

6月金融数据点评：信贷承压拖累社融，关注后续降准降息的可能性



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 分析师
Email:chenguowen@lczq.com
证书:S1320524070001

投资要点：

社融存量增速再度回落。6月新增社融3.3万亿，同比少增9283亿，社融存量增速环比回落0.3个百分点至8.1%。结构上看，政府债券是主要支撑项；而人民币贷款同比少增则是主要拖累项。

企业、居民部门同比均少增。企业部门当月新增短贷6700亿、中长贷9700亿，分别少增749亿和6233亿。一方面，与核算方法优化后，供给偏谨慎有关，这一点结合票据冲量有所缓解也可以看出；另一方面，实体经济融资需求仍有待改善。6月制造业PMI仍在荣枯线下徘徊，主要分项均有不同程度回落，需求不振带动生产转弱，企业资本开支意愿偏低的特征仍较为明显。居民部门新增短贷2471亿、中长贷3202亿，分别少增2443亿和1428亿。6月主要城市商品房销售边际改善，但居民中长贷同比表现仍然偏弱，或更多与提前还贷相关。存量与新增房贷利差走阔，导致居民早偿意愿有所抬升，对居民中长贷形成一定压制。

M1、M2增速继续回落。M1当月增速环比续降0.8个百分点至-5.0%；M2当月增速环比续降0.8个百分点至6.2%；一是资金活化程度较低拖累M1。单位活存当月环比继续下滑0.9个百分点至-8.0%，或指向受禁止“手工补息”影响，企业活存向理财、货基等转移的行为继续演绎；二是财政发力偏慢拖累M2。6月居民和企业存款新增延续弱于季节性的态势，同比分别少增5336亿和1万亿，而财政存款当月同比多增2303亿，指向财政存款向居民、企业转化仍然偏慢。

财政发力或主导下半年信用扩张，货币政策调控或更重视价格型目标。受“供给端规则改变”+“需求端有待改善”的影响，6月信贷继续承压拖累社融同比转负。往前看，一是经济高质量发展转型下，信贷对经济驱动力减弱，财政发力或主导下半年的信用扩张。在广义财政支出“补进度”诉求下，国债和专项债下半年仍有望加速发行，实物工作量或将拉动有效需求，带动实体融资意愿回升；二是关注后续降准降息的可能性。一方面，近期央行多次提及弱化“规模情节”，有意引导市场淡化对数量目标的关注；另一方面，央行创设临时正逆回购，框定了利率走廊；预计下半年货币政策调控或更加注重价格型中介目标，降准降息均有一定概率。

风险提示：经济复苏不及预期，房地产等重点领域风险扩大，政府债发行不及预期，流动性超预期收紧。

相关报告

美国6月CPI点评：通胀回落再超预期，市场预期震动

2024.07.12

美国6月非农点评：美国就业市场趋势性放缓

2024.07.08

2024年中宏观展望：固本培元，如日之升

2024.07.03

目 录

1. 社融：信贷继续承压，社融存量增速环比再度回落	4
2. 信贷：企业、居民同比均少增	5
3. M1、M2 增速续降	7
3.1 资金活化程度较低拖累 M1，财政发力偏慢拖累 M2	7
3.2 关注国债和专项债发行形成的实物工作量以及降准降息的可能性	9
4. 风险提示	9

