

2023年07月13日

6月社融增速可能是全年低点

固定收益研究团队

——2023年6月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 6月金融数据中的五个重点信息

第一，社融大超预期，人民币信贷是主要支撑项。在高基数的基础上，6月社融数据表现较为亮眼，新增社融录得42200亿，远超市场预期。其中，**社融口径人民币信贷再次放量，是主要贡献项**，在2022年同期高基数情况下同比多增1825亿；而**政府债券融资依旧对社融总量拖累最大**，同比减少10828亿，主要由于2022年中央要求专项债在6月底前发行完毕的高基数所致；企业债券融资规模基本与2022年同期持平，目前信贷融资依然是企业的优先选择；此外，委托贷款、信托贷款较2022年同期大幅少减，表外融资回暖趋势延续。

第二，企业融资重回旺盛而居民融资持续修复。6月是信贷大月，在央行降息和宽松政策引导下，当月新增信贷3.05万亿，同比多增2400亿。其中，企业部门融资再次放量，居民部门融资情绪持续修复。

第三，企业部门融资再次放量，在高基数基础上小幅多增687亿。其中，短期贷款同比多增543亿，长期贷款同比多增1436亿，在稳增长、稳就业的诉求下，以国企主导的基建、制造业领域融资可能仍然是6月企业信贷的主要贡献力量。

第四，居民部门融资情绪持续修复。居民部门融资连续两个月同比与环比录得多增。短贷同比多增632.13亿，在降息以及端午、618等节日共同催化下，居民加杠杆消费意愿持续回升；长贷新增4630亿元，同比多增463.28亿。虽然6月二手房、新房成交面积低位徘徊，地产热度持续低迷，但RMBS早偿率有所下降，指向按揭提前还贷情况好转，居民中长贷有所修复。当前保交楼交付比例较低，项目进度偏慢，而受楼市下行、保交楼后续回款能力具有较高不确定性等因素影响，商业银行对于保交楼配套融资支持度不高，保交楼项目进度依然不尽人意。总的来看，地产是经济的结果，楼市的好转有赖居民收入进一步修复。

第五，M2与M1剪刀差进一步拉大。6月M2在高基数上录得同比11.3%，较5月回落0.3个百分点，**信贷派生和财政存款减少是M2维持高位的主要原因**。M1录得同比3.1%，环比大幅下滑1.6个百分点，除高基数影响外，6月经济复苏斜率进一步放缓，楼市低迷，居民和企业依然有较高的预防性需求。

● 政策托底之下，下半年社融增速有望触底回升

由于经济动能持续转弱，市场此前对6月金融数据预期普遍较低，此次社融整体表现超预期，6月降息对信贷的提振效果初步显现，企业中长贷再次放量。上半年人民币贷款增加15.73万亿元，同比多增2.04万亿元，信贷靠前发力特征明显。展望2023年下半年，我们对社融合理增长保持乐观：首先，当前经济处在周期底部，后续大概率将自发修复上行；其次，政策托底经济几成定局，央行已在6月先后降息、增加支农支小再贷款额度，后续信贷节奏或将保持平稳增长。同时，上半年政府债发行节奏较为克制，下半年政府债有充裕的剩余额度。此外，后续增量政策有可能在专项债结转结余限额、政策性金融工具等领域发力，下半年社融增速有望触底反弹，6月社融存量增速9.0%或是全年低点。

● 当前处于政策托底+周期底部节点，三季度经济有望上行

在6月13日起超预期降息后，稳增长“组合拳”已陆续释出，在投资、消费、科技创新、稳就业等方面多点开花。

但目前未有强刺激出台，主要以降低行业成本、延长过往优惠措施等温和政策为主，市场对于强刺激的期待有所减弱。市场普遍认为，当前经济需要强有力的刺激才能见到明显起色，由于未见强刺激，债市对政策面变化几乎“脱敏”，近期收益率曲线震荡走平。但我们认为当前不宜对债市过度乐观，当前处在政策托底+周期底部的节点，三季度经济有望上行。随着政策托底，以及经济自发从底部回升，届时可能导致利率中枢上移，对债市产生压力。我们建议票息策略为主，在政策博弈阶段慎重加久期。

