月新增居民短期贷款金额(亿元)



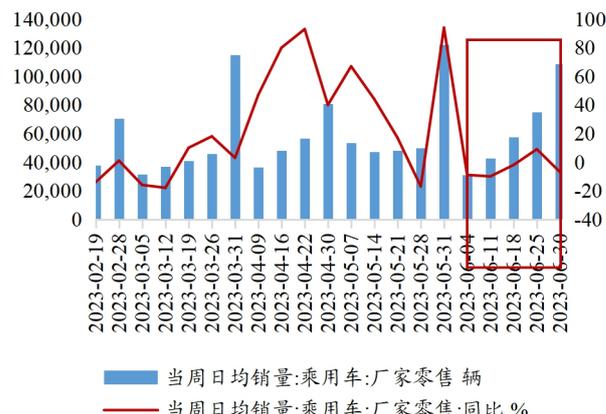
数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 12：6 月房地产销售延续弱势



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

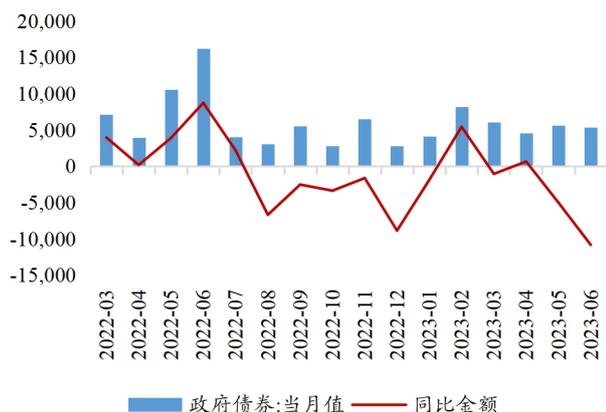
图表 13：6 月乘用车厂家零售回暖



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

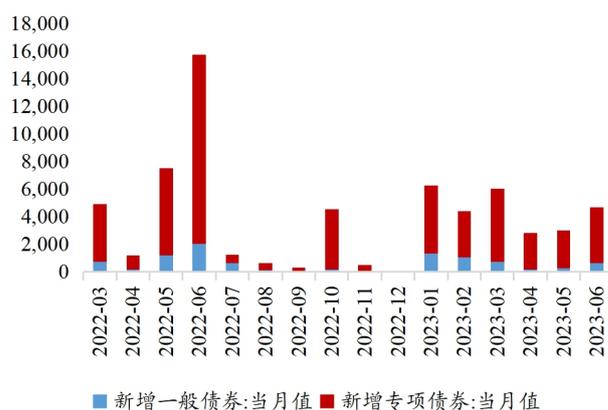
政府部门融资：高基数下 6 月新增政府债券同比大幅收窄，预计下半年专项债发行节奏有望加快。 6 月，政府债券新增 5,388 亿元，同比大幅减少 10,828 亿元。主要原因是 2022 年财政部要求新增专项债 6 月底前基本发行完毕，去年同期新增政府债券 16,216 亿。根据专项债券信息网（数据更新至 2023 年 7 月 10 日），今年 6 月新增地方政府债 4,696 亿元，其中新增专项债 4,038 亿元。截至 6 月末，新增专项债已累计发行 23,008 亿元、占全年限额的 60.5%，而去年同期发行进度为 82%（见图表 14-16）。伴随跨周期政策接续发力，下半年专项债发行节奏有望加快。

图表 14: 新增政府债券规模(亿元)