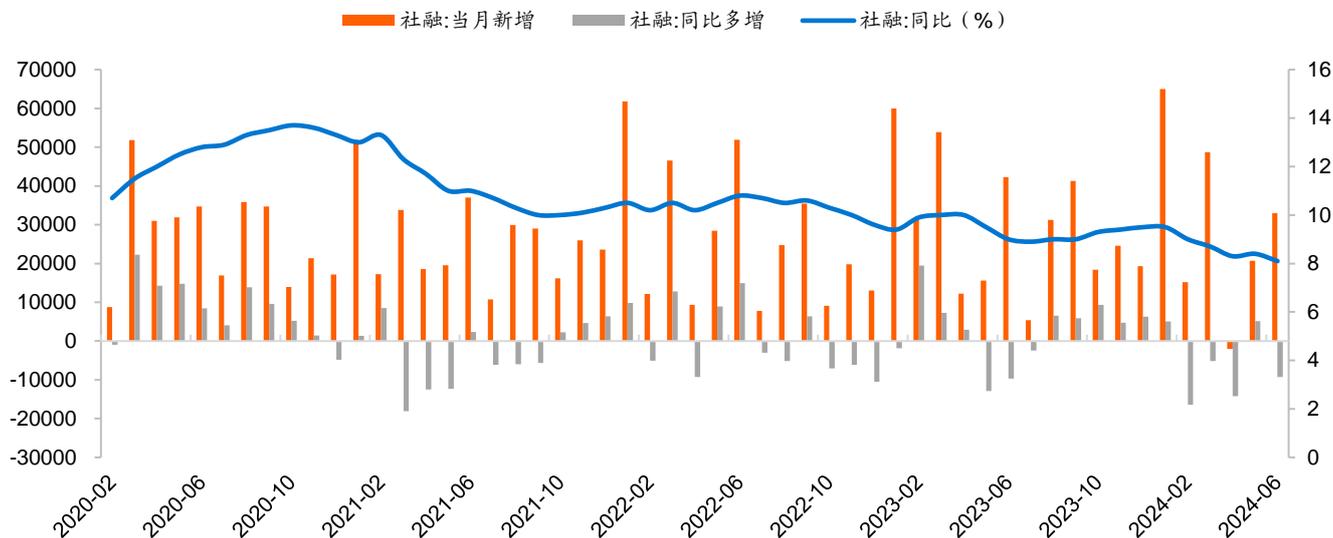
图目录

图 1	社融同比再度少增（亿元）	4
图 2	政府债券是主要支撑（亿元）	5
图 3	国债净融资同比持续多增	5
图 4	专项债发行节奏再度放缓	5
图 5	城投债净融资延续同比少增	5
图 6	6月新增人民币贷款（亿元）	6
图 7	表内票据冲量规模环比走低（亿元）	6
图 8	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	7
图 9	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	7
图 10	6月制造业 PMI（%）	7
图 11	6月30大中城市商品房销售同比降幅收窄	7
图 12	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	7
图 13	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	7
图 14	M1、M2 剪刀差（%）	8
图 15	财政存款向居民、企业存款转换偏慢（亿元）	8
图 16	单位活存增速续降（%）	9

1. 社融：信贷继续承压，社融存量增速环比再度回落

社融存量增速再度回落。6月新增社融3.3万亿，同比少增9283亿，社融存量增速环比回落0.3个百分点至8.1%。结构上看，政府债券是主要支撑项；而人民币贷款同比少增则是主要拖累项。

图1 社融同比再度少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

人民币贷款同比少增。6月社融口径新增人民币贷款2.20万亿，同比少增1.05万亿。一是**基数偏高**。去年同期季末考核冲量与实体需求边际企稳共振形成较高基数；二是**政策端“由供给约束转为需求约束”的影响仍在消化**。6.19陆家嘴论坛，央行再次提及减轻“规模情节”、均衡信贷增长节奏。相关规范市场行为措施的影响仍在释放过程中，预计将在三季度对信贷持续产生影响。三是**有效需求仍然不足**。5月BCI企业融资环境、招工、销售、利润等指数均环比回落，指向“融资-投资-生产-消费”循环不畅，企业、居民扩表意愿仍然偏低。

政府债券同比多增。政府债券当月新增8487亿，同比多增3116亿。一是**国债发行保持较快节奏提供主要支撑**。当月新发国债1.28万亿，净融资4777亿，同比多增718亿。二是**新增专项债发行节奏再度放缓**。当月新增专项债3327亿，同比少增711亿。新增专项债发行在5月边际提速后，于6月再度放缓，1-6月新增专项债发行进度仅为38.3%。或指向专项债发行仍然受到项目审核趋严、项目储备不匹配、化债背景下重点区域投融资受限等扰动因素的约束。

企业债融资同比少增。企业债券当月新增2128亿，同比少增121亿，仍然受到城投债的拖累。6月城投债（Wind口径）净融资124亿，同比少增1393亿。受化债影响，今年以来城投债净融资已连续6个月同比负增，合计少增8926亿。**非标方面，信托、委托贷款同比多增，未贴现票据同比少增**。当月信托贷款、委托贷款同比分别多增902亿和55亿，主因去年同期基数偏低；新增未贴现票据-2047亿，同比少增1356亿，结合表内票据新增为负来看，或主要受“供给端规则改变”+“需求端有待改善”的影响，整体开票规模有所下降。

