

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《CPI 筑底，PPI 待观察》 -
2023.07.10

宏观研究

政策加力推动融资回升，资金活化程度仍弱

● 核心观点

政策加大调控力度，6 月信贷投放超预期。对于信贷投放超预期的原因，可以从两方面来看。第一，在去年末加强票据监管后，票据市场可能正在经历调整，对整体信贷增长的代表性有所下降。第二，对于 6 月信贷增长好的原因，供需两方面因素都有影响，供给端影响可能偏大。企业、居民资金循环仍不畅，财政加力配合货币宽松。向前看，信贷增长改善能否持续取决于有效融资需求的扩张情况，仍然有待观察。对于社融来说，6 月份剔除政府融资的剩余部分已经实现同比多增，考虑去年下半年政府债券融资规模出现下滑，年内社融增速有望维持在 9% 左右。而社融增速趋稳，叠加经济景气筑底，逆周期调节的力量也可以相应转向温和。此时可适当关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

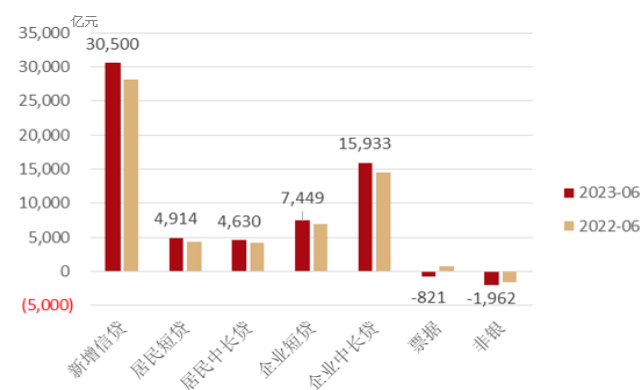
房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 6 月信贷投放结构	3
图表 2: 新增人民币贷款	3
图表 3: 新增居民中长贷	4
图表 4: 新增企业中长贷	4
图表 5: 社融结构	5
图表 6: 财政存款	5

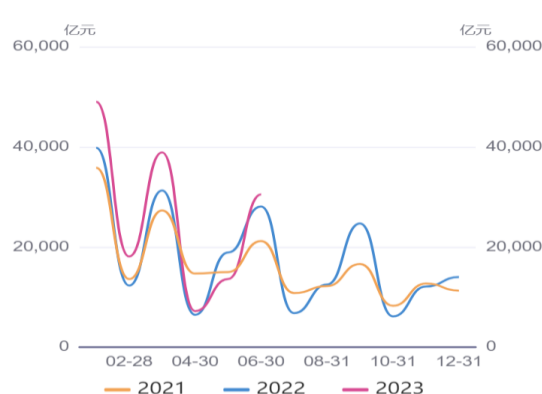
7月政策加大调控力度，信贷投放超预期。6月新增人民币信贷3.05万亿，同比多增2400亿。由于6月末票据利率快速下行，市场对当月信贷增长预期不高。同时，去年6月信贷增长快，基数偏高，今年6月份实现同比多增反映信贷总量增长的确不错。对于信贷投放超预期的原因，可以从两方面来看。第一，在去年末加强票据监管后，票据市场可能正在经历调整，对整体信贷增长的代表性有所下降。2022年11月，人民银行、银保监会修订发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》，并自2023年初实施，办法规定“商业汇票的付款期限应当与真实交易的履行期限相匹配，自出票日起至到期日止，最长不得超过6个月”，将商业汇票最长期限由12个月压缩至6个月，导致部分借助商业汇票拉长账期的不真实需求消退，票据自身需求有所弱化。这是票据市场自身的结构性原因，与整体信贷增长没有直接关联，可能导致票据市场冷热对于整体信贷冷热的代表性下降。

图表1：6月信贷投放结构



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：新增人民币贷款



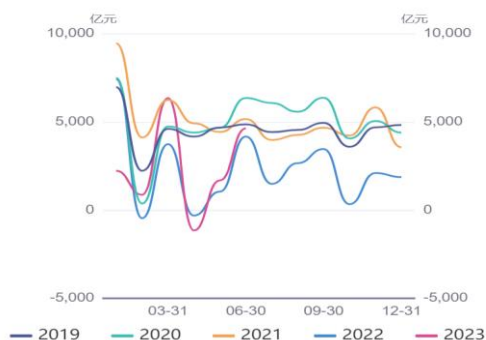
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

第二，对于6月信贷增长好的原因，供需两方面因素都有影响，供给端影响可能偏大。从新增信贷结构来看，居民方面，6月居民短贷快速上升至4914亿，同比多增632亿，可能与618促销期间，银行抢占消费窗口期，与电商平台合作推出消费贷款优惠活动有关。据《华夏时报》，各家信用卡的销售活动竞争十分激烈，其中“分期支付业务”成各家今年发力的重点，不少银行推出在免息分期基础上再满额立减的活动。6月居民中长贷新增4630亿，相比4月净减少1156亿、5月新增1684亿元明显改善，并且同比多增463亿。但是，6月商品房销售整体偏冷，30大中城市商品房销售面积同比下降10%，由正转负；TOP100房企实现销

售操盘金额 5267.4 亿元，环比增长 8.5%，环比增幅处于历年同期的最低水平，同比降低 28.1%，单月业绩增速由正转负。因此，6 月份居民中长贷增长的改善可能与居民提前偿还按揭贷款速度放缓有关。

