

社融修复：预期内的超预期

2022年07月12日

2022年7月11日，央行公布金融数据，对此我们点评如下：

➤ 如何看待6月社融数据？

6月社融信贷修复是在市场预期之内的，尤其考虑到此前票据利率已在回升，但一定程度上超预期的是新增社融总量回升的幅度，且结构上有明显的改善优化，尤其是信贷的明显改善而票据冲量诉求走弱，反映了在疫情受控、宽信用政策发力持续支撑之下，实体融资需求有边际显著转好。

由此，我们进一步看超预期信贷的结构：

6月新增信贷结构有所改善，主要支撑项终于转由票据融资转变为企业中长期贷，显示疫后复苏之下宽信用进程得到明显加速，而这当中基建相关的贷款支撑力度或仍较大（毕竟天量专项债也会带动不少配套贷款），其次制造业也在疫情受控后有一定恢复性投资，而地产相关贷款预计仍是主要拖累，并未显示趋势性好转。而居民端，短贷高基数下同比多增，而居民中长期贷款则同比少增幅度减少，整体反映疫后有所边际改善，但并未呈现趋势性反转。

➤ 如何看待后市？

对应的，预期之内的社融信贷数据并未给市场造成多大的压力，反而在此前便对预期有充分交易的情形下，走出了反向趋势，而市场对流动性的或有担忧在当前并不会显现，社融信贷恢复的持续性和斜率仍是央行需要关注的，年内政府债券前移给社融提供了较大支撑，而随着发行基本结束，与此同时增量财政政策迟迟没有落地，后续社融回升仍然有压力，尽管有政策性银行的增量工具助力。

由此判断，债市短期内仍未见大的调整风险，超预期的社融信贷数据却也在市场预期之内，长端仍围绕1年期MLF窄幅震荡，但曲线或随着宽信用推进逐步平坦化。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 金融数据点评 20220611：逆周期下的社融信贷三板斧
2. 金融数据点评 20220611：社融企稳回升，结构仍待改善
3. 经济金融数据预测专题：经济弱复苏，5月经济金融数据怎么看？
4. 金融数据点评 20220513：宽松或已在途，关注政策合力
5. 金融数据点评：总量优于结构，宽松仍可期待

目录

1 新增社融大超季节性，政府债与信贷是主要支撑	3
2 信贷结构显著优化	6
3 财政仍在发力，“M2-M1”剪刀差收窄	9
4 预期之内的社融修复，后续怎么看？	11
5 风险提示	12
插图目录	13

2022 年 7 月 11 日，央行公布金融数据：

(1) 6 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1.47 万亿元。
2022 年上半年社会融资规模增量累计为 21 万亿元，比上年同期多 3.2 万亿元。

(2) 6 月人民币贷款增加 2.81 万亿元，同比多增 6867 亿元。

(3) 6 月末 M2 同比增长 11.4%，M1 同比增长 5.8%。

总体来看，6 月社融总量大超季节性水平，且结构明显优化，如何看待 6 月社融修复成色，对此我们点评如下：

1 新增社融大超季节性，政府债与信贷是主要支撑

6 月新增社融 51700 亿元，同比多增 14700 亿元；社融同比增速 10.8%，较上月上行 0.3pct；社融增速（剔除政府债）9.3%，较上月上行 0.1pct。

其中，政府债融资与新增信贷仍是主要支撑项，且均大幅超出季节性水平，受益于政府债加速发行与政策宽信用引导，实体融资需求得到明显修复；企业债虽同比少增，但也高于季节性水平；非标在去年低基数效应下表现为同比少减，其中表外票据融资表现回升至季节性水平。

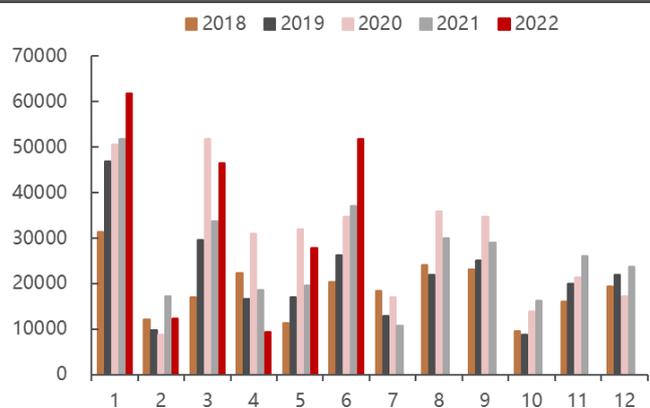
具体数据上来看：6 月人民币贷款增加 30591 亿元，同比多增 7409 亿元；政府债券增加 16184 亿元，同比多增 8676 亿元；企业债券增加 2495 亿元，同比少增 1432 亿元；非标融资减少 144 亿元，同比少减 1597 亿元。