图2 政府债券是主要支撑 (亿元)

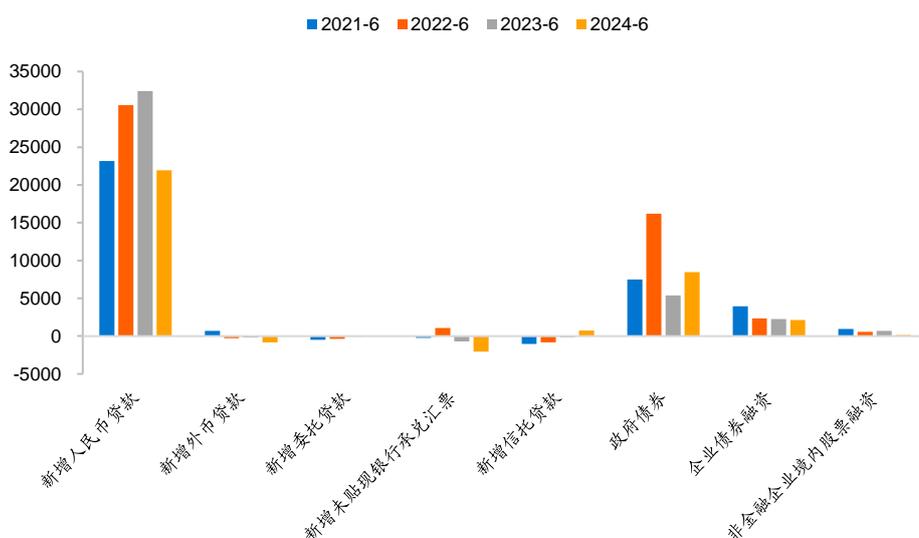
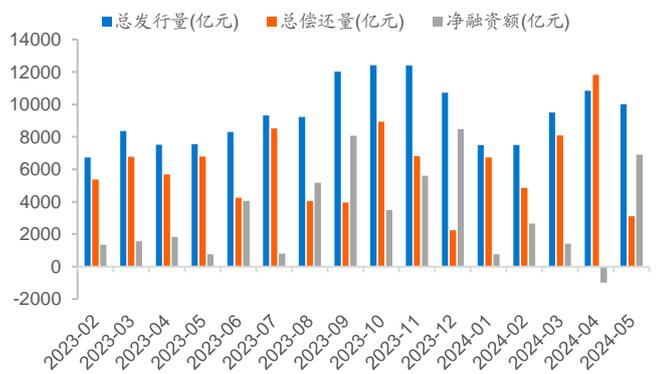
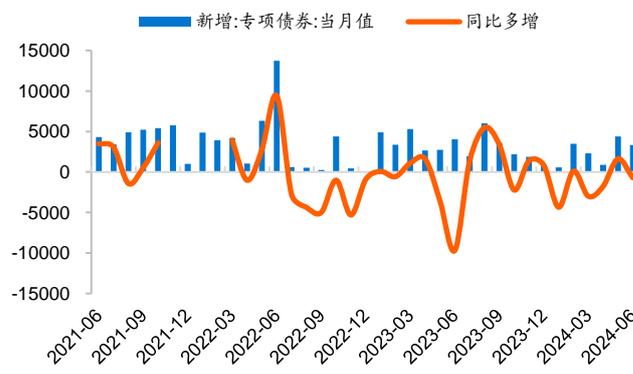


图3 国债净融资同比持续多增



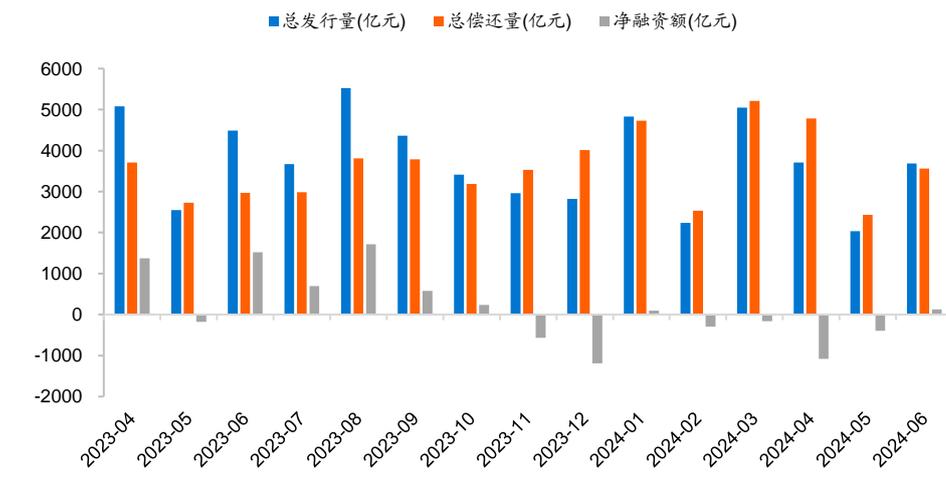
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图4 专项债发行节奏再度放缓



