

相关报告

- 《宏观专题：复苏稳中有进，信心逐渐增强》
2023-06-28
- 《宏观专题：经济弱复苏仍为宏观交易主线》
2023-05-28
- 《宏观专题：稳中求进，推动内生动力持续增强》
2023-04-29

联系人：马崑琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

事件：2023年6月，社融存量同比增速9%，较前值回落0.5%，但当月新增社融4.22万亿，超出市场普遍预期。结构上，人民币贷款增加3.05万亿元，同比多增2296亿元。相较2023年5月1.36万亿元，环比增加1.69万亿元。M2存量同比增长11.3%，较前值回落0.3%，与社融剪刀差有所拉大；M1同比增长3.1%，与M2剪刀差有所拉大。

本次金融数据值得关注的点有三个方面：

(1) 人民币贷款总量显著超出市场预期，但货币活化程度仍有待提高。人民币贷款总量新增3.05万亿，高于往年季节性水平，尤其是企业部门贷款活跃度抬升，显示我国货币总量宽松与政策利率调降的效果正在逐步释放。但同时，社融与M2剪刀差，M2与M1剪刀差均有扩张，反映实体经济的货币活化程度仍有待提高。

(2) 票据利率的指示意义显著减弱，票据融资占比很小，且增量为负。尽管6月上半月票据利率高位运行，但临近月末依然出现了“抢票行情”，通常而言银行抢票意味着贷款指标完成有一定压力，但6月来看人民币贷款超出季节性，且票据融资增量并不多。一方面可能与近期票据出票量下滑，供给减少相关；另一方面，银行冲票行为可能主要在城商、农商等中小行之间进行贷款调剂，而大行的贷款指标完成较好。

(3) 居民中长贷连续两个月同比正增长，但却与地产成交数据呈现一定背离。居民中长贷通常代表了居民部门配置房产的需求因素，历史来看多数时间与70城房价同比增速一致。但近两个月来看，居民部门贷款的同比增长并未转化为30城商品房成交面积的抬升，地产成交依然处在缩量区间中。其原因可能有几个方面，一是5月与6月上旬的二手房成交数据表现尚可（见图19），可能反映为部分信贷增量；二是信贷数据传导至地产需求的改善可能仍有一定时滞；三是可能与部分商品房市场的缩量抬价相关；地产市场逐步步入存量时代后，分化愈发明显，表现为成交缩量的同时，优质板块的住宅价格仍在走高，并反映为70城房价同比走高（70城房价为网签价格），这种缩量抬价的行为可能反映为信贷数据的走高。

按惯例，7月末的政治局会议会对宏观政策进行定调，目前来看“弱财政刺激”的概率偏高，或以净融资加速的形式落地；三季度后半段缴准需求增大叠加MLF到期，存在一定流动性缺口，同时四季度流动性缺口也较大，三季度后半段与四季度均有可能落地降准政策。综合来看，信贷脉冲的起势一定程度反映了宏观落地效力在加速，经济动能边际增强；当前可能处在政策传导至宽信用的传导期，但增量刺激有限的背景下，信用以稳为主。目前7月配置力量季节性增强，债市或仍以震荡偏多的逻辑为主。

