

靓丽社融之后，“双宽”的可持续性如何？ ——6月社融数据点评

报告日期：2022-07-11

主要观点：

● **事件：**2022年6月新增人民币贷款2.81万亿元，预期2.44万亿元，前值1.89万亿元；新增社融5.17万亿元，预期4.65万亿元，前值2.79万亿元；M2同比11.4%，预期11.0%，前值11.0%。M1同比5.8%，前值4.6%。

● **一、6月信贷、社融总量、结构均较好，居民贷款和企业中长贷显著改善，表内贷款和政府债券是社融主要支撑，与银行加大信贷投放，经济持续修复有关。**

1、6月信贷、社融总量继续超预期，与银行加大信贷投放，经济持续修复有关。新增贷款方面，6月新增贷款2.81万亿，同比多增6900亿元，较过去三年同期均值多增9467亿元；金融机构各项贷款余额同比续升0.2个百分点至11.2%。

新增社融方面，6月新增社融5.17万亿，同比多增14683亿元，较过去三年同期均值多增1.9万亿；社融存量同比增速回升0.3个百分点至10.8%；剔除政府债券的社融存量同比续升0.15个百分点至9.28%。

原因上看，一方面与5月底以来央行、银保监会等要求下，银行加大信贷投放有关；另一方面，随着疫情逐步受控，6月经济恢复的边际斜率加大，这一点从PMI建筑业和PMI服务业回升幅度加大可得到印证，对应基建类、消费类贷款规模应有增加。

2、6月信贷、社融结构好转，居民贷款、企业中长贷显著改善，表内贷款、政府债券是社融主要支撑。

1) 信贷结构明显改善，非银和票据冲量情况缓解，居民贷款+企业中长贷占比表征的顺周期指标大幅上升，指向疫后经济逐步修复，实体经济需求改善。

居民贷款总体企稳，居民短贷和中长贷均明显改善，但居民中长贷仍弱于季节性。6月居民贷款新增8482亿元，较去年和过去三年同期均值均少增200多亿元。其中居民短贷较去年和过去三年同期均值多增800-1000亿元，反映消费持续修复。受疫情好转、汽车刺激政策加码提振，6月汽车消费大幅回升，乘用车销量同比由负转正至22.6%，与居民贷款数据形成印证。居民中长贷新增4167亿元，较去年同期少增989亿元，较过去三年同期均值少增1288亿元，仍弱于季节性，但距离季节性的缺口较1-5月明显缩窄，即居民中长贷同比少增量在1-5月基本是2000-5000亿元，6月缩减到1000亿元以下。与之对应，6月商品房销售增速大幅回升，30大中城市商品房成交面积同比降幅缩窄42个百分点至-6.4%。

企业端结构明显改善，企业短贷和中长贷较强，票据较弱。6月本就是季末月份，以往通过票据冲量的情况时有发生，但本年6月票据规模并不高，叠加票据利率回升，指向实体经济真实融资需求提升。6月新增表内票据融资796亿元，同比少增1951亿元，较过去三年同期均值多增261亿元。企业短贷新增6906亿元，较去年和过去三年同期均值多增3000-4000亿元。本月一个比较大的变化是，企业中长贷规模大幅增加14497亿元，同比多增6130亿元，较过去三年同期均值多增8008亿元，时隔11个月再现同比多增（过去11个月企业中长贷同比平均少增2130亿元），指向基建贷款、制造业贷款、房地产开发贷有较好恢复。

非银贷款减少1656亿元，同比多增250亿元，较过去三年均值多减704亿元。综合来看，我们观察顺周期指标（居民贷款+企业中长贷）占比大幅提升，且高于逆周期指标（票据+企业短贷）占比，即分别是81.8%和27.4%（5月分别是44.7%和51.7%），体现了疫后经济逐步修复，实体经济需求改善。

2) 社融高增主要支撑与5月相同，为新增人民币贷款、政府债券和表外融资，总体体现了实体经济融资需求恢复，专项债加速发行对社融支撑力度加大，以及表外融资延续企稳。

新增人民币贷款3.06万亿，同比多增7409亿元，较过去三年同期均值多增1.09万亿，规模较前述新增贷款口径多近2500亿元。社融口径人民币贷款不包含非银贷款，口径差异体现了6月信贷对实体经济支持力度较大。

新增政府债券1.6万亿，同比多增8676亿元，较过去三年同期均值多增8909亿元，是6月社融重要支撑。wind数据显示，6月地方政府新增专项债券发行1.36万亿元，净融资额1.29万亿元，今年1-6月新增专项债累计发行33965亿元，完成全年的93%。财政部要求“确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”，目前进度符合财政部要求。

