

经济加速修复的迹象

——6月金融数据点评 20220711

报告日期: 2022-07-11

主要观点:

首席分析师: 颜子琦

执业证书号: S0010522030002

电话: 13127532070

邮箱: yanzq@hazq.com

分析师: 张伟

执业证书号: S0010522030003

电话: 18811507660

邮箱: zhangwei@hazq.com

研究助理: 杨佩霖

执业证书号: S0010122040030

电话: 17861391391

邮箱: yangpl@hazq.com

● 事件:

7月11日,央行发布2022年6月金融数据。6月,M2同比增长11.4%,增速较上月提高0.3pct,较去年同期提升2.8pct;社会融资规模新增5.17万亿元,较去年同期多增14,683亿元;社融存量同比增长10.8%,环比提升0.3pct。

● 总量、结构双双改善,存款活化加速。

6月的金融数据总量和结构双双出现明显改善。一方面,专项债在6月加速发行,提供了较强的支撑;另一方面,在政策助力之下,信贷的投放表现强劲,叠加疫情影响减弱,企业融资需求回暖,中长期贷款大幅多增,票据、短贷占比明显回落。此外,居民中长期贷款尽管仍然略低于往年,但表现出加速向季节性水平回归的趋势,意味着地产销售有所回暖。

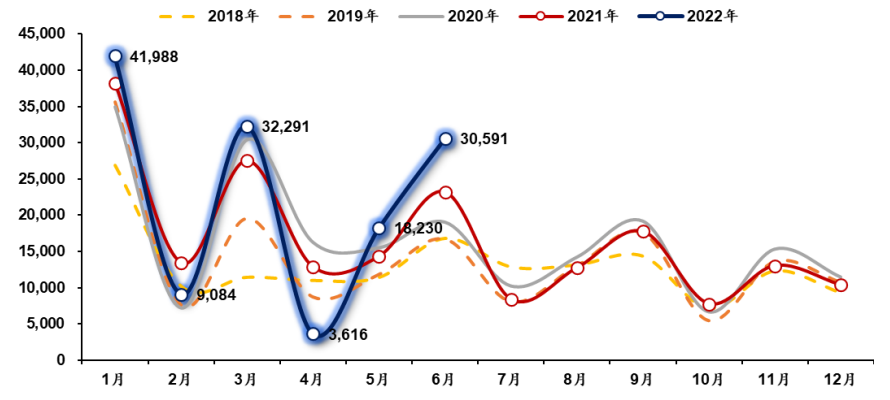
存款方面,M1增速提升幅度较M2多出0.9个百分点,存款的活化程度有所加强。一方面,可能源自于房地产销售的回暖,带来了企业活期存款的增加;另一方面,可能也反应了企业经营活动有所加快,经济活性正在提升。

◆ 信贷、政府债、非标是社融主要支撑项

1) 6月新增社融5.17万亿元,同比多增14,683亿元,进一步超出季节性规律。从对增量的贡献程度来看,人民币贷款、政府债券和新增表外三项各贡献了社融多增规模的50%、59%和9%,是社融总量回升的主要驱动项,前两项比上月对社融增量的推升效果更为显著。

6月,投向实体部门的人民币贷款新增3.06万亿元,同比多增7,409亿元,连续两个月为近5年同期最高值。信贷走强的原因可能有两点:第一,从6月下旬票据利率持续回升的情况来看,实体部门的融资需求出现了实质性的改善;第二,在宽信用政策持续发力的情况下,银行信贷投放的意愿同样较强。

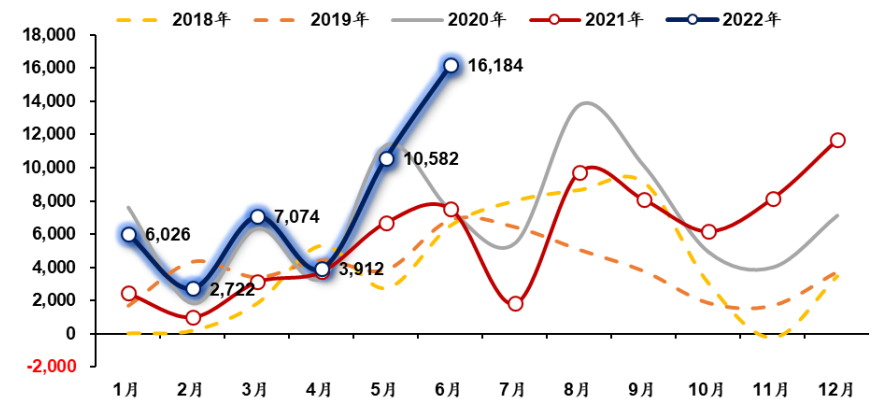
图表 1 社融口径新增人民币贷款超出季节性水平（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 政府债券融资对6月社融的支撑作用进一步增强。6月，社融口径下政府债券净融资1.62万亿元，同比多增8,676亿元，占新增社融的31%，占比小幅回落6pct。从融资量上看，前5个月政府债发行节奏与2020年基本一致，6月政府债净融资规模创下历史新高，远超出前四年同期水平。但是，当前新增地方债已经基本发行完毕，如果没有进一步增量财政政策出台，预计下半年政府债供给将明显回落，在去年下半年政府债融资高基数的背景下，下半年政府债或将成为社融的拖累项。