风险提示：宏观政策的落地形式与节奏存在不确定性

内容目录

1. 六月社融数据：三个关注要点.....	3
2. 我国主要高频数据追踪	6
3. 风险提示.....	8

图表目录

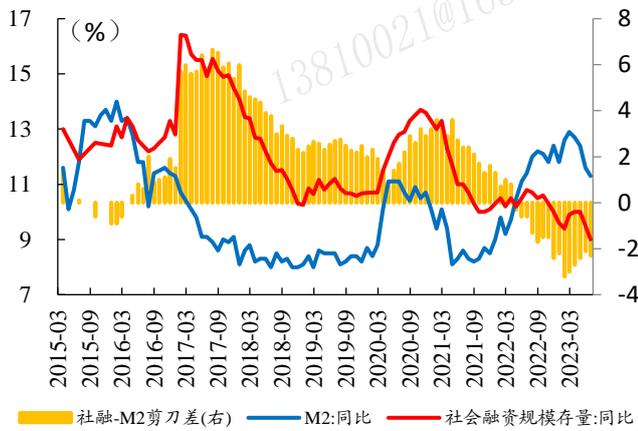
图 1：社融与 M2 存量同比增速	3
图 2：新增人民币贷款结构	3
图 3：票据融资占新增贷款比重	3
图 4：M2 与 M1 同比增速剪刀差	3
图 5：新增票据承兑余额量	4
图 6：2023 年 6 月普双国 6M 票据转贴现利率	4
图 7：我国居民部门中长期贷款存量同比与 70 城商品住宅价格同比	4
图 8：我国居民部门中长期贷款存量同比与 30 城商品房成交面积同比	5
图 9：我国宏观经济周频景气指数	6
图 10：我国生产资料价格指数与 PPI 同比	6
图 11：我国高炉炼铁周频开工率	6
图 12：我国焦化企业周频开工率	6
图 13：我国秦皇岛港煤炭周频调度量	6
图 14：我国石油沥青周频开工率	6
图 15：我国螺纹钢与线材合计周频产量	7
图 16：我国汽车半钢胎周频开工率	7
图 17：我国涤纶长丝织机周频开工率	7
图 18：我国 100 大中城成交土地占地面积	7
图 19：我国主要城市二手房成交面积	7
图 20：我国 30 大中城商品房成交面积	7
图 21：我国乘用车当周日均销量	8
图 22：我国电影票房当周收入值	8

1. 六月社融数据：三个关注要点

2023年6月，社融存量同比增速9%，较前值回落0.5%，但当月新增社融4.22万亿，显著超出市场普遍预期。结构上，人民币贷款增加3.05万亿元，同比多增2296亿元。相较2023年5月1.36万亿元，环比增加1.69万亿元。即便是在上年同期2.81万亿元的高基数基础上，6月人民币贷款仍然同比呈现多增状态。

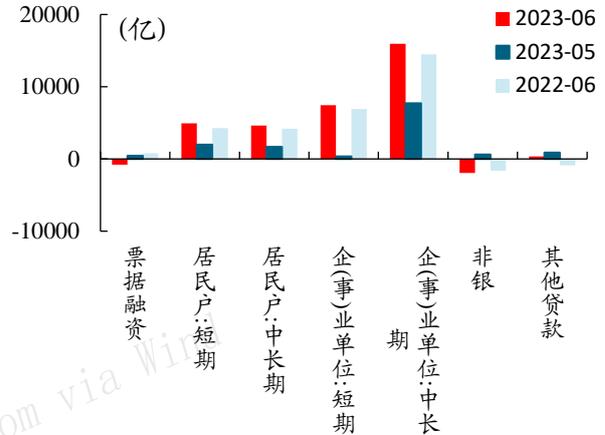
2023年6月，M2存量同比增长11.3%，较前值回落0.3%，与社融剪刀差有所拉大；M1同比增长3.1%，与M2剪刀差有所拉大。