注意到非标三项中，表外票据融资终于扭转连续 4 个月弱于季节性水平的态势，由此来看实体融资需求确有回暖。此外信托贷款和委托贷款也同比少减，主因在于去年基数较低。

总结而言，6 月社融信贷修复是在市场预期之内的，毕竟此前票据利率已在回升，但一定程度上超预期的是新增社融总量的回升幅度，且结构上也有明显的改善优化，尤其是信贷明显改善而票据冲量诉求走弱，反映在疫情受控、宽信用政策发力持续支撑之下，实体融资需求边际显著转好。

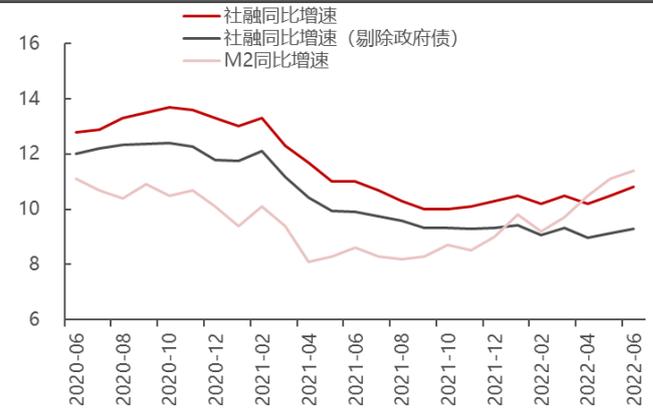
由此，我们进一步看超预期信贷的结构。

图 1：新增社融季节性比较（亿元）



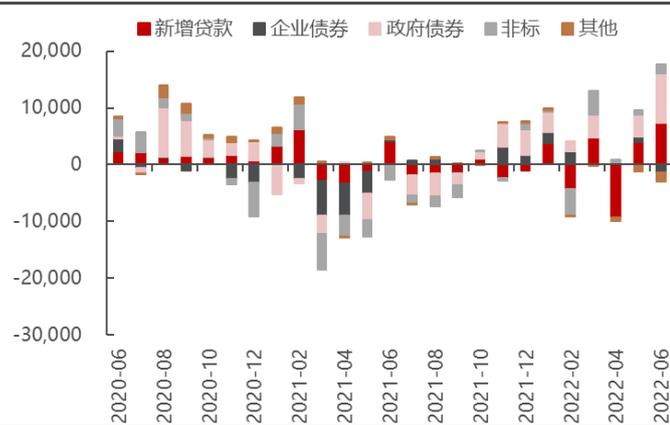
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：社融增速及 M2 增速（%）



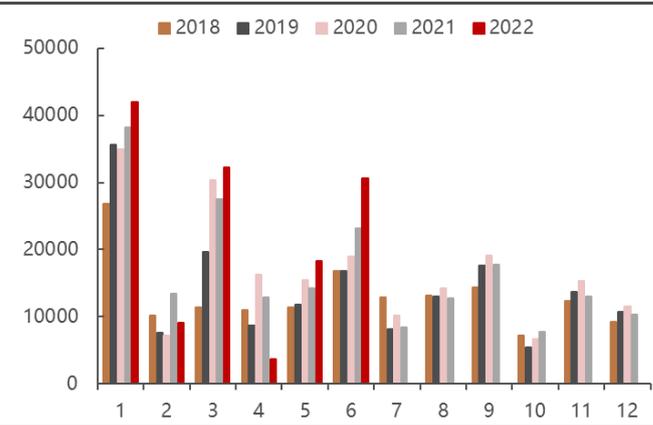
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：新增社融结构同比变动（亿元）



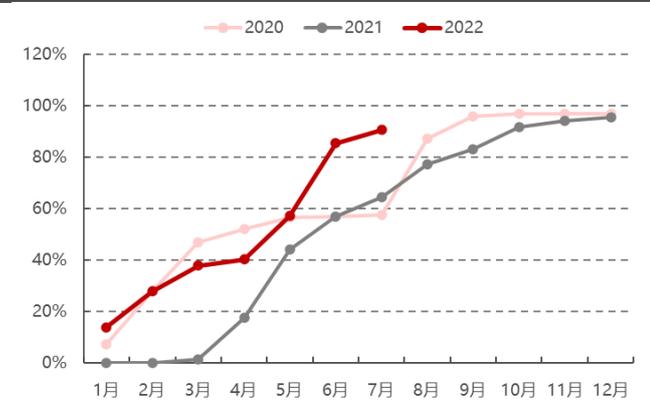
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：新增贷款季节性比较（亿元）