● **风险提示：**政策变化超预期、疫情扩散超预期。

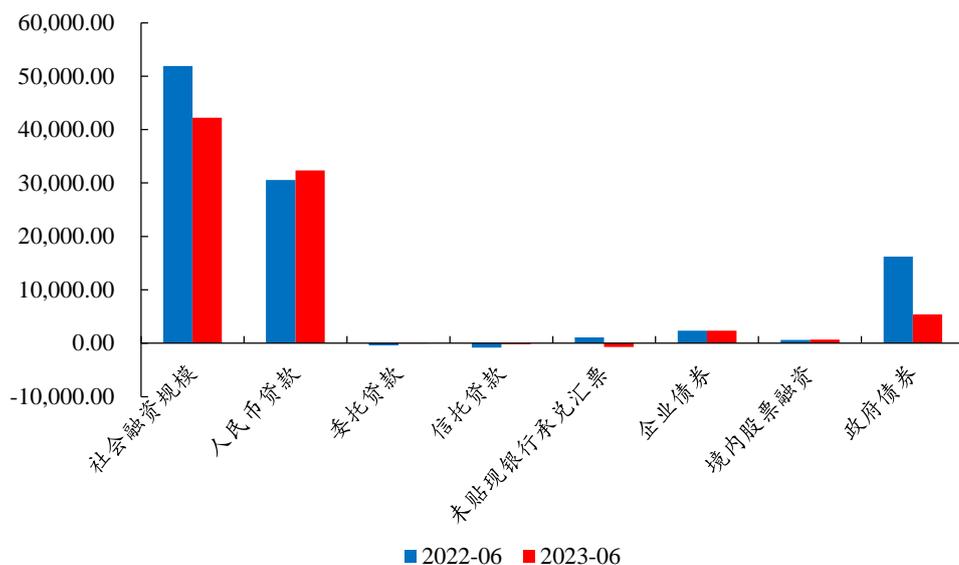
相关研究报告

《PPI底或将领先库存底—2023年6月价格数据点评》-2023.7.11

《债底效应显现—可转债周报》-2023.7.9

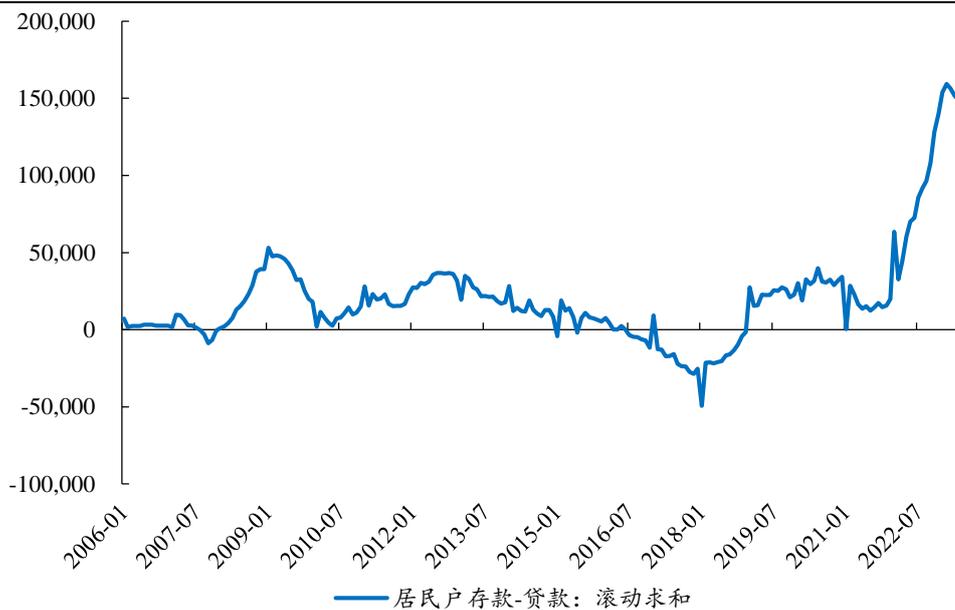
《工业品整体价格上升—高频数据周报》-2023.7.9

附图 1：6 月人民币信贷是社融的主要贡献项（亿元）



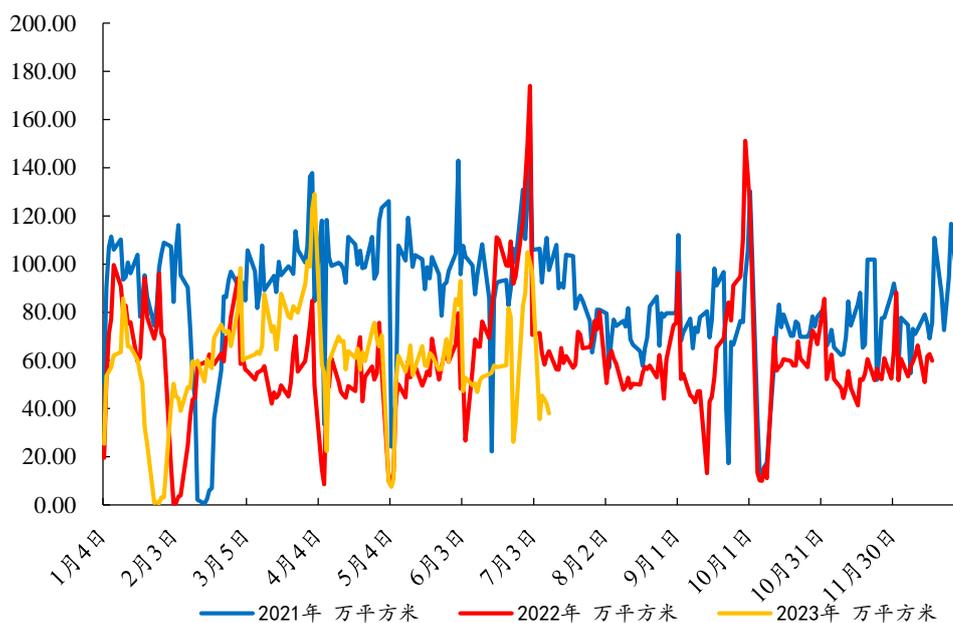