图1：社融与M2存量同比增速



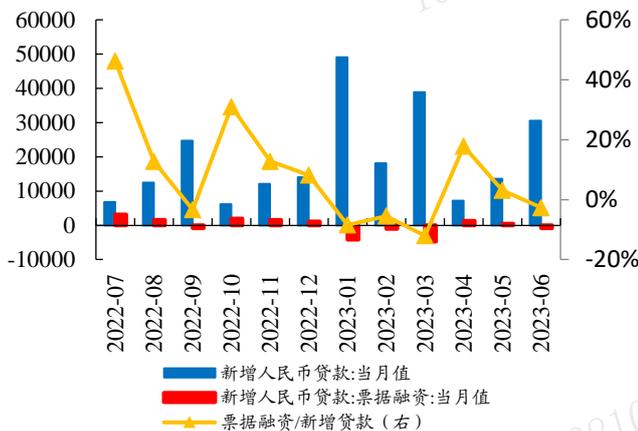
资料来源：Wind，中原证券

图2：新增人民币贷款结构



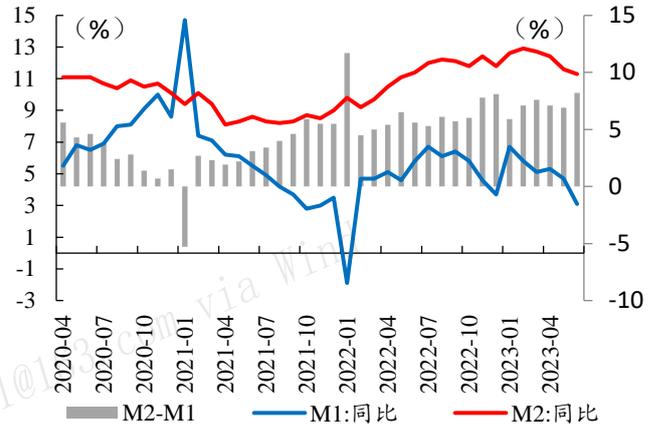
资料来源：Wind，中原证券

图3：票据融资占新增贷款比重



资料来源：Wind，中原证券

图4：M2与M1同比增速剪刀差



资料来源：Wind，中原证券

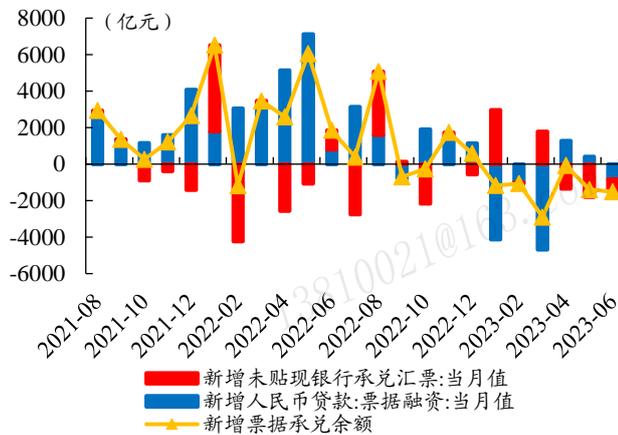
本次金融数据值得关注的点有三个方面：

(1) 人民币贷款总量显著超出市场预期，但货币活化程度仍有待提高。人民币贷款总量新增3.05万亿，高于往年季节性水平，尤其是企业部门贷款活跃度抬升，显示我国货币总量宽松与政策利率调降的效果正在逐步释放。但同时，社融与M2剪刀差，M2与M1剪刀差均有扩张，反映实体经济的货币活化程度仍有待提高。

(2) 票据利率的指示意义显著减弱，票据融资占比很小，且增量为负。尽管6月上半月

票据利率高位运行，但临近月末依然出现了“抢票行情”，通常而言银行抢票意味着贷款指标完成有一定压力，但6月来看人民币贷款超出季节性，且票据融资增量并不多。一方面可能与近期票据出票量下滑，供给减少相关；另一方面，银行冲票行为可能主要在城商、农商等中小行之间进行贷款调剂，而大行的贷款指标完成较好。