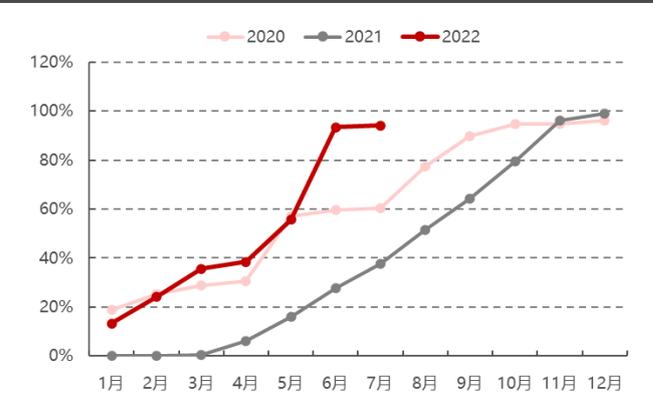
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：地方一般债发行进度（%）

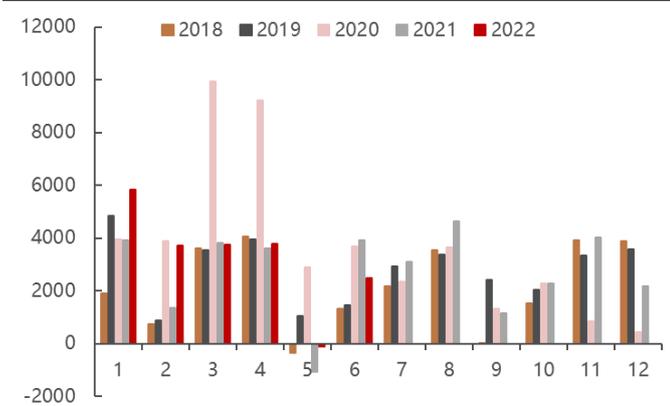


资料来源：wind，民生证券研究院

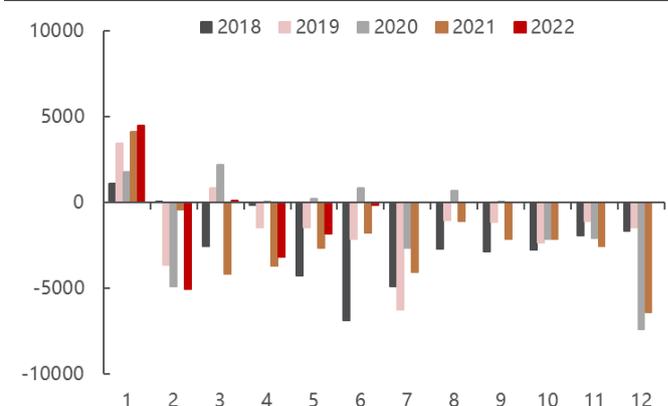
图 6：地方专项债发行进度（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：企业债融资季节性比较（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：非标融资季节性比较（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2 信贷结构显著优化

6月新增人民币贷款 28100 亿元，同比多增 6867 亿元，各项贷款余额同比增速 11.20%，较上月上行 0.2pct。

其中，企业中长贷为主要支撑，其次是企业短贷，而居民中长贷同比少增情况有所缓解，信贷结构有明显改善。具体来看：

6月新增信贷结构有所改善，主要支撑项终于转由票据融资转变为企业中长贷，显示疫后复苏之下宽信用进程得到明显加速，而这当中基建相关的贷款支持力度或仍较大（毕竟天量专项债也会带动不少配套贷款）：企业中长期贷款增加 14497 亿元，高基数下仍多增 6130 亿元；企业短贷增加 6906 亿元，同比多增 3815 亿元，反映企业现金周转需求仍较高，一定程度上体现的是企业疫后恢复性需求。

而票据融资增加 796 亿元，同比少增 1951 亿元，转而成为 6月信贷拖累项。结合票据利率来看，6月票据利率触底反弹，显示宽信用传导逐步畅通。

具体分析信贷投向来看，新增信贷或更多投向基建，其次制造业也在疫情受控后有一定恢复性投资，而地产相关贷款预计仍是主要拖累，并未显示趋势性好转：

（1）从基建来看：5-6月专项债发行明显提速，6月底已基本实现“完成大部分发行工作”的政策设定，在专项债带动推动有效投资之下，预计基建投资仍为主要支撑，预计相关配套融资规模同样可观。

（2）从制造业来看：6月制造业 PMI 为 50.2%，在连续三个月收缩后重返扩张区间，反映 6月在疫情逐步受控下，企业生产投资意愿增强，复产复工持续推进，制造业景气度延续回升态势，确有疫后恢复的趋势。但同时也要关注到，6月小微企业 PMI 仍处收缩区间，主因疫情冲击对实体影响尚未消退，要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素仍对企业投资意愿有所约束，一定程度上抑制企业融资需求。