往后看，财政增量政策助力宽信用方面，重点关注两点：一是6月29日国常会提出“运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥”，此举意在当“专项债青黄不接”的时候，提供增量资金用于补充项目资本金，以撬动8000亿政策性信贷、其他国内贷款或社会资本等。根据我们在报告《四个乐观的理由——兼评6月PMI和629国常会》中的测算，若资本金比率设为20%-25%，则3000亿金融债杠杆比例理想情况为8-10倍，拉动增量资金2.4-3万亿元，但综合考虑各项配套资金规模，可能未必有这么大，即实际撬动规模可能低于我们测算的上限。二是根据21世纪经济报道，近期监管部门通知地方，要求地方申报2022年第三批地方政府专项债券项目，可在交通基础设施、能源、保障性安居工程等领域既有九大领域的基础上，将新型基础设施、新能源项目纳入申报范围。由此看，新一批专项债项目仍需专项债额度匹配，密切关注2023年

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“宽信用”的阶段性的波折还是“资产负债表衰退”风险？》2022-03-12
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信贷结构究竟如何？对经济有何启示？》2022-04-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度央行货币政策报告的8大关注点》2022-05-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》2022-05-14
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_居民还有加杠杆的能力吗？》2022-06-11
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_四个乐观的理由——兼评6月PMI和629国常会》2022-07-01
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如果CPI连续破3%，货币政策还会淡定吗？——兼评6月物价和央行“地量”逆回购》2022-07-09

专项债券额度提前下达的可能。

非标融资连续 4 个月同比少减，对社融拖累减轻。6 月非标融资（信托贷款+委托贷款+表外票据）减少 144 亿元，同比少减 1597 亿元，净融资降幅延续 2 个月收窄。其中 6 月委托贷款减少 381 亿元，同比少减 93 亿元；信托贷款减少 828 亿元，同比少减 218 亿元；新增未贴现银行承兑汇票增加 1065 亿元，同比多增 1286 亿元，票据表外向表内贴现放缓，也侧面反应了实体融资需求回升。

3、存款方面：M1、M2 回升，体现了房地产销售回暖，企业现金流改善，贷款对存款创造增加，财政支出继续加快。

1) 6 月 M1 同比较前值回升 1.2 个百分点至 5.8%，M2 同比较前值回升 0.3 个百分点至 11.4%；财政存款环比少增近万亿，同比多减 365 亿元，指向财政支出继续加快。6 月 M1 同比大幅上行与基数下行（2021 年 6 月 M1 同比 5.5%，5 月 6.1%），房地产销售回暖，以及企业现金流改善等有关。6 月 M2 同比在基数上行的情况下（2021 年 6 月为 8.6%，5 月为 8.3%）仍能够回升，一方面受贷款和社融增速上行支撑；另一方面与财政投放继续加快，财政存款向居民和企业部门转移有关。此处除季末季节性规律外，6 月表现仍超越季节性，即 6 月居民和企业存款不仅环比多增 1.8 万亿左右，同比也分别多增 2400 亿元、4588 亿元；财政存款不仅环比少增近 1 万亿，同比也多减 365 亿元，体现了财政支出继续加快。

2) 社融-M2 底部企稳，表明实体融资需求恢复，但可能仍存在资金空转。在此前社融点评中，我们持续提示社融-M2 同比增速持续下行，可能与实体经济融资需求较差，资金空转，以及财政投放快但专项债下达速度偏慢等有关（参考《信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》、《居民还有加杠杆的能力吗？》）。6 月社融-M2 底部企稳，持平 5 月的 -0.6%，或表明了资金空转仍存，但实体需求有所恢复。

● 二、货币政策面临的挑战有哪些？宽信用持续性如何？7-8 月是重要的观察窗口。

1、货币政策面临的挑战有哪些？会收紧吗？

综合 6 月金融数据以及我们在报告《如果 CPI 连续破 3%，货币政策还会淡定吗？——兼评 6 月物价和央行“地量”逆回购》中的观点，后续货币政策和资金面面临一定的内外扰动，例如：

第一，央行已经连续 6 天投放 30 亿逆回购，“地量”操作意在释放引导市场利率逐渐向政策利率收敛信号；

第二，如果猪价持续上行，那么 CPI 同比最快 8 月可能破 3%，9 月在 3.5% 以上，8-12 月在 3% 附近或以上波动，可能给货币宽松带来一定压力；

第三，预计 7 月资金面总体稳定，随着 7 月存量留抵退税基本结束，8 月开始 MLF 到期量逐渐增大，以及增量财政政策发力，资金面可能自然边际收紧，不过预计 DR007 总体仍将低于 7 天逆回购利率；