图 5：新增票据承兑余额量



资料来源：Wind，中原证券

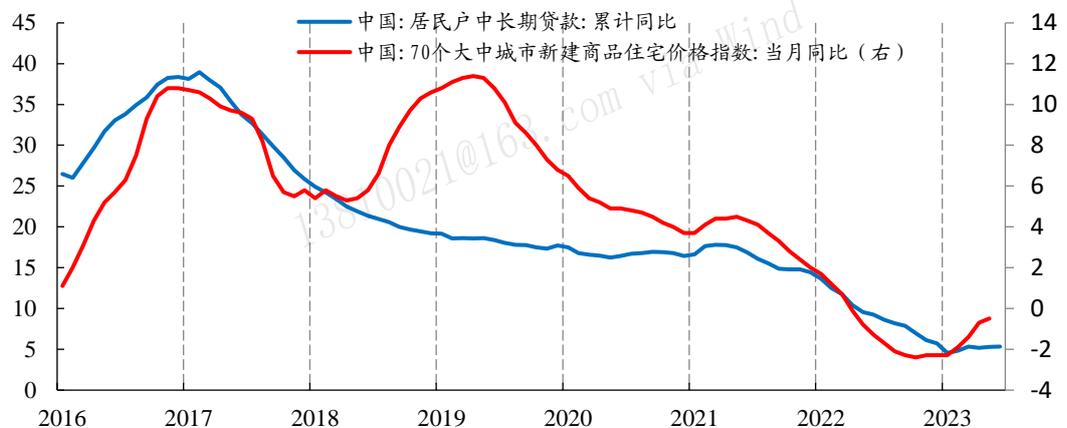
图 6：2023 年 6 月普双国 6M 票据转贴现利率



资料来源：Wind，中原证券

(3) 居民中长贷连续两个月同比正增长，但却与地产成交数据呈现一定背离。居民中长贷通常代表了居民部门配置房产的需求因素，历史来看多数时间与70城房价同比增速一致。但近两个月来看，居民部门贷款的同比增长并未转化为30城商品房成交面积的抬升，地产成交依然处在缩量区间中。其原因可能有几个方面，一是5月与6月上旬的二手房成交数据表现尚可（见图19），可能反映为部分信贷增量；二是信贷数据传导至地产需求的改善可能仍有一定时滞；三是可能与部分商品房市场的缩量抬价相关；地产市场逐步步入存量时代后，分化愈发明显，表现为成交缩量的同时，优质板块的住宅价格仍在走高，并反映为70城房价的同比走高（由于70城房价为网签价格），这种缩量抬价的行为可能反映为信贷数据的走高。

图 7：我国居民部门中长期贷款存量同比与 70 城商品住宅价格同比



资料来源：Wind，中原证券

图 8：我国居民部门中长期贷款存量同比与 30 城商品房成交面积同比

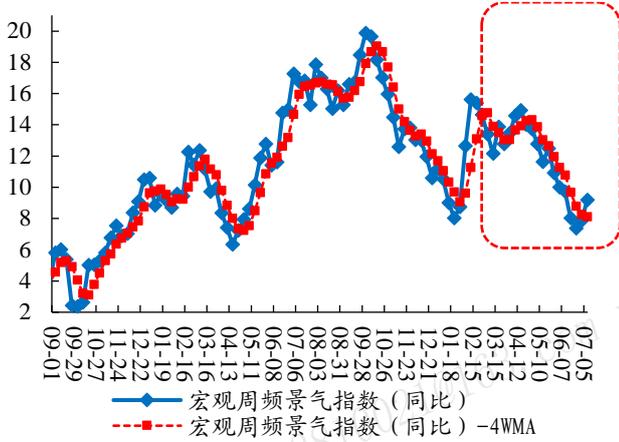


资料来源：Wind，中原证券

按惯例，7 月末的政治局会议会对宏观政策进行定调，目前来看“弱财政刺激”的概率偏高，或以净融资加速的形式落地；三季度后半段缴准需求增大叠加 MLF 到期，存在一定流动性缺口，同时四季度流动性缺口也较大，三季度后半段与四季度均有可能落地降准政策。综合来看，信贷脉冲的起势一定程度反映了宏观落地效力在加速，经济动能边际增强；当前可能处在政策传导至宽信用的传导期，但增量刺激有限的背景下，信用以稳为主。目前 7 月配置力量季节性增强，债市或仍以震荡偏多的逻辑为主。

