

6月金融数据点评：信贷回暖，但仍有隐忧



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

高基数影响下社融同比仍少增，但少增幅度低于预期。6月新增社融4.22万亿（wind预期3.2万亿）。由于去年同期有疫情阶段性缓和，前期积压融资需求的集中释放，本月社融在高基数下同比仍然少增，但少增幅度低于预期，释放出一定的积极信号。从结构上来看，新增人民币贷款是本月社融的主要贡献；而政府债同比大幅少增，是本月社融的主要拖累项。

企业端保持韧性，居民端持续改善，信贷数据全面回暖。6月金融机构新增人民币贷款3.05万亿，在高基数下同比多增2400亿。或指向6月以来，在央行先后下调OMO、MLF以及LPR利率，进一步释放宽货币信号的指引下，宽货币向宽信用传导初见成效。

企业活存持续低迷，M1和M2剪刀差走阔。6月M1增速下滑1.6个百分点降至3.1%，其中企业活存增速续降至2.0%，指向企业经营现金流没有大幅改善，经营活力略显不足。这或与地产成交较弱，尤其是一手房表现较差有关。此外，M2在企业端和财政存款的拖累下，小幅回落至11.3%，M1与M2剪刀差走阔至-8.2%，表明企业经营活力未来仍然有待改善。

仍需财政政策与货币政策配合发力，形成政策合力。一方面，信贷融资在经历了4-5月的边际走弱后，6月再度转强，释放出一定的积极信号；但另一方面，居民存款释放缓慢、企业活存持续低迷、M1和M2剪刀差走阔，均指向当前需求释放较慢、企业经营活力不足；6月以来，央行重提逆周期调节，并持续推出降息、增加再贷款再贴现额度等政策，引导信用传导，初见成效。结合专项债发行来看，下半年财政发力仍有一定空间。往前看，仍需财政、货币政策持续落地，“形成扩大需求的合力”来增强经济内生增长动力，为经济进一步企稳回升保驾护航。

风险提示：经济复苏不及预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

相关报告

6月通胀数据解读

2023.07.11

6月PMI数据解读

2023.07.05

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 社融：信贷拉动，企业债企稳，政府债拖累 | 4 |
| 1.1 社融高基数下超预期..... | 4 |
| 1.2 人民币贷款再度多增，政府债发行节奏持续放缓 | 4 |
| 2. 信贷：全面回暖，企业端保持韧性，居民端持续改善..... | 5 |
| 3. 企业活存持续低迷，M1、M2 剪刀差走阔..... | 8 |
| 3.1 居民存款释放缓慢，企业、财政存款拖累，企业活存持续低迷 | 8 |
| 3.2 仍需政策配合形成合力 | 9 |
| 4. 风险提示 | 10 |

