



数据边际好转，但可持续性仍待观察

2023 年 6 月金融数据点评和债市分析 | 2023.7.11

中信证券研究部



明明

中信证券首席经济学家

S1010517100001



章立聪

资管与利率债首席分析师

S1010514110002

核心观点

2023 年 7 月 11 日，央行发布 2023 年 6 月金融数据，中国 2023 年 6 月新增人民币贷款 3.05 万亿，同比多增 2296 亿元；新增社会融资规模 4.22 万亿元，同比增速 9.0%，较前值下滑 0.5 个百分点；M2 同比 11.3%，前值 11.6%，M1 货币供应同比 3.1%，前值 4.7%，M0 货币供应同比 9.8%。6 月金融数据较 5 月边际好转，总量和结构上略超预期，反映当前积极刺激融资需求的各项举措已经开始显现成效。然而，后续金融数据的改善能否延续仍有待观察。

■ **信贷总量和结构均表现较好：观察企业部门贷款：**①6 月企业中长期贷款增加 1.59 亿元，较 2022 年同比多增 1436 亿元，同比多增幅度继续回落：6 月 PMI 数据出现边际改善，降息为信贷成本打开了下行空间，叠加季末考核使得部分银行动用储备项目等，都有助于拉动企业中长贷的增长，不过考虑到二季度贷款需求指数再度下滑，企业主动融资扩产意愿不强，后续企业中长贷维持放量可能仍需要增量政策刺激。②企业短贷增加 7449 亿元，较去年同比多增 543 亿元；票据融资减少 821 亿元，同比多减 1617 亿元：6 月末票据利率波动加大，我们推测部分银行在月末由于提前完成信贷目标导致“收票”减少，同时也或存在监管指导因素。**观察住户部门贷款：**住户部门贷款延续自年初以来的长短端分化格局，618 促销活动、端午假期等因素叠加低利率环境推动零售端信贷表现较好，但居民对中长贷需求仍相对低迷，6 月地产销售表现相对疲软，同时 RMBS 早偿指数于 6 月中达到峰值，居民提前还贷现象延续叠加购房需求较弱，后续居民中长贷仍待提振。

■ **政府债拖累 6 月社融同比少增：**6 月社融增量为 4.22 万亿元，同比少增 9726 亿元；社融同比增速 9.0%，较 5 月下滑 0.5 个百分点。信托和委托贷款延续同比少减，和供给端政策逐步放松有较大的关系，但受优质项目较为有限和市场风险尚存影响，对整体社融仅有边际贡献。未贴现承兑汇票多减与企业开票意愿较弱以及去年同期的高基数影响有关。6 月企业债发行有所回暖，但在审核监管趋严下对社融难以贡献更多增量，同期企业中长贷的良好表现也对企业债融资形成一定挤出，6 月企业债净融数据同比基本持平。政府债方面，去年 6 月各地政府在中央加速发行专项债的指导下已基本完成全年限额，对比来看近期地方债发行力度受部分地区化债舆情影响有所减弱，在去年同期 1.62 万亿元的高基数影响下，6 月政府债净融资同比大幅少增。

■ **M2 增速延续回落，财政存款明显多减：**6 月 M2 同比增速录得 11.3%，M1 同比增速录得 3.1%。6 月居民存款同比多增，除了当前居民储蓄倾向仍存外，也与银行在季末往往会引导客户赎回理财等资管产品并配置存款有关；财政存款同比多减，除了政府债融资规模较少的因素外，也与财政支出力度加大有关。

■ **总结：**6 月金融数据较 5 月边际好转，总量和结构上略超预期，反映当前积极刺激融资需求的各项举措已经开始显现成效。然而，后续金融数据的改善能否延续仍有待观察。信贷投放提速可能与季末考核等因素有关，票据利率以及贷款需求指数等数据仍反映目前信贷投放承压，实体经济修复过程并非一帆风顺，因此短期内货币政策并不具备转向的前提。往后看，7 月是重要的稳增长政策窗口期，预计市场仍将延续对宽信用政策力度展开博弈，长端利率可能会受到政策预期端的扰动，呈现边际波动的走势。