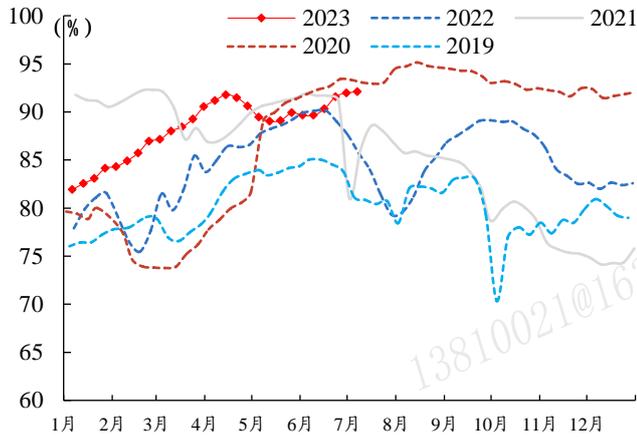
2. 我国主要高频数据追踪

图 9：我国宏观经济周频景气指数



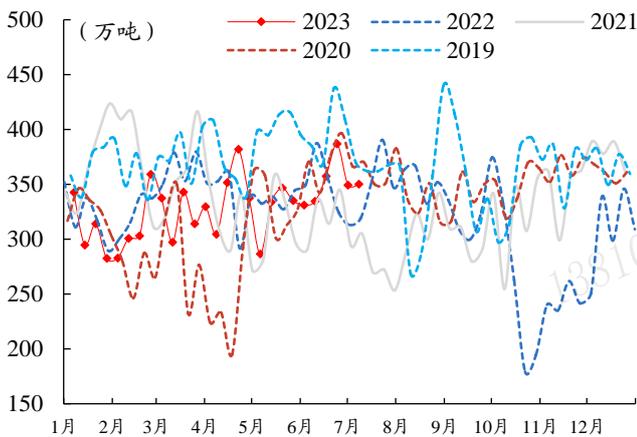
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制（见此前报告）

图 11：我国高炉炼铁周频开工率



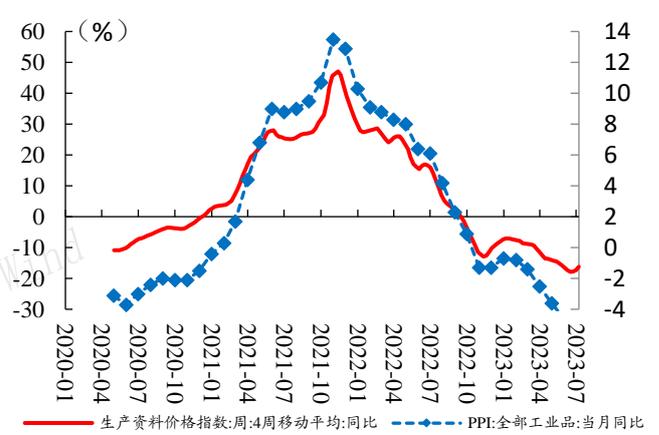
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 13：我国秦皇岛港煤炭周频调度量



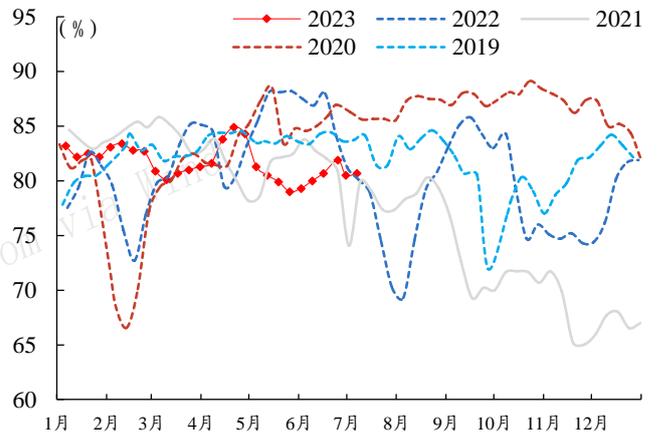
资料来源：秦皇岛煤炭网，Wind，中原证券

图 10：我国生产资料价格指数与 PPI 同比



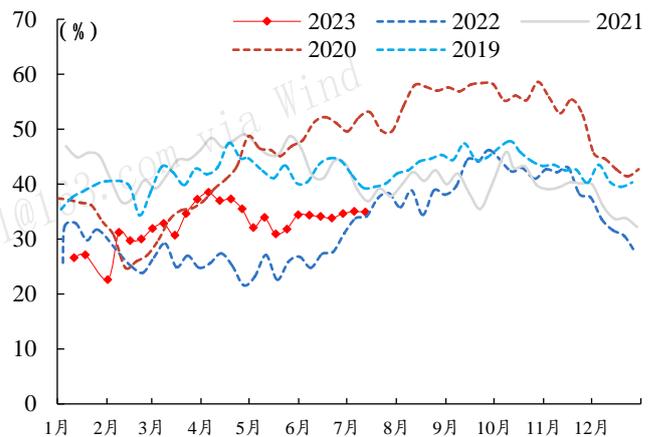
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 12：我国焦化企业周频开工率