图目录

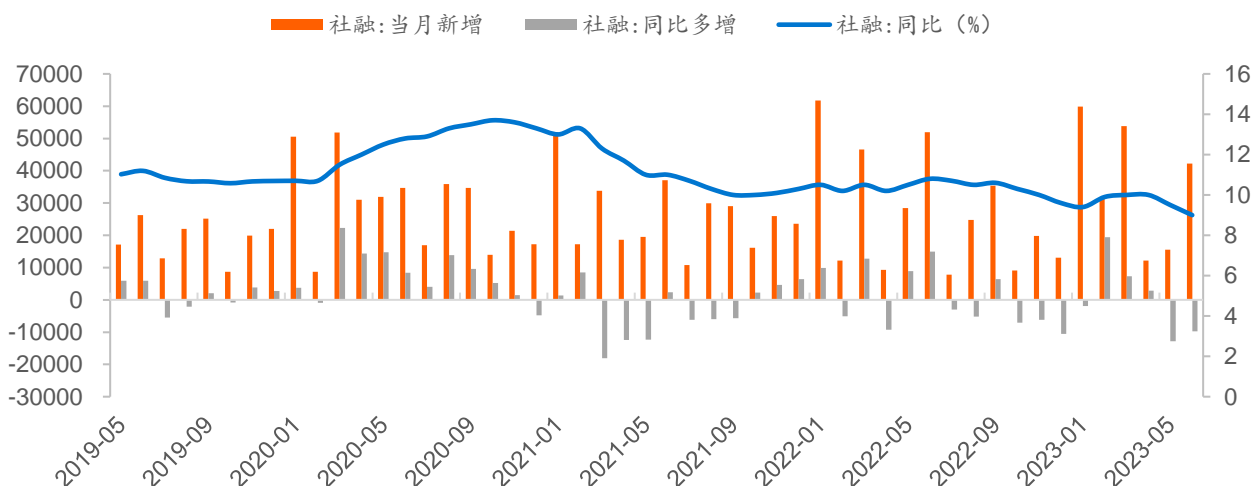
| | | |
|------|-----------------------------|---|
| 图 1 | 高基数下社融同比仍少增，但少增幅度低于预期（亿元） | 4 |
| 图 2 | 信贷是 6 月社融的主要支撑，政府债是主要拖累（亿元） | 5 |
| 图 3 | 二季度以来专项债发行节奏持续放缓（亿元） | 5 |
| 图 4 | 6 月新增人民币贷款再度强于季节性（亿元） | 6 |
| 图 5 | 企业部门中长期贷款保持坚挺（亿元） | 7 |
| 图 6 | 企业部门短期贷款同比多增（亿元） | 7 |
| 图 7 | 居民部门中长期贷款同比多增（亿元） | 7 |
| 图 8 | 居民部门短期贷款同比多增（亿元） | 7 |
| 图 9 | 6 月人民币贷款全面回暖（亿元） | 7 |
| 图 10 | 6 月制造业 PMI 低位企稳特征较为显著（%） | 8 |
| 图 11 | M1、M2 剪刀差走阔（%） | 8 |
| 图 12 | 存款增速年内首次超过贷款增速（%） | 9 |
| 图 13 | 企业、财政存款同比少增明显（亿元） | 9 |
| 图 14 | 企业活存持续低迷，导致 M1 增速续降（%） | 9 |

1. 社融：信贷拉动，企业债企稳，政府债拖累

1.1 社融高基数下超预期

高基数影响下社融同比仍少增，但少增幅度低于预期，整体回暖超出预期。6月新增社融4.22万亿（wind预期3.2万亿），同比少增9726亿。由于去年同期有疫情阶段性缓和，前期积压融资需求的集中释放，本月社融在高基数下同比仍然少增，但少增幅度低于预期，释放出一定的积极信号。从结构上来看，新增人民币贷款是本月社融的主要贡献；而政府债同比大幅少增，是本月社融的主要拖累项。

图1 高基数下社融同比仍少增，但少增幅度低于预期（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

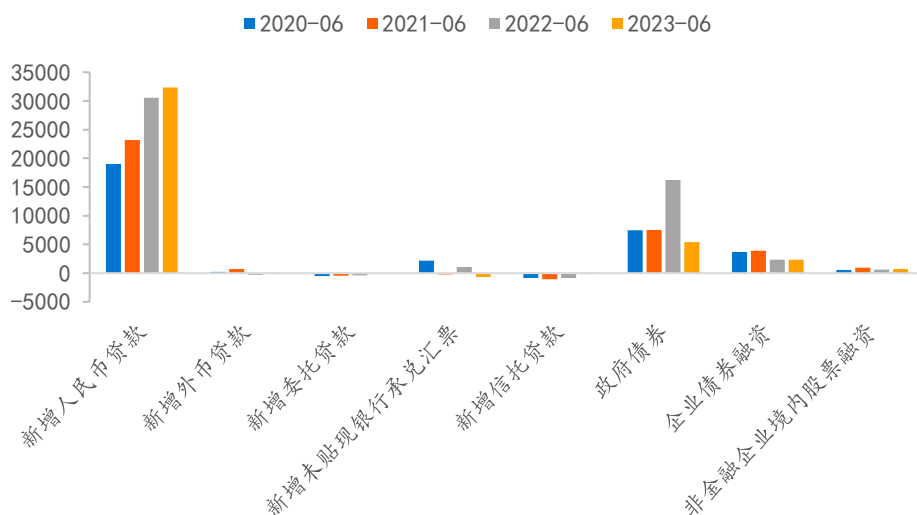
1.2 人民币贷款再度多增，政府债发行节奏持续放缓

人民币贷款再度多增。6月社融口径新增人民币贷款3.24万亿，同比多增1825亿；信贷在经历了一季度脉冲后，在4月明显开始转弱，5月更是实现年内首次同比少增，一度指向实体经济融资需求走弱。但6月在去年疫后复苏的高基数下仍然实现同比多增，一方面显示了政策端加大实体经济支持力度的持续发力；另一方面也体现了实体经济融资需求的逐步企稳。