第四，美联储 7-9 月可能还会鹰派加息，制约我国总量宽松幅度；

第五，稳增长、宽信用（总量和结构的好转）效果可能也会对后续货币政策造成影响。7-8 月是重要的观察窗口，密切关注经济基本面恢复程度和央行公开市场操作情况。

我们目前认为从近期央行讲话来看，态度未有明显变化，即货币政策稳中有松，尚未转向。但央行已开始“地量”投放逆回购，旨在边际上引导市场利率向政策利率靠拢。结构性通胀+经济弱的背景下，预计货币政策不会过于受通胀掣肘，流动性也难大幅收紧。当然，短期总量层面可能也不适宜大幅宽松。美联储 7-9 月可能还会鹰派加息，我国短期全面降准降息（指 MLF 等政策利率）仍较难。待美联储制约缓解，再观察是否还有降准。目前结构性货币政策工具仍将担任主力，也会通过压降存款利率的方式继续调低贷款利率，LPR 仍可能再下调。

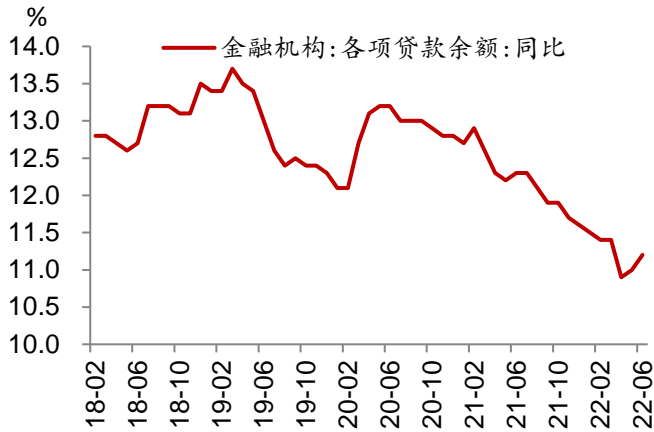
2、宽信用的可持续性如何？

往后看，信用持续走宽的有利因素在于经济逐步修复，实体经济融资需求逐步改善；但不利之处在于近期疫情有所反复；社融-M2 仍维持低位，表明社会资金供需仍存缺口，叠加 5-6 月银行集中放贷，可能会存在透支未来的风险，加之 7 月本就是季初信贷小月，因此后续仍需持续观察信贷投放情况。再往后看整个下半年，实体经济修复程度和增量财政政策是重要的边际变量。乐观情况下，假设三季度末四季度有约 1.5 万亿的 2023 年专项债提前批额度下达，9 月起按月发行，由此测算的社融存量增速 6-7 月达到高点 10.9% 左右，然后在 10.5%-10.7% 之间震荡，11 月再小幅走高。较为悲观情景下，下半年专项债无增量资金，其他假设不变，由于 8 月国债到期量较大，政府债券净融资额在 8 月迎来最低点。由此测算社融存量增速 6-7 月达到高点的 10.9% 左右之后，逐步回落至年底的 10.1% 左右。

● 风险提示

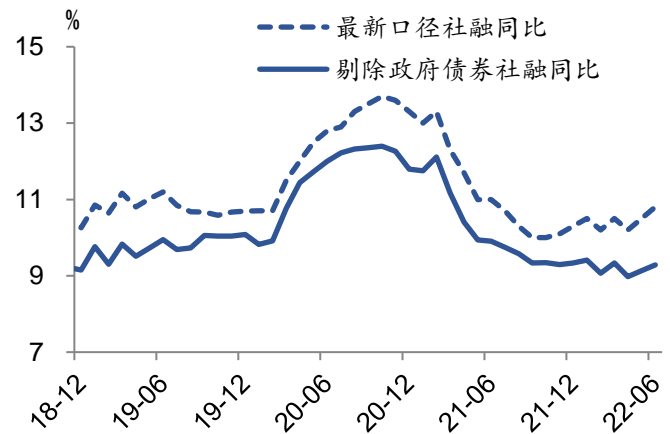
实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 贷款增速延续回升



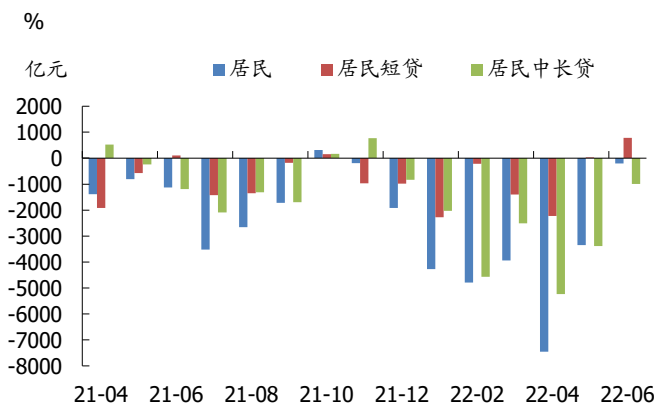
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 社融增速延续回升