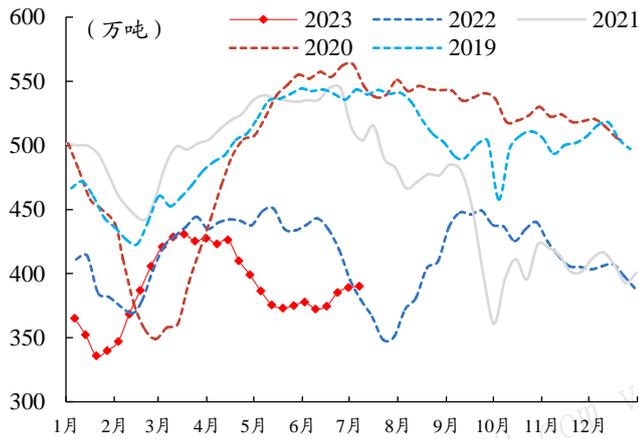
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 14：我国石油沥青周频开工率



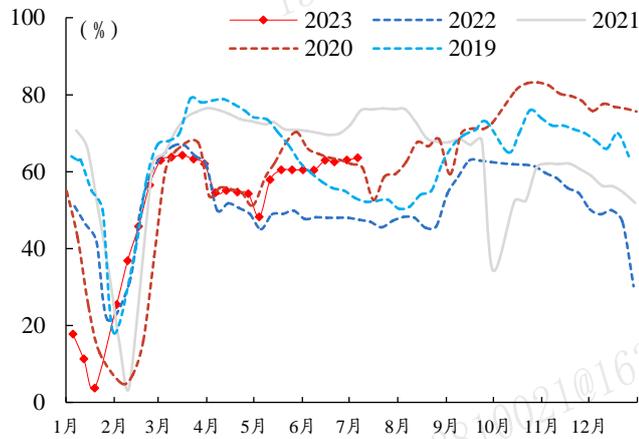
资料来源：百川资讯，Wind，中原证券

图 15: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



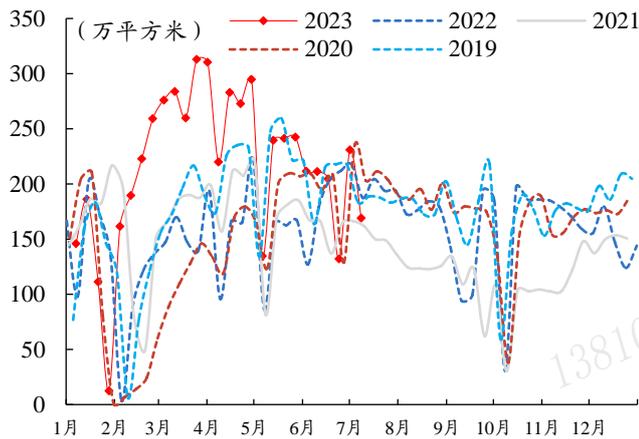
资料来源: Mysteel, Wind, 中原证券

图 17: 我国涤纶长丝织机周频开工率



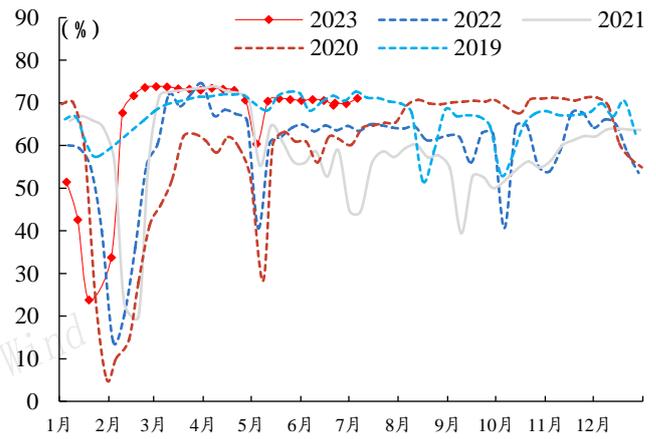
资料来源: 隆众化工, Wind, 中原证券

图 19: 我国主要城市二手房成交面积



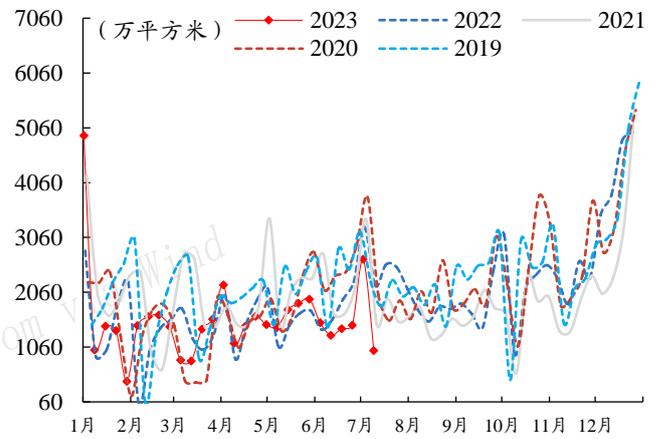
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 16: 我国汽车半钢胎周频开工率