委托、信托贷款延续同比小幅多增态势，企业融资由负转正。6月委托贷款和信托贷款分别减少57亿、153亿，分别同比多增323、675亿，或指向基建配套融资需求仍有一定支撑。值得注意的是，本月企业债新增2360亿，同比多增14亿，再度由负转正，也是今年以来第二次小幅同比多增，指向尽管在宽信用的环境下，企业直接融资需求也开始有了一定的企稳迹象。

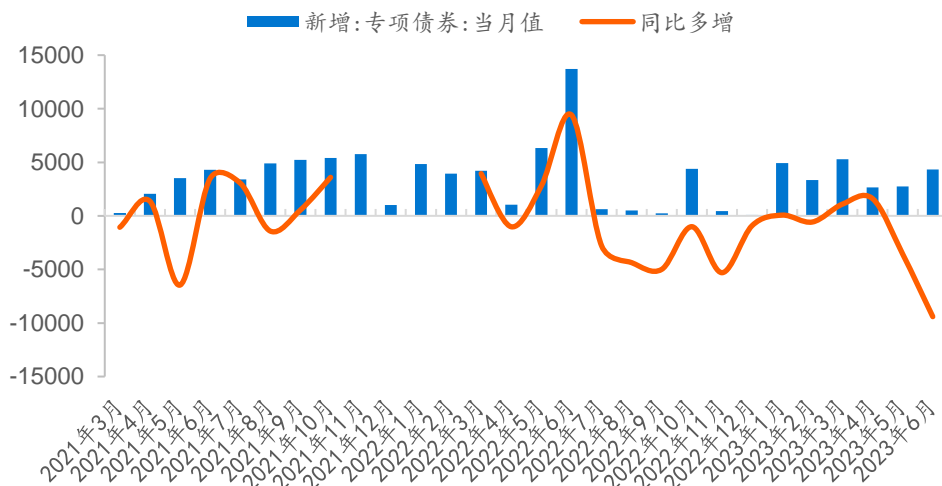
政府债券发行节奏持续放缓。6月政府债券当月新增5388亿，同比少增10828亿。结合专项债发行节奏来看，一方面去年二季度稳增长财政政策持续发力，财政部明确地方专项债在6月底之前基本发完，造成了较高的基数；另一方面，今年二季度以来新增专项债发行节奏明显放缓，6月新增专项债4315亿，同比少增9409亿。二者共同造成政府债成为本月社融的主要拖累项。

图2 信贷是6月社融的主要支撑，政府债是主要拖累（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 二季度以来专项债发行节奏持续放缓（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 信贷：全面回暖，企业端保持韧性，居民端持续改善

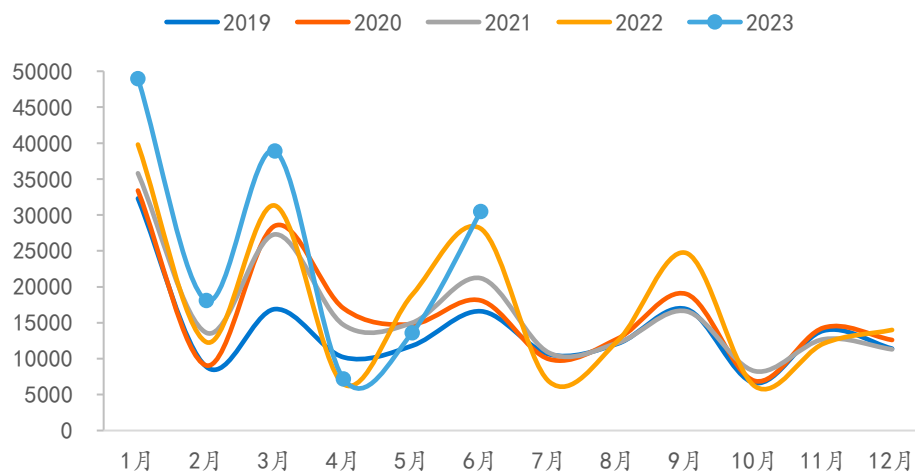
信贷数据全面回暖。6月金融机构新增人民币贷款3.05万亿，在高基数下同比多增2400亿。或指向6月以来，在央行先后下调OMO、MLF以及LPR利率，进一步释放宽松信号的指引下，宽货币向宽信用传导初见成效。