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图5 城投债净融资延续同比少增



资料来源: Wind, 联储证券研究院

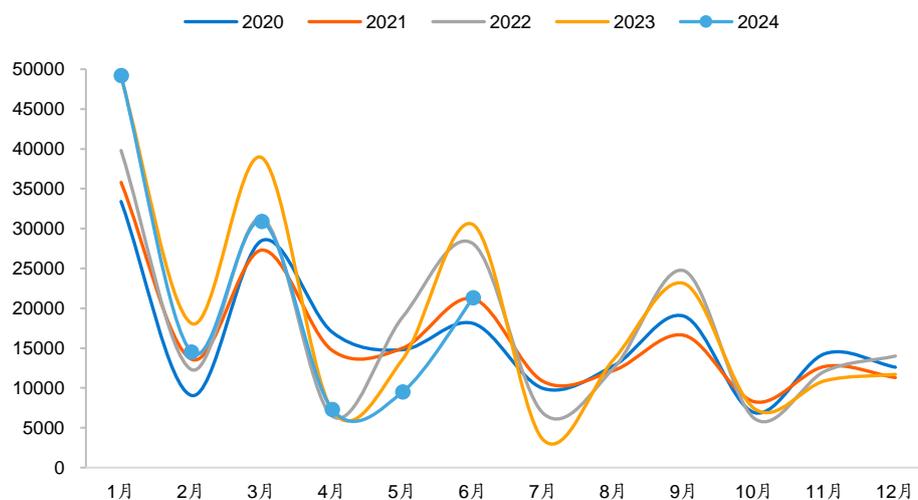
2. 信贷: 企业、居民同比均少增

企业部门结构与上月基本一致。企业部门当月新增短贷 6700 亿、中长贷 9700 亿，同比均延续少增态势，分别少增 749 亿和 6233 亿。一方面，与核算方法优化后，供给

偏谨慎有关。这一点结合票据冲量有所缓解也可以看出。6月新增票据融-393亿，同比少减428亿，规模环比大幅走低，冲量诉求显著回落；另一方面，实体融资需求仍有待改善。6月制造业PMI仍在荣枯线下徘徊，生产、新订单、原材料库存、采购量、在手订单等主要分项均有不同程度回落，需求不振带动生产转弱，企业资本开支意愿偏低的特征仍然较为明显。

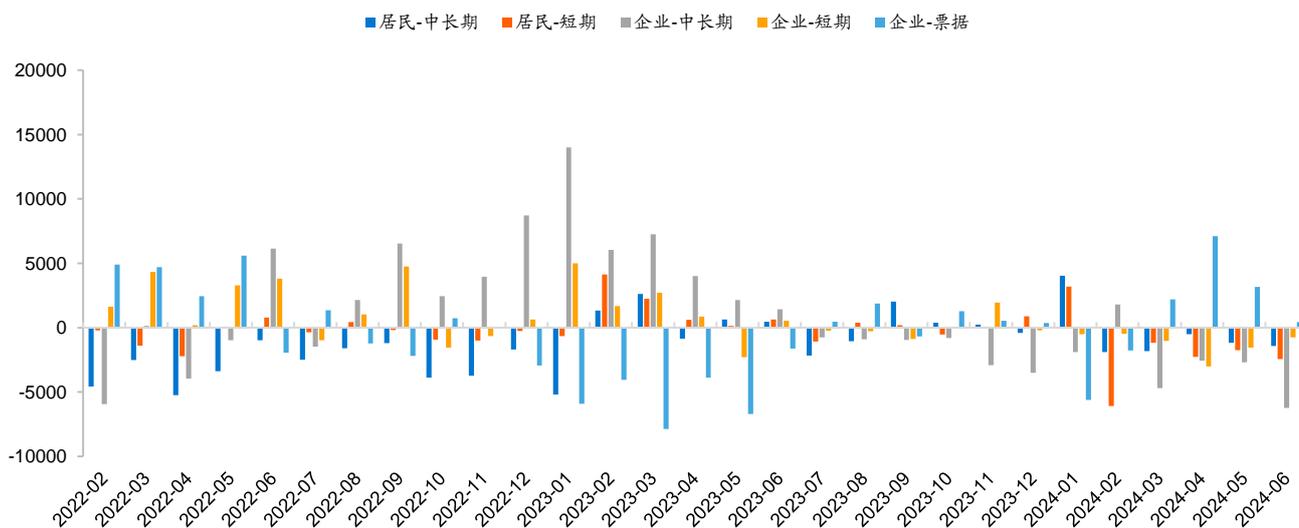
居民部门同比仍持续少增。居民部门新增短贷2471亿、中长贷3202亿，虽然环比季节性回升，但同比仍然承压，分别少增2443亿和1428亿。从居民中长贷来看，“517”地产新政实施以来，6月主要城市商品房销售边际改善，但居民中长贷同比表现仍然偏弱，或更多与提前还贷相关。新增房贷利率调降，存量与新增房贷利差走阔，居民早偿意愿有所抬升，对居民中长贷形成一定压制。