图表 2 政府债券融资对社融支撑作用突出（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 非标融资继续边际改善。6月，表外三项（信托贷款+委托贷款+未贴现银行承兑汇票）继续改善，合计减少144亿元，同比少减1,597亿元，环比少减1,675亿元。其中，未贴现票据明显多增，6月末贴现票据增加1,065亿元，同比多增1,286亿元，环比多增2,133亿元。主因在于：一是6月适逢季节性开票高峰，二是银行信贷投放压力不大、企业临时的资金周转需求不高。

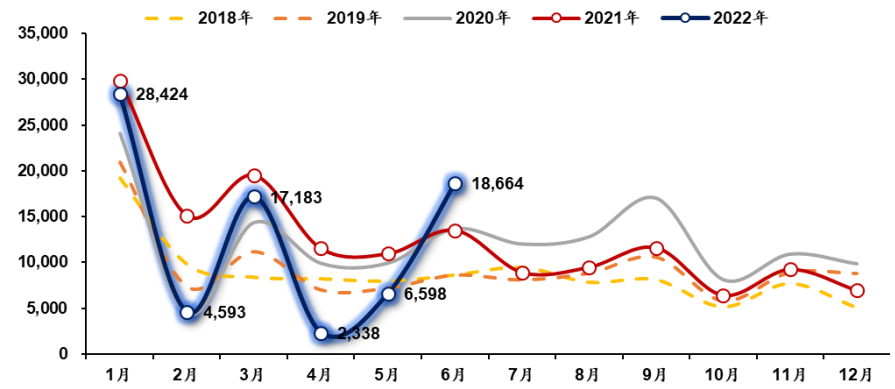
4) 企业债券融资新增规模由负转正，非金融企业股票融资小幅修复。6

月，企业债券融资增加 2,495 亿元，环比多增 2,603 亿元，同比少增 2,432 亿元；非金融企业境内股票融资 588 亿元，环比多增 296 亿元，同比少增 368 亿元。表明实体企业直接融资有所改善，但仍然低于去年同期水平。

◆ **信贷结构明显改善，居民中长期贷款加速回归**

相比 1-5 月，6 月的信贷结构出现明显改善，6 月人民币贷款同比多增 6,900 亿元，中长期贷款明显提升。短贷和票据合计同比多增 2,646 亿元，中长期贷款同比多增 5,141 亿元。票据和短贷占比从 5 月的 62% 下降到 43%，中长期贷款本月占比约为 66%，较 5 月的 35% 大幅提升 31pct。

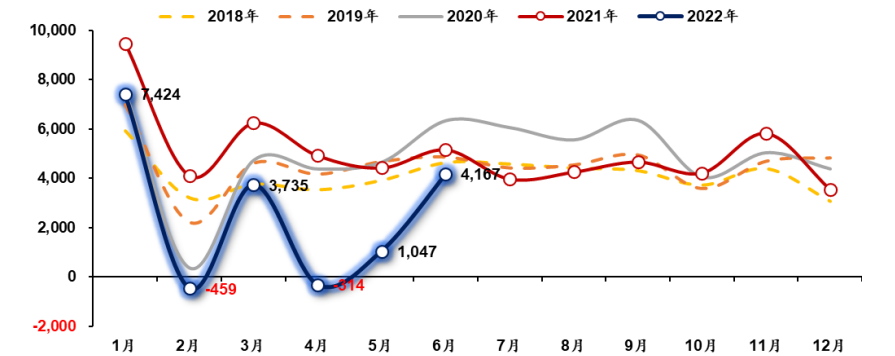
图表 3 中长期贷款超季节性多增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

居民中长期贷款加速向季节性水平回归。居民中长期贷款当月新增 4,167 亿元，同比少增 989 亿元，但比前两个月已有明显改善，环比多增 3,120 亿元。居民中长期贷款的回暖，意味着房地产销售可能已经出现了实质性的好转。