企业部门保持韧性。6月企业部门新增短期和中长期贷款分别为7449亿和1.59万亿，同比多增543亿和1436亿；结合6月制造业PMI数据来看：①生产和新订单分别回升0.7和0.3个百分点，显示供需双双回升；②新订单、新出口订单差距进一步拉大，显示内需具有较强支撑力；③产成品库存持续降且幅度增大，显示库存加速去化；④出厂价格和原材料购进价格降幅收窄，显示企业降价去库存力度边际减弱；均指向制造业企业生产经营开始低位企稳，融资意愿或也将开始逐步改善。

居民缩表行为持续缓解。6月居民部门新增短期和中长期贷款分别为4914亿和4630亿，同比多增632亿和463亿，继续保持小幅同比多增，指向本月居民缩表行为持续有所减轻。一方面可能与“618”电商购物节、端午节提振短期消费有关；另一方

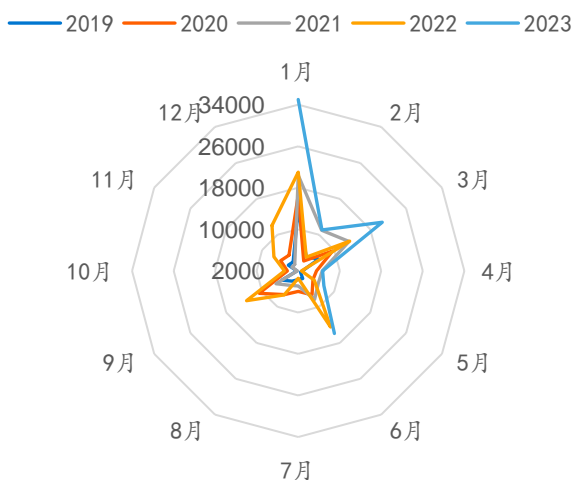
面，6月RMBS条件早偿率指数走低0.04至0.1718，或显示居民提前还贷行为有所缓解。

图4 6月新增人民币贷款再度强于季节性（亿元）



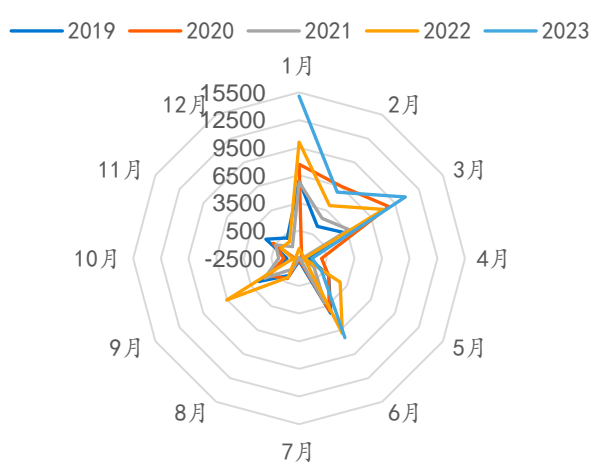
资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 企业部门中长期贷款保持坚挺(亿元)



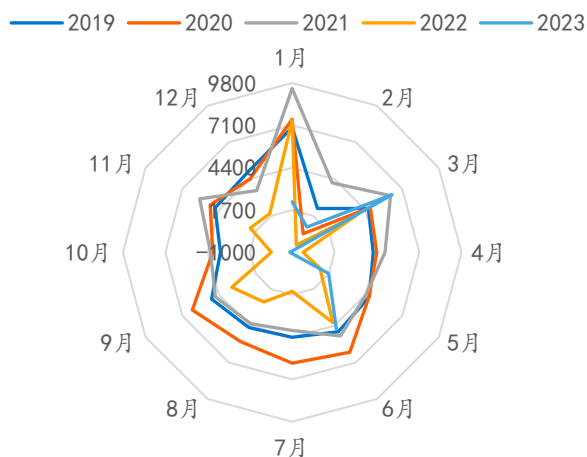
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 企业部门短期贷款同比多增(亿元)