■ 事项

2023 年 7 月 11 日，央行发布 2023 年 6 月金融数据，中国 2023 年 6 月新增人民币贷款 3.5 万亿元，同比多增 2400 亿元；新增社会融资规模 4.22 万亿元，同比增速 9.0%，较前值下滑 0.5 个百分点；M2 同比 11.3%，前值 11.6%，M1 货币供应同比 3.1%，前值 4.7%，M0 货币供应同比 9.8%。6 月金融数据较 5 月边际好转，总量和结构上略超预期，反映当前积极刺激融资需求的各项举措已经开始显现成效。然而，后续金融数据的改善能否延续仍有待观察。

具体点评如下：

■ 信贷总量和结构均表现较好

6 月人民币贷款增加 3.05 万亿元，同比多增 2296 亿元。6 月央行超预期降息推动融资成本进一步下行，同时 6 月作为季末月，银行为应对季度考核往往也会加大信贷的投放，因此即便存在去年的高基数影响，6 月信贷投放仍实现同比多增，且结构较优。

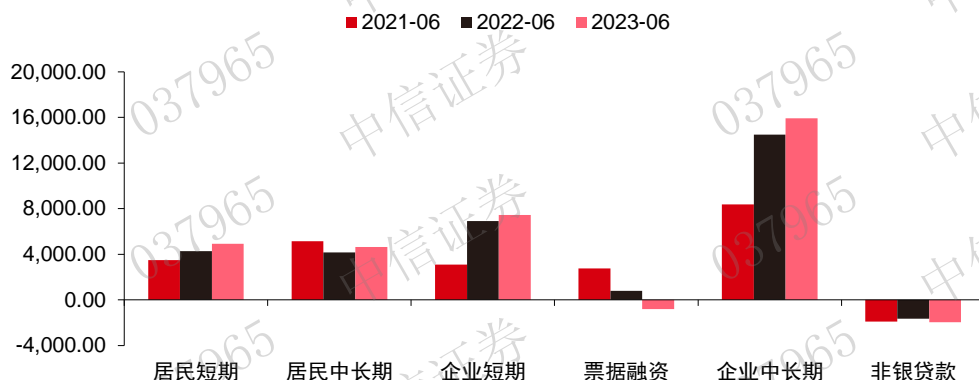
观察企业部门贷款：

6 月企（事）业单位贷款增加 2.26 万亿元，其中：①中长期贷款增加 1.59 亿元，较 2022 年同比多增 1436 亿元，同比多增幅度继续回落，企业中长贷的支撑力度边际下滑：6 月 PMI 数据出现边际改善，降息也为信贷成本打开了下行空间，叠加季末考核使得部分银行动用储备项目等，这些因素都有助于拉动企业中长贷的增长。不过考虑到二季度贷款需求指数再度下滑，企业主动融资扩产意愿不强，后续企业中长贷维持放量可能仍需要增量政策刺激。②短期贷款增加 7449 亿元，较去年同比多增 543 亿元；票据融资减少 821 亿元，同比多减 1617 亿元：6 月末票据利率波动加大，中旬以来持续下行但在月内最后一个交易日有所回升，我们推测除了有部分银行提前完成信贷目标而不再需要“收票”外，也可能存在监管指导因素。

观察住户部门贷款：

6 月住户部门贷款增加 9544 亿元，同比多增约 1000 亿元，住户部门贷款延续自年初以来的长短端分化格局，618 促销活动、端午假期等因素叠加低利率环境推动零售端信贷表现较好，但居民对中长贷需求仍相对低迷。具体来看：①中长期贷款增加 4630 亿元，同比多增近 500 元：同比多增与去年同期较低基数有较大关系，较 2021 年同期来看依然偏低。居民中长期贷款表现与房地产市场景气度关联较强，从高频数据上观察 6 月地产销售表现相对疲软，同时 RMBS 早偿指数于 6 月中达到峰值，居民提前还贷现象延续叠加购房需求表现相对低迷，后续居民中长贷仍待提振。②短期贷款增加 4914 亿元，同比多增 632 亿元：去年 6 月部分地方政府发放消费券对今年 6 月居民短贷带来一定高基数影响，然而低利率水平助推消费需求逐步转暖，叠加端午假期和 618 活动的季节性消费热潮，6 月居民短贷延续较好表现。