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：居民存款-贷款增长斜率再次回升（亿元）



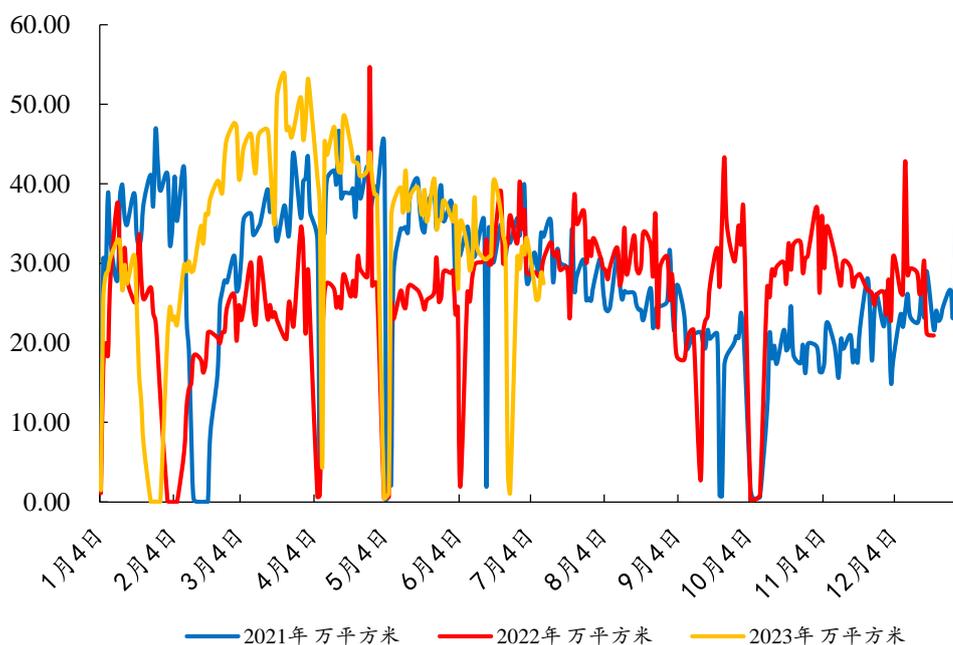
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：6 月 35 城新房成交面积跌幅扩大



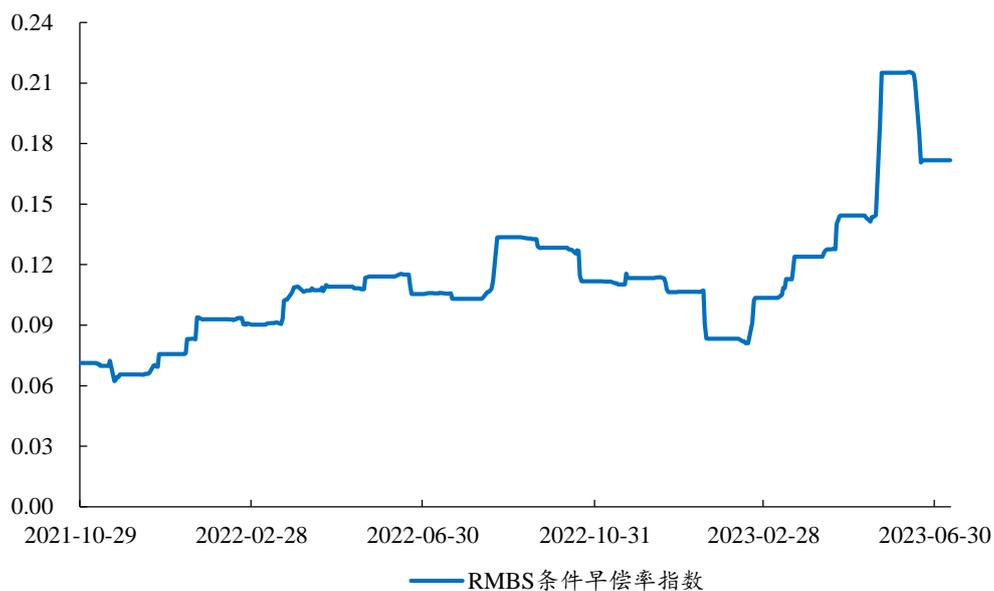
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：6 月 18 城二手房成交面积进一步回落