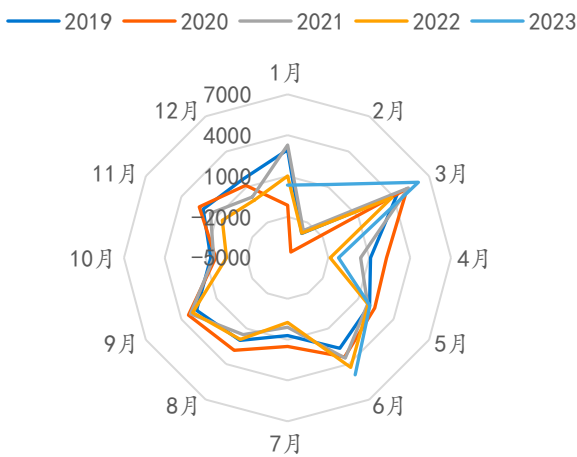
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 居民部门中长期贷款同比多增(亿元)



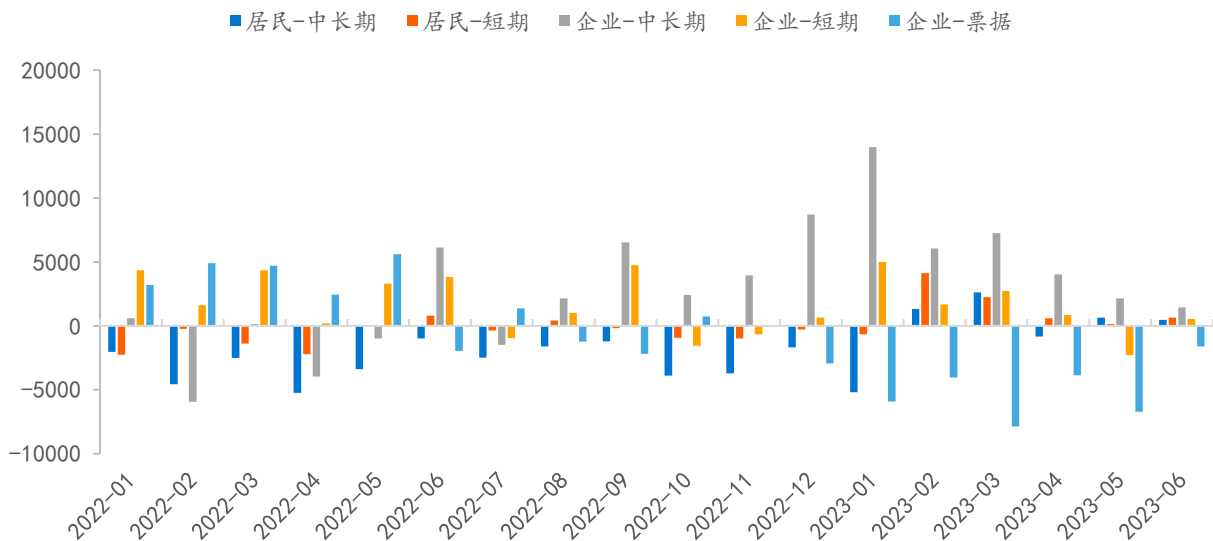
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 居民部门短期贷款同比多增(亿元)



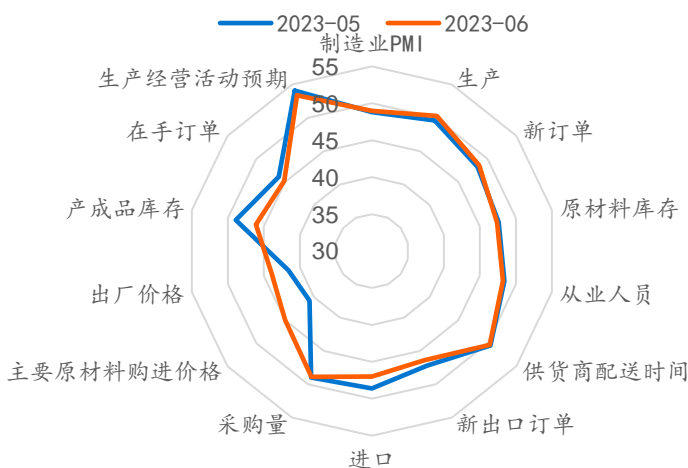
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 6月人民币贷款全面回暖(亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 6月制造业 PMI 低位企稳特征较为显著 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