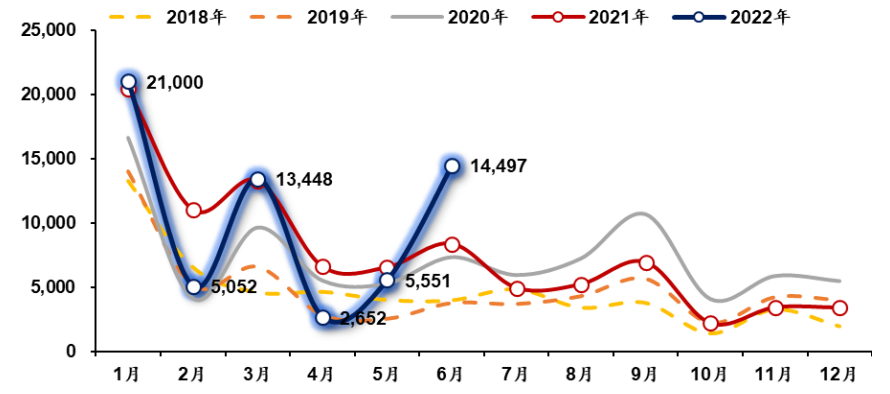
图表 4 居民中长期贷款向季节性水平加速回归 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

企业端的融资需求改善尤为明显。6月，企业中长期贷款新增14,497亿元，同比多增6,130亿元，大幅超出了往年同期水平，说明复工复产以后，企业的经营活动存在加速修复的迹象，三季度可能是经济复苏斜率相对较高的阶段。

图表 5 企业中长期贷款大幅多增（单位：亿元）



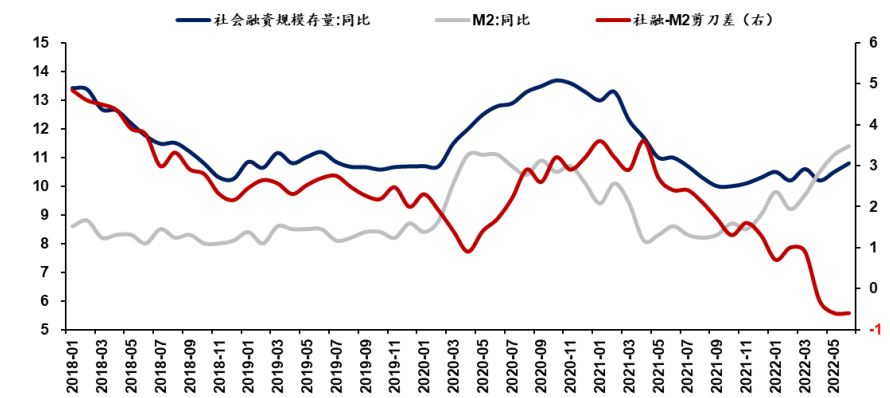
资料来源：Wind，华安证券研究所

◆ M1 增速明显提升，存款活化程度加强

6月，M1、M2 增速分别为 5.8%和 11.4%，M1 提升幅度快于 M2，增速差距从上月的 6.5%收敛至 5.6%，说明企业存款加速活化，经济活性提升。

信贷投放加快和财政支出加速是 M2 高增的主因。6月，在政府债大规模发行的情况下，财政存款同比仍然能够多减 365 亿元，说明财政支出的力度较大。此外，“社融-M2”剪刀差保持上月 0.6%的水平。

图表 6 5月，“社融-M2”剪刀差较上月持平（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

● 投资策略：中长债的逆风仍在继续。

总量、结构双优的金融数据公布以后，现券收益率反而出现了下行。这一现象更多来自于交易层面——市场关于社融数据已经提前进行持续一周的交易，本次数据基本符合市场的普遍预期，因此，在数据正式落地以后，叠加部分地区疫情再次反复，投资者开始交易利空出尽的逻辑。

但是，预期博弈是利率短期内的扰动项，并不会改变由基本面变化产生的趋势。无论是从本次金融数据来看，还是从一些高频的行业数据来看，实体经济都处在复苏好转的过程中，中长债的逆风仍在继续。尤其是本次金融数据中，居民中长期贷款加速向季节性水平回归、存款活化程度加强、企业中长期贷款超季节性规律回升等现象值得重点关注。

同时，三季度可能是利率调整压力相对较大的阶段。我们在周度思考《基建施工加速的蛛丝马迹》中已经指出，前期落后的施工进度和新增的施工需求可能会在三季度碰头，并且挖掘机销量、水泥库容比、沥青开工率等指标已经有所反应，经济的修复可能在三季度会相对更快一些。因此，利率债投资在三季度仍然需要保持相对的谨慎，四季度会是较好的布局窗口。

流动性方面，更重要的是央行的态度，连续 30 亿元的公开市场操作，剑指杠杆和空转。所以，虽然资金价格向政策中枢的回归预计以平缓的方式呈现，但在央行态度已经基本明确的情况下，杠杆策略较差的确定性依旧不具备性价比。

● 风险提示

疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

分析师：张伟，华安固收分析师，对外经济贸易大学本硕，3年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。