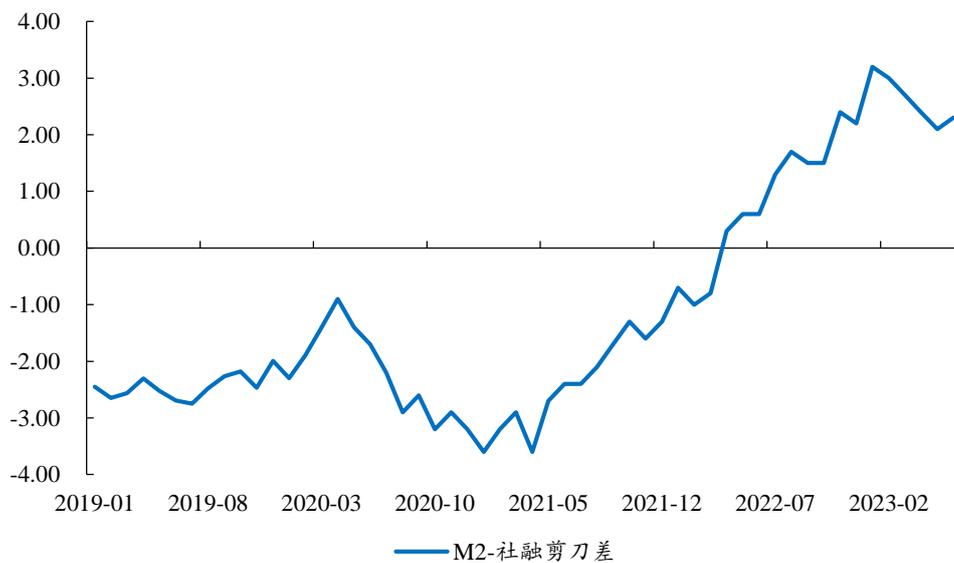
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：6 月 RMBS 早偿率有所回落（%）



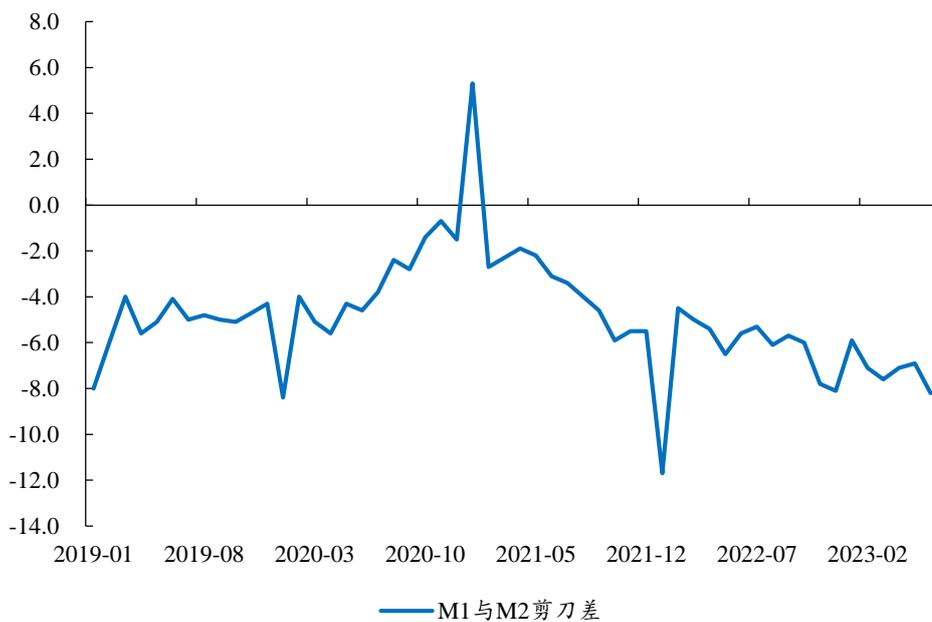
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：M2 与社融剪刀差再次走阔（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7: M1 与 M2 剪刀差环比负向走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

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

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

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

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