图 1：信贷增长结构比较（亿元）



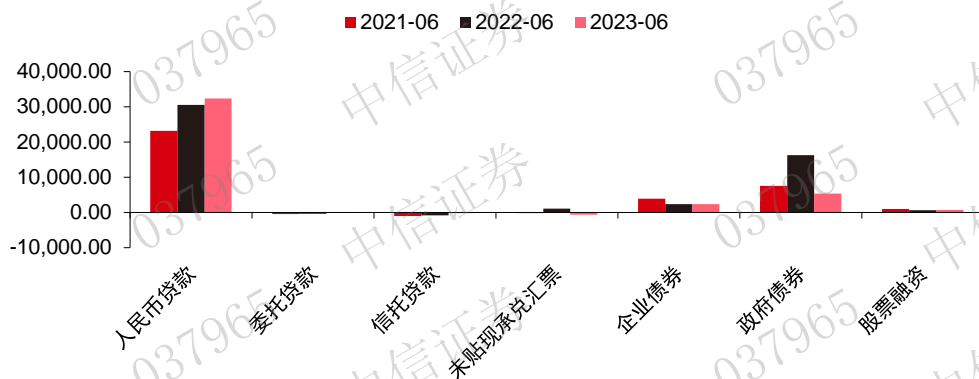
资料来源：Wind，中国人民银行官网，中信证券研究部

政府债拖累 6 月社融同比少增

6 月社融增量为 4.22 万亿元，同比少增 9726 亿元；社融同比增速 9.0%，较 5 月下滑 0.5 个百分点。具体来看，对实体人民币贷款增量 3.24 万亿元，同比多增 1825 元。表外融资转负：委托贷款减少 57 亿元，同比少减 323 亿元；信托贷款减少 153 亿元，同比少减 675 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 692 亿元，同比多减 1758 亿元。信托和委托贷款延续同比少减，和供给端政策逐步放松有较大的关系，但受优质项目相对有限和 market 风险尚存影响，对整体社融仅有边际贡献。未贴现承兑汇票多减与企业开票意愿较弱以及去年同期的高基数影响有关。

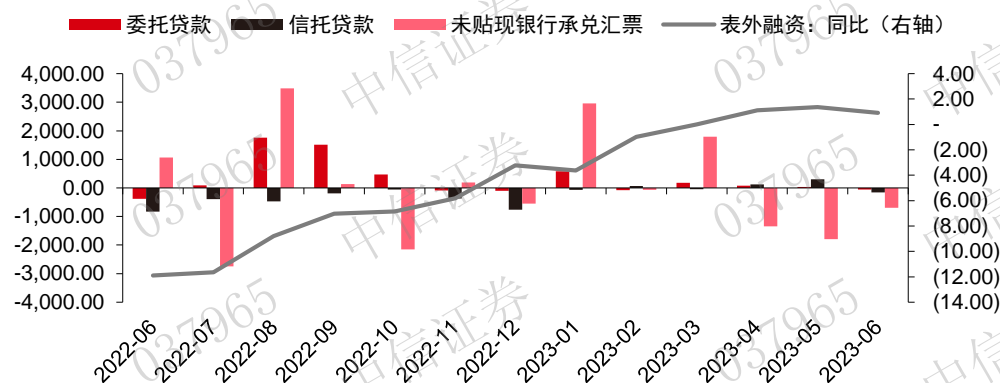
企业债券 6 月融资净增 2360 亿元，同比基本持平；政府债券融资净增 5388 亿元，同比少 1.08 万亿元：6 月企业债发行有所回暖，但在审核监管趋严下对社融难以贡献更多增量，同期企业中长期贷的良好表现也对企业债融资形成一定挤出，6 月企业债净融数据同比基本持平，但略低于往年同期水平。政府债净融资同比下滑是 6 月社融同比大幅少增的主要原因，去年 6 月各地政府在中央加速发行专项债的指导下已基本完成全年限额，对比来看近期地方债发行力度受部分地区化债舆情影响有所减弱，在去年同期 1.62 万亿元的高基数影响下，6 月政府债净融资同比大幅少增。