图6 6月新增人民币贷款（亿元）



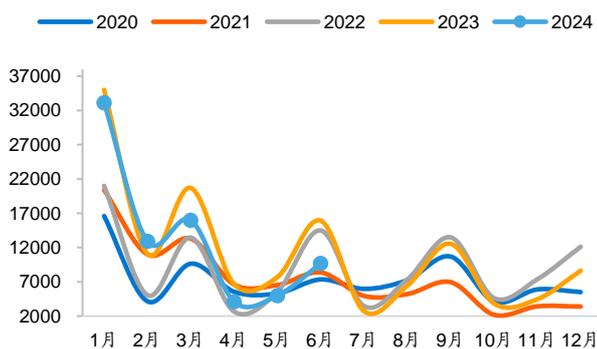
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 表内票据冲量规模环比走低（亿元）



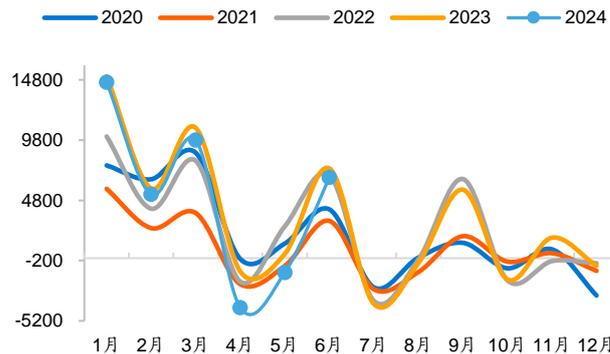
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



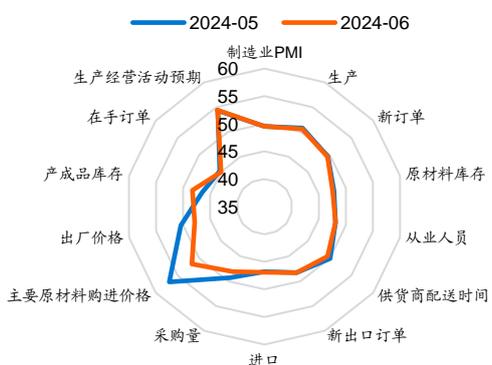
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比少增（亿元）



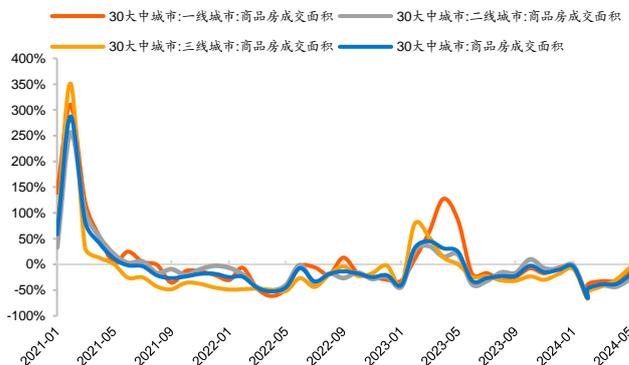
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 6月制造业 PMI (%)