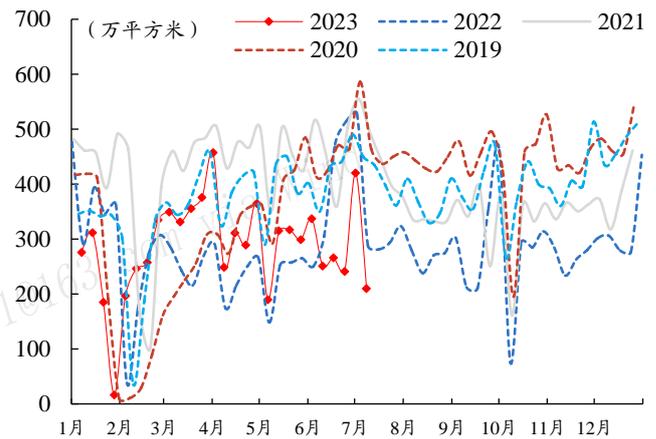
资料来源: 中国橡胶信息贸易网, Wind, 中原证券

图 18: 我国 100 大中城成交土地占地面积



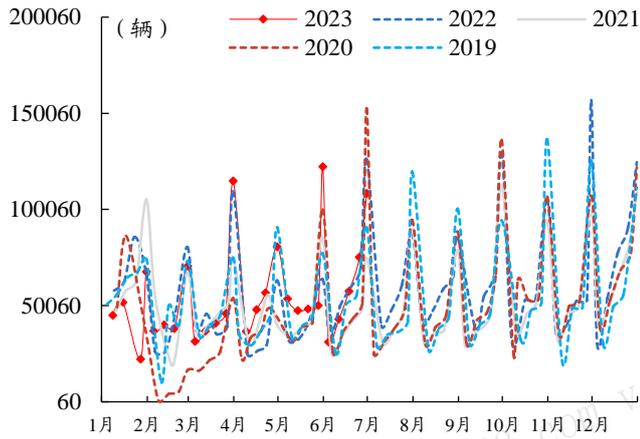
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 20: 我国 30 大中城商品房成交面积



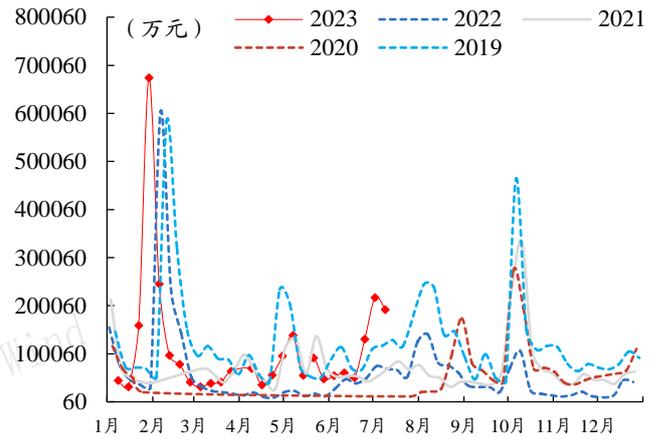
资料来源: Wind, 中原证券

图 21：我国乘用车当周日均销量



资料来源：乘联会，Wind，中原证券

图 22：我国电影票房当周收入值



资料来源：国家新闻出版广电总局，Wind，中原证券

3. 风险提示

宏观政策的落地形式与节奏存在不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5%至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5%至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。