图 2：社会融资规模主要部分增量（亿元）



资料来源：Wind，中国人民银行官网，中信证券研究部

图 3：表外融资部分增量（亿元，%）



资料来源：Wind，中国人民银行官网，中信证券研究部

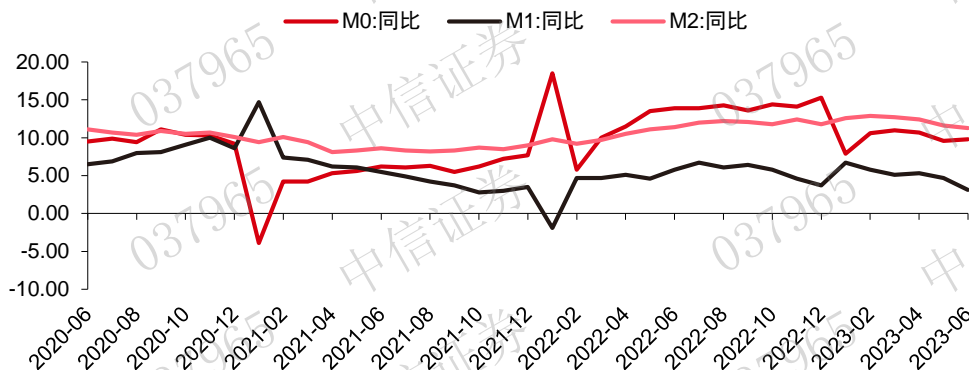
■ M2 增速延续回落，财政存款明显多减

6 月 M2 同比增速录得 11.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.1 个百分点。M1 同比增速录得 3.1%，增速分别比上月末和上年同期低 1.6 个和 2.7 个百分点。M0 货币供应同比增长 9.8%。M2 增速延续回落，一方面源于央行在目前相对宽松的流动性环境下延续稳健基调，在货币供给上保持定力，流动性投放较为谨慎；另一方面去年 5 月起 M2 增速进入上行通道提供的高基数，也对今年读数形成压力。M1 同比增速出现同步变化，除上述因素外，也映射企业生产活跃度有所下行。

6 月住户存款增加 2.67 万亿元，非金融企业存款增加 2.06 万亿元，财政性存款减少 1.05 万亿元，非银行业金融机构存款减少 3320 亿元：6 月居民存款同比多增，除了当前居民储蓄倾向仍存外，也与银行在季末往往会引导客户赎回理财等资管产品并配置存款有关，从同期理财债基等资管产品出现季节性赎回、非银存款下滑的现象上也可以得到验证。历年季末企业存款规模往往上涨，对应企业对前一阶段生产订单的季度结盈，然而企业

存款同比少增，反映企业盈利表现一般。财政存款同比多减，除了政府债融资规模较少的因素外，也与财政支出力度加大有关。

图 4：M0、M1、M2 同比增速（%）



资料来源：Wind，中国人民银行官网，中信证券研究部

总结

6 月金融数据较 5 月边际好转，总量和结构上略超预期，反映当前积极刺激融资需求的各项举措已经开始显现成效。然而，后续金融数据的改善能否延续仍有待观察。信贷投放提速可能与季末考核等因素有关，票据利率以及贷款需求指数等数据仍反映目前信贷投放承压，实体经济修复过程并非一帆风顺，因此短期内货币政策并不具备转向的前提。往后看，7 月是重要的稳增长政策窗口期，预计市场仍将延续对宽信用政策力度展开博弈，长端利率可能会受到政策预期端的扰动，呈现边际波动的走势。



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上



特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。