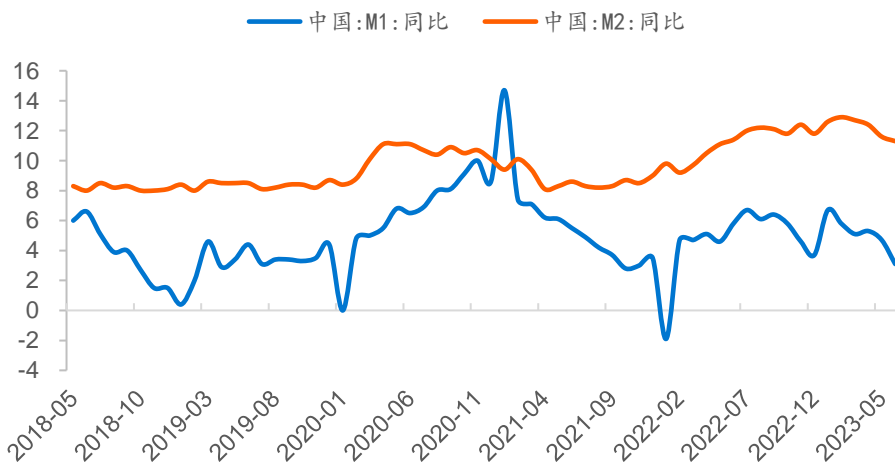
3. 企业活存持续低迷, M1、M2 剪刀差走阔

3.1 居民存款释放缓慢, 企业、财政存款拖累, 企业活存持续低迷

受企业、财政存款拖累, M2 增速下滑。6月M2下滑0.3个百分点至11.3%,结合存款数据来看,6月存款增速续降0.6个百分点至11%,年内首次低于贷款增速(11.30%),其中居民存款同比多增近2000亿,说明居民存款释放仍然较慢,消费意愿有待巩固加强;而财政存款和企业存款分别少增6129亿和8709亿,是存款增速的主要拖累项;前者或指向财政支出力度持续增加,财政收支缺口有所扩大;后者则可能与央行下调存款利率有关。

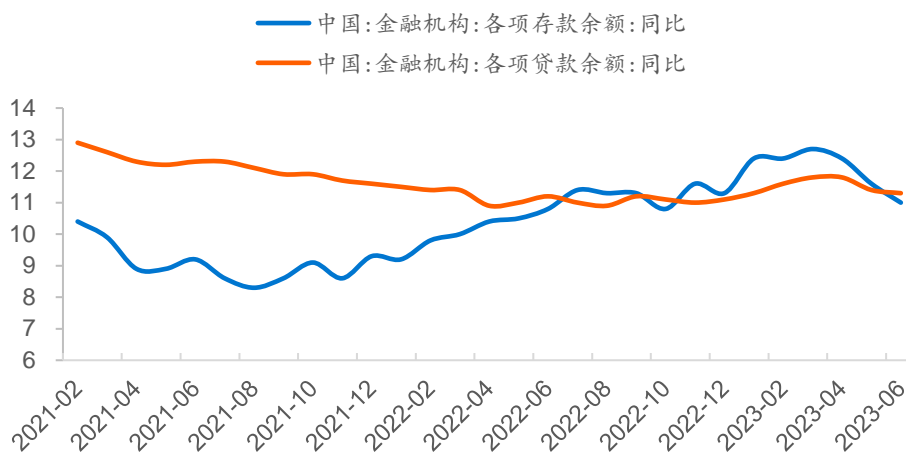
企业活存持续低迷, M1 增速续降。6月M1增速下滑1.6个百分点降至3.1%,其中M0增速回升至9.8%,企业活存增速续降至2.0%,指向企业以活期存款形势体现的经营现金流没有大幅改善,企业经营活力略显不足。这或与地产成交较弱,尤其是指向一手房表现较差有关。此外,M1与M2剪刀差走阔至-8.2%,表明企业经营活力未来仍然有待改善。