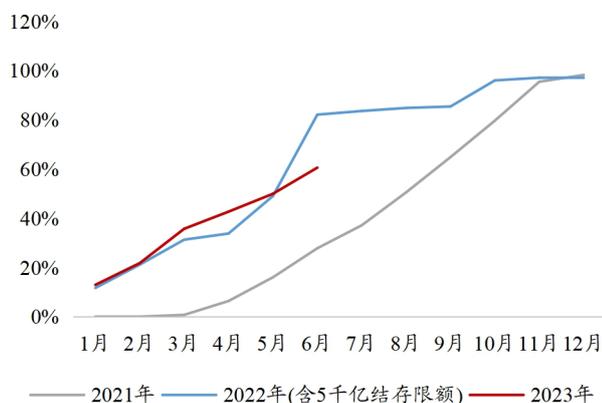
数据来源: Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 15: 地方政府债券发行额当月值(亿元)



数据来源: Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 16: 专项债发行进度(累计发行/全年限额)



数据来源: Wind、工银亚洲东南亚研究中心

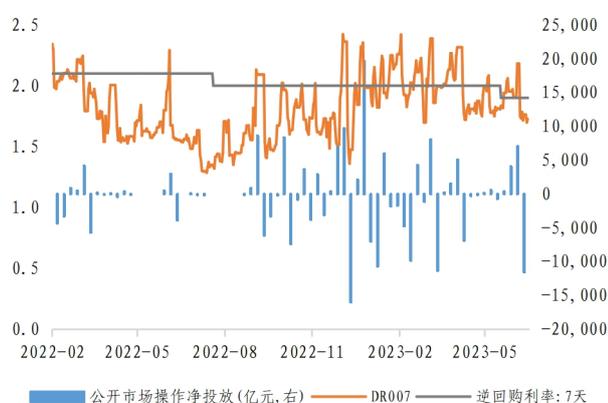
(三) 人民币资金价格: 人行下调政策利率 10BP、LPR 跟进下调, 半年末人民币资金价格环比回升

政策利率: 6月13日人行下调OMO(7天逆回购利率)、SLF(常备借贷便利), 6月15日下调MLF(中期借贷便利)政策利率各10BP至1.9%、2.9%、2.65%。6月20日, 1年和5年期以上LPR跟随下调10BP至3.55%和4.2%, 均为2022年8月以来的首次调整。

市场利率: 相对于5月的净回笼资金7040亿元, 6月人

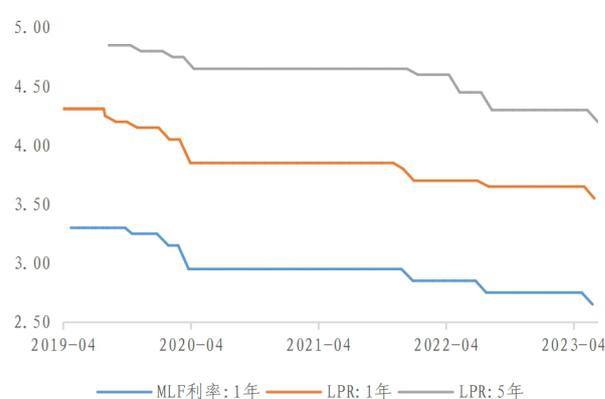
行公开市场净投放 11,510 亿元，为维护年中流动性平稳、月末投放力度明显增强，DR007 较 5 月略有回升、中枢为 1.8876%²，低于 OMO 政策利率、利差 1.24BP。受半年结时点因素影响、下旬资金利率有所上行，上中下旬 DR007 中枢分别为 1.7989%、1.9033%、1.9608%。进入 7 月 DR007 继续走低、前 10 日中枢为 1.7405%。