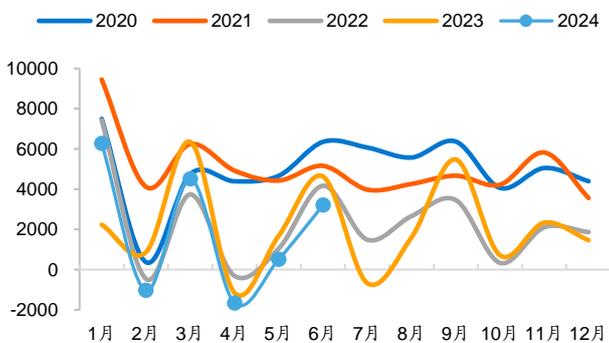
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 6月30大中城市商品房销售同比降幅收窄



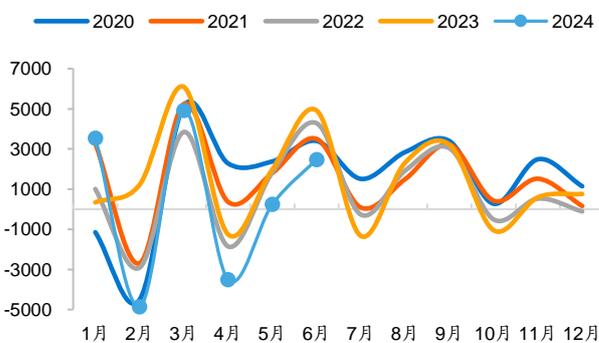
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

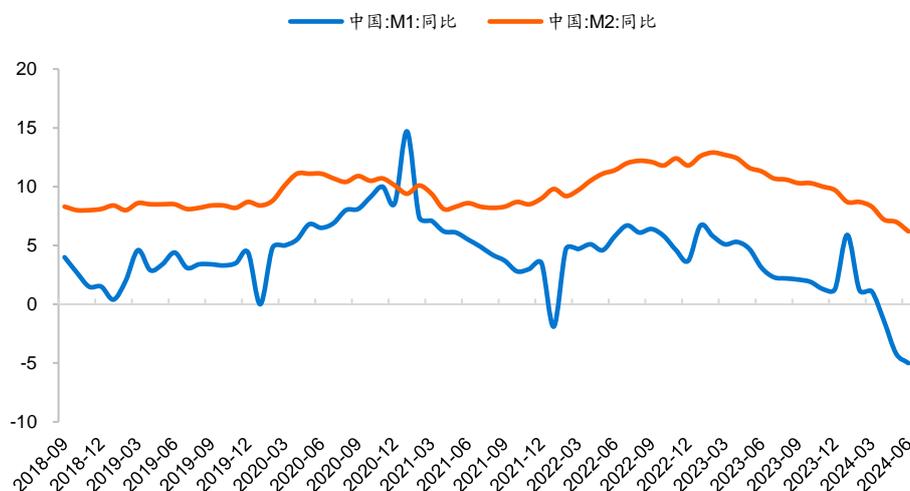
3. M1、M2 增速续降

3.1 资金活化程度较低拖累 M1，财政发力偏慢拖累 M2

M1、M2 增速继续回落。M1 当月增速环比续降 0.8 个百分点至-5.0%；M2 当月增速环比续降 0.8 个百分点至 6.2%；一是资金活化程度较低拖累 M1。单位活存当月环比继续下滑 0.9 个百分点至-8.0%，或指向受禁止“手工补息”影响，企业活存向理财、货基等转移的行为继续演绎；当前我国 M1 统计口径较其他国家相比过窄，客观上会阶段性放大企业存款对 M1 走势的影响。近期央行也提出“个人活期存款以及一些流动性很高甚至直接有支付功能的金融产品需要研究纳入 M1 统计范围”，所以未来 M1 统计口径的调整或有助于降低 M1 的波动。二是财政发力偏慢拖累 M2。6 月居民和企业存款新增