图11 M1、M2 剪刀差走阔 (%)



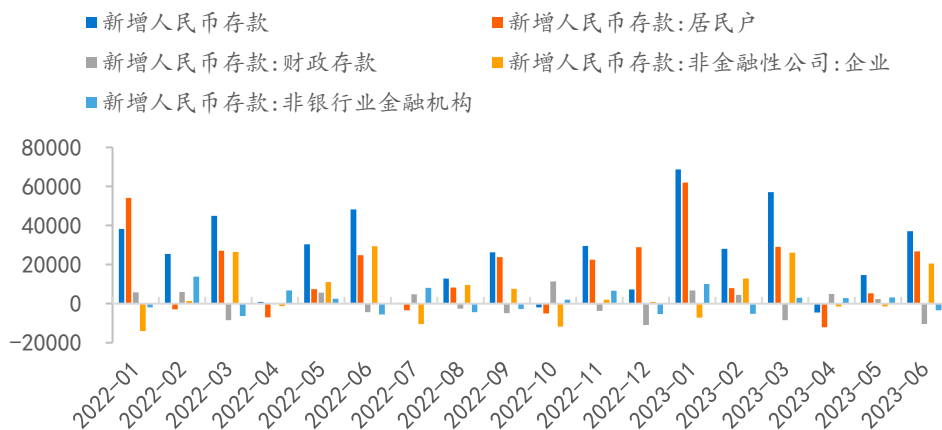
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 存款增速年内首次超过贷款增速 (%)



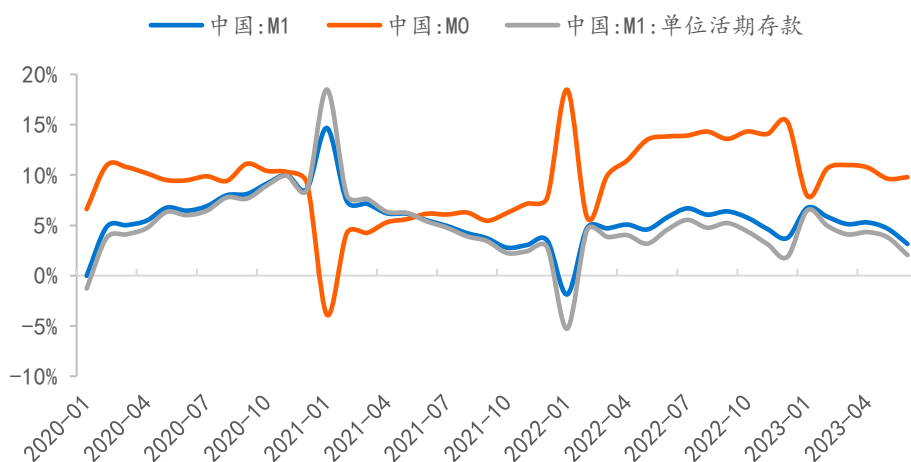
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图13 企业、财政存款同比少增明显 (亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 企业活存持续低迷, 导致 M1 增速续降 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

3.2 仍需政策配合形成合力

仍需财政政策与货币政策配合发力，形成政策合力。一方面，信贷融资在经历了4-

5 月的边际走弱后，6 月再度转强，释放出一定的积极信号；但另一方面，居民存款释放缓慢、企业活存持续低迷、M1 和 M2 剪刀差走阔，均指向当前需求释放较慢、企业经营活力不足；6 月以来，央行重提逆周期调节，并持续推出降息、增加再贷款再贴现额度等政策，引导信用传导，初见成效。结合专项债发行来看，下半年财政发力仍有一定空间。往前看，仍需财政、货币政策持续落地，“形成扩大需求的合力”来增强经济内生增长动力，为经济进一步企稳回升保驾护航。

4. 风险提示

经济复苏不及预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

免责声明

联储证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 看好 | 相对表现优于市场 |
| | | 中性 | 相对表现与市场持平 |
| 看淡 | | 相对表现弱于市场 | |

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000