图表 17: DR007 及逆回购利率



数据来源: Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 18: LPR 及 MLF 利率变动



数据来源: Wind、工银亚洲东南亚研究中心

二、香港市场资金价格及跨境比较

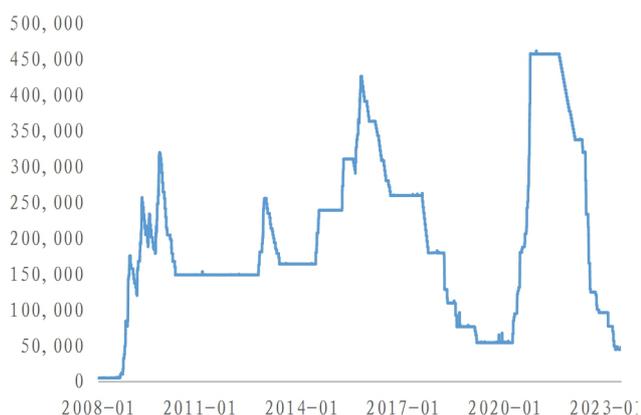
离岸人民币利率: 离岸人民币利率先升后降，月末明显回落。6 月离岸人民币隔夜、1 个月、3 个月拆借利率分别围绕 2.06%、2.66%、2.78% 中枢波动，月内最高分别升至 2.81%、2.92% 和 2.93%，6 月末分别收于 1.46%、2.55% 和 2.72%，月末离-在岸利差月末分别为 -2BP、+46BP 和 +55BP。

港币资金价格: 半年结扰动港元资金价格明显走升、隔夜 HIBOR 创 2006 年以来新高。在香港银行体系总结余水平

² 2023 年 1 月、2 月、3 月、4 月、5 月的 DR007 中枢分别为 1.9135%、2.1085%、2.0462%、2.0637%、1.8537%。

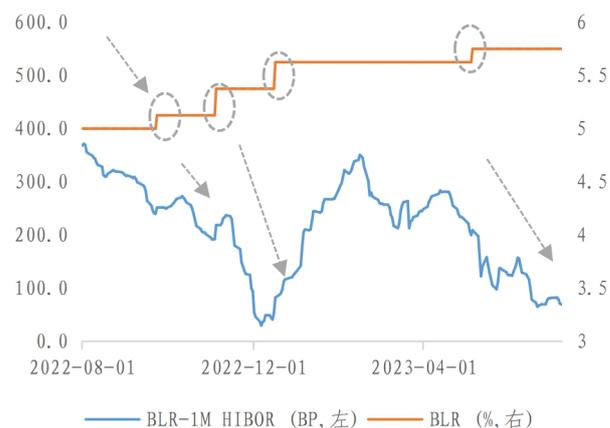
周期性下行背景下³，HIBOR 对资金需求变化相对更为敏感，放大季末资金紧张影响下的利率波动，6 月 30 日隔夜 HIBOR 较前日升 25BP 至 5.75238%、创 2006 年以来新高。6 月与楼按相关的 1 个月 HIBOR、反映银行资金成本的 3 个月 HIBOR 均走高，分别由月初的 4.5073%、4.7846% 升至月末的 4.9341%、4.9677%。6 月最优惠贷款利率（BLR）继续维持 5.75%，但随着 HIBOR 走高，BLR 与 1 个月 HIBOR 价差已收窄至 70BP 左右，加大后续 BLR 上调的可能。