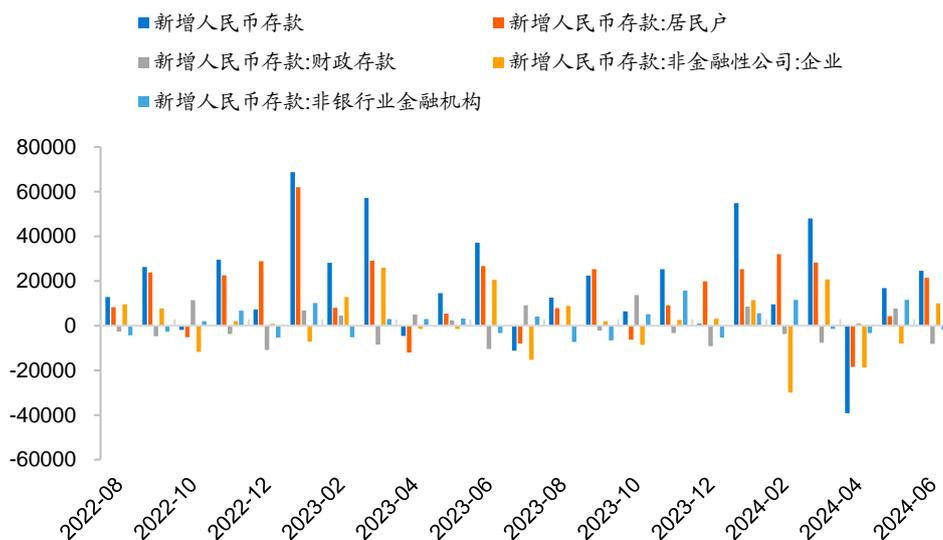
延续弱于季节性的态势,同比分别少增 5336 亿和 1 万亿,而财政存款当月同比多增 2303 亿,指向财政存款向居民、企业转化仍然偏慢。

图14 M1、M2 剪刀差 (%)



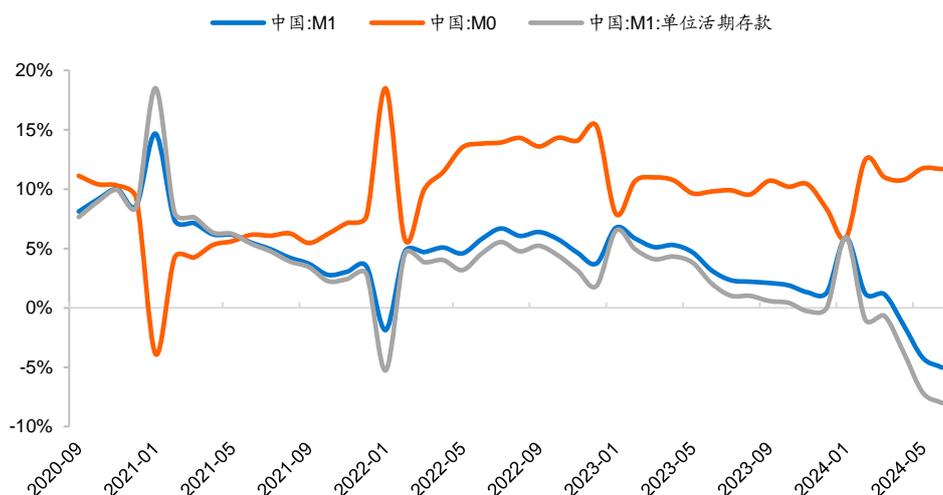
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 财政存款向居民、企业存款转换偏慢 (亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 单位活存增速续降 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

3.2 关注国债和专项债发行形成的实物工作量以及降准降息的可能性

下半年财政发力或主导信用扩张，货币政策调控或更重视价格型目标。受“供给端规则改变”+“需求端有待改善”的影响，6月信贷继续承压，拖累社融同比转负。往前看，一是经济高质量发展转型下，信贷对经济驱动力减弱，财政发力或主导下半年的信用扩张。6月专项债发行进度有所放缓，但在广义财政支出“补进度”诉求下，国债和专项债下半年仍有望加速发行，形成的实物工作量或将拉动有效需求，带动实体融资意愿回升；二是关注后续降准降息的可能性。一方面，近期央行多次提及弱化“规模情节”，有意引导市场淡化对数量目标的关注；另一方面，央行创设临时正逆回购，框定了利率走廊；预计下半年货币政策调控或更加注重价格型中介目标，降准降息均有一定概率。

4. 风险提示

经济复苏不及预期，房地产等重点领域风险扩大，政府债发行不及预期，流动性超预期收紧。

免责声明

联储证券股份有限公司（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“联储证券股份有限公司”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