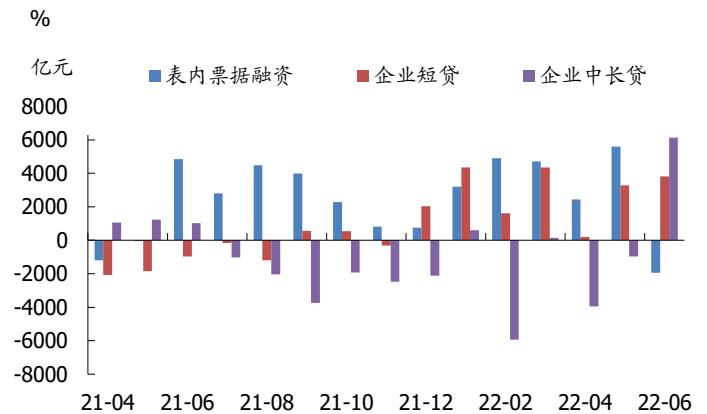
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 居民中长期贷款虽同比少增, 但缺口缩窄



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 企业中长贷显著改善



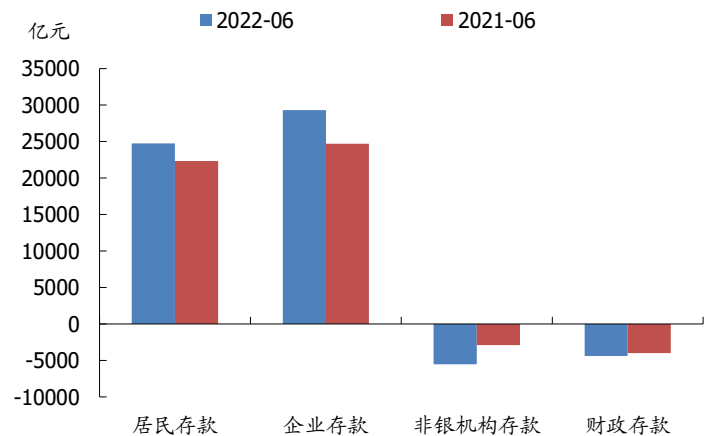
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 5 票据利率有所上行



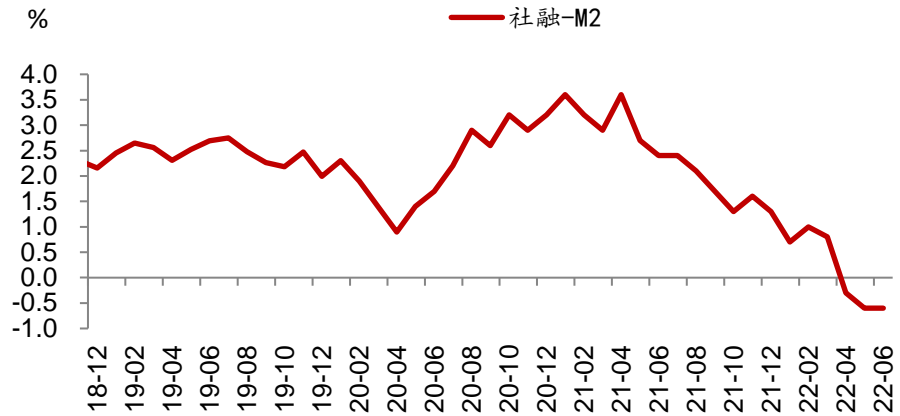
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 财政支出继续加快



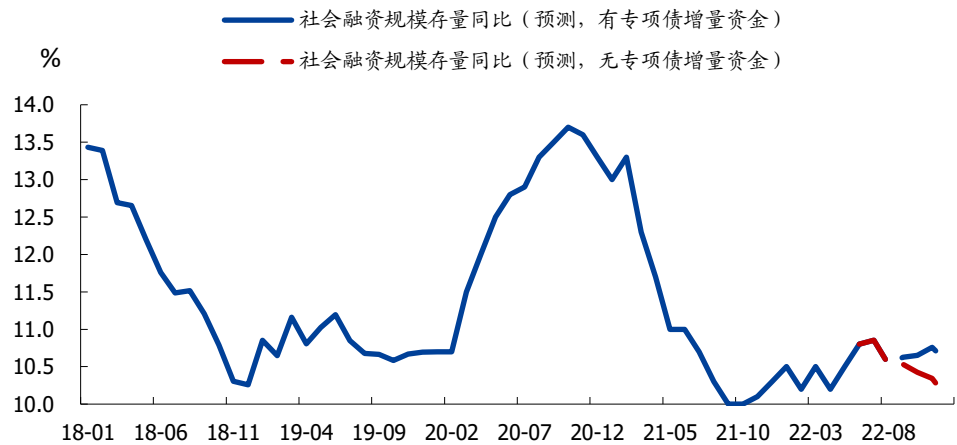
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 社融-M2 增速底部企稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 下半年社融增速预测



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

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述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 15%；
- 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。