图表 19：香港银行体系总结余（百万港元）



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

图表 20：BLR 与 1M HIBOR 利差变化



数据来源：Wind、工银亚洲东南亚研究中心

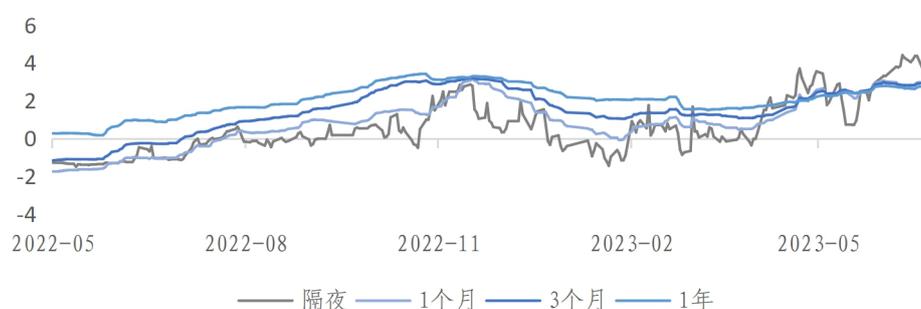
跨境资金价差：港币-人民币、美元-人民币价差均走阔。

6 月美联储、香港金管局暂停加息，内地降息 10BP，1 个月、3 个月的港币人民币价差(HIBOR-SHIBOR)由 6 月初的 2.42BP、2.57BP 分别走阔至月末的 2.84BP、2.80BP，月内价差中枢分别为 2.64BP、2.68BP，价差中枢较 5 月走阔 51.37、50.79BP。1 个月、3 个月的美元人民币价差（LIBOR-SHIBOR）由 6 月

³ 美联储持续快节奏加息、港汇阶段性承压，香港金管局入市承接港元沽盘，香港银行体系总结余下行至 2023 年 6 月末的 459 万亿港元，处于历史的 34 分位数。

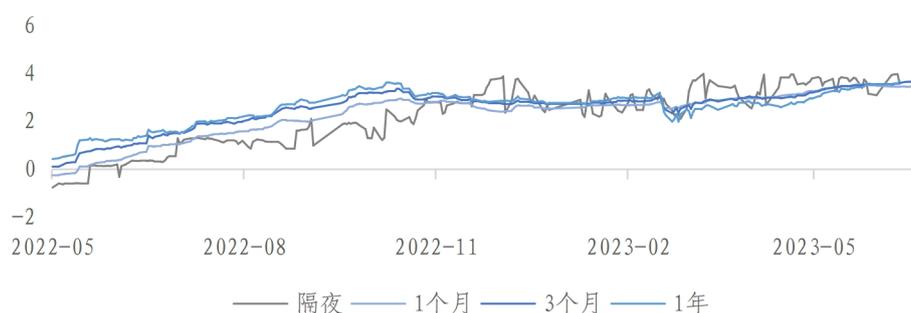
初的 3.42BP、3.43BP 分别走阔至月末的 3.45、3.59BP，月内价差中枢分别为 3.47BP、3.51BP，价差中枢较 5 月走阔 25.42、35.93BP。

图表 21：HIBOR-SHIBOR 价差 (%)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 22：LIBOR-SHIBOR 价差 (%)



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

香港银行信贷：存贷规模总体保持平稳，活期及储蓄存款占比减少加大银行体系资金成本压力。 5 月香港银行体系存贷总额保持平稳，存款规模同比升 1.3% 至 15.39 万亿、贷款规模同比降 4.3% 至 10.52 万亿，5 月末贷存比同比降 4 个百分点、环比升 0.2 个百分点至 68.4%。存款结构上，5 月末活期及储蓄存款占比 46.4%，同比、环比分别减少 16.3、0.4 个百分点，活期及储蓄存款金额及占比持续走低，将进

一步加大香港银行体系资金成本压力。

图表 23：活期及储蓄存款总额及占比



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

三、展望

政策：预计后续跨周期一揽子政策更强调明确经济增质逻辑、提振中长期增长信心，财政、产业、货币等政策聚焦调结构、促转型、育动能协同发力，或有新的结构性货币政策工具推出，并创新积极信贷政策，进一步疏通货币政策传导机制、推动“宽信用”持续显效。

社融：政策支持下社融改善节奏有望加快。除了政府债融资有望接续发力外，内地贷款利率降至历史较低水平、跨周期政策赋能产业升级，企业端信贷扩张空间亦积极可期。消费信心改善继续支撑居民短期信贷，稳地产政策效应持续显现也有望为居民中长贷提供支撑。

价格：短期内跨境资金价差仍有一定的阶段走阔压力。美联储7月大概率加息，HIBOR料滞后LIBOR延续上行，短期内港元-人民币、美元-人民币、港元-离岸人民币价差中

枢有延续走阔压力，跨境贸易结算带动离岸人民币存款增长，离-在岸人民币价差中枢走阔压力不大。