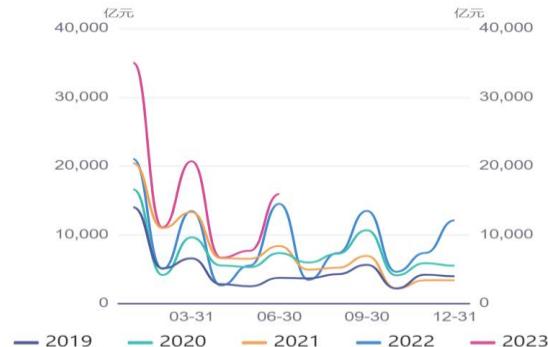
——企业端，6 月企业中长贷新增 1.59 万亿，较前两个月 7000 亿左右的新增规模亦明显提高，而同比多增 1436 亿，幅度为今年以来最小，反映出横向比较 6 月份企业中长贷增长改善，但参考历史同期，可能与去年 6 月政策驱动的跳升具有一定的相似性。一般来说，企业中长贷的增长具有一定的季节性，2021 年之前二季度月度之间的投放规模差异在 2000 亿元左右，但是 2022 年以后月度新增规模的差异明显拉大，2022 年 6 月企业中长贷增幅达到 1.45 万亿，较此前两个月多增近万亿。去年国务院在《扎实稳住经济的一揽子政策措施》中，明确要求新增专项债要在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕，导致 6 月政府债券融资量达到 1.6 万亿，创下历史新高，直接导致基建资金充裕程度的提升，进而相应的配套银行贷款投放跟随加快，带动了当时企业中长贷的跳升。再看当前，6 月 16 日国常会围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施，同时强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。6 月份，土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为 64.3% 和 53.9%，比上月上升 2.6 和 2.2 个百分点，土木工程建筑业供需扩张加快。因此，6 月份企业中长贷的跳升可能同样源于基建投资的拉动。另外，6 月票据融资净减少 821 亿，时隔两个月再负增，验证融资需求上行。

图表3：新增居民中长贷



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：新增企业中长贷

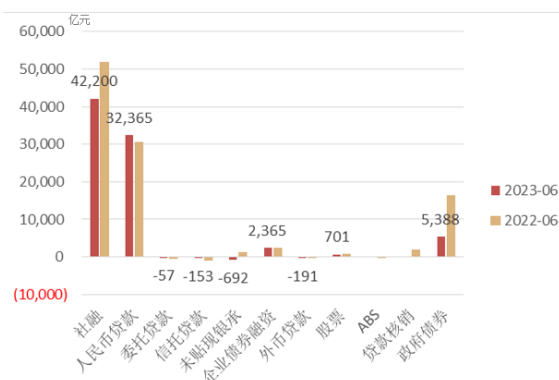


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

企业、居民资金循环仍不畅，财政加力配合货币宽松。6月社会融资4.22万亿，同比少增9700亿，社融增速降至9%。信贷同比多增但社融少增，主因政府债券拖累，6月政府债券融资5388亿，同比少增10828亿。对比去年地方政府专项债集中在上半年发行，今年一季度发行较快，二季度以后专项债发行进度明显更平缓，但是也给下半年留出了空间。剔除政府债券融资以后剩余部分6月份增长3.68万亿，同比多增1100亿，与新增人民币信贷方向一致，指向了实体经济融资改善。7月后伴随去年政府债券融资规模下降，此项对社融增速的拖累也将逐步消退。

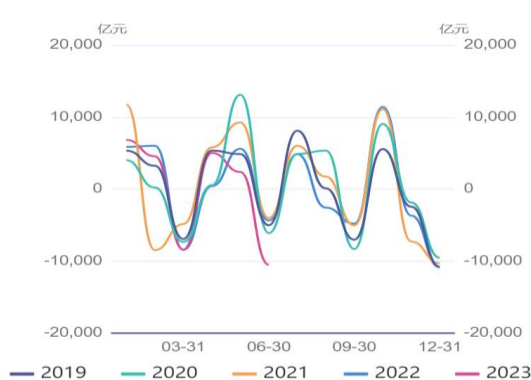
——存款方面，6月M1同比降至3.1%，M2同比降至11.3%，M1与M2增速的剪刀差扩大至-8.2个百分点，为2022年2月以来最低值。两者剪刀差在2021年达到5.3个百分点的峰值后趋势下行，虽然今年4、5月出现了负差值的收敛但主因信贷投放少增导致M2增速放缓，6月份M1、M2同比增速均出现下滑，同时M1同比下行幅度超过M2，反映出6月份经济筑底更大程度来自政策驱动，企业现金流状况尚未改善，资金活化程度仍然偏弱。居民存款新增2.67万亿，在4、5月同比少增后再次同比多增，而非金融企业存款新增2.06万亿，同比少增8709亿，企业、居民部门之间的资金循环仍然不畅。另外，财政存款净减少1.05万亿，同比多减6129亿，亦超出历史同期4000-6000左右的降幅，去年专项债集中发行的确形成了高基数，但是对比其他年份，6月财政存款降幅仍然较大反映6月财政政策有所发力，配合央行降息动作，支撑了6月份经济景气筑底。

图表5：社融结构



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：财政存款



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

综上，与6月经济景气筑底一致，6月份信贷投放也较4、5月明显改善。背后是商业银行加大信贷投放力度、有效融资需求改善的共同结果，但供给端政策的影响相比较较大。向前看，信贷增长改善能否持续取决于有效融资需求的扩张情况，仍然有待观察。对于社融来说，6月份剔除政府融资的剩余部分已经实现同比多增，考虑去年下半年政府债券融资规模出现下滑，年内社融增速有望维持在9%左右。而社融增速趋稳，叠加经济景气筑底，逆周期调节的力量也可以相应转向温和。此时可适当关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048