（3）而地产预计仍是拖累：从 6月拿地情况看，房企投资意愿有所回暖，但同比来看仍弱。且近期尚未有进一步自上而下放松房企融资的政策出台，而当前民营房企风险仍存，下半年到期压力要高于上半年，由此来看下半年地产投资修复难度仍不小，故而地产投资相关融资回暖幅度预计有限。

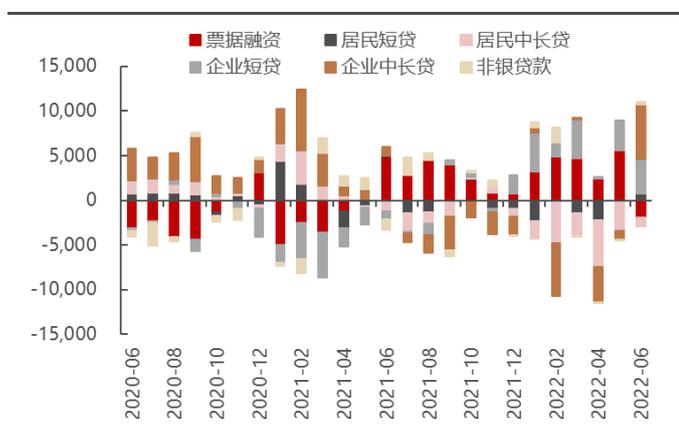
居民短贷较高基数下同比多增，反映居民消费情况明显好转：居民短期贷款增加 4282 亿元，较高基数下同比多增 782 亿元，反映居民消费确有转暖。展望未来，居民短贷能否进一步回暖，主要还是取决于疫情动向以及政策发力效果。今年以来，国家对汽车等大宗消费尤其重视，这是因为汽车产业作为国民经济的战略性支柱性产业，汽车消费持续升温能够为稳定宏观经济大盘发挥积极作用，

对应可看到，今年密集的汽车消费政策对汽车销量拉动成效明显，推动消费复苏。

居民中长贷同比少增，但幅度减小，反映居民购房意愿与能力虽仍有不足，但有边际改善：居民中长期贷款增加 4167 亿元，同比少增 989 亿元，反映“房住不炒”基调之下，疫情冲击下居民加杠杆意愿和能力虽仍有约束，但在政策进一步加码之下销售也确实暂有起色，对应居民中长期贷款还是有一定程度回暖。但自 7 月以来又有所波折，显示居民加杠杆并未根本性扭转。

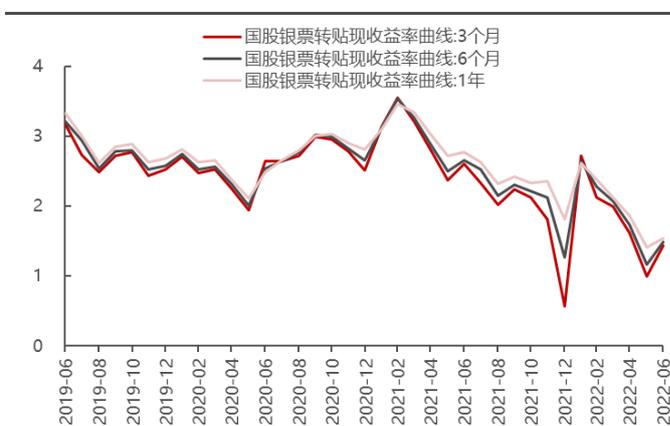
总结而言，随着疫情逐步受控，基建类信贷规模在政策持续发力之下仍带动社融信贷改善，而实体经济恢复引发结构的进一步优化，对应观察 6 月中下旬以来的国股票据利率也能够感知到。

图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）



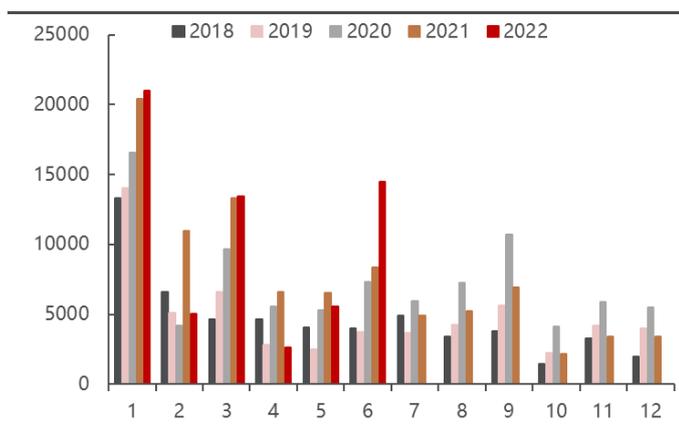
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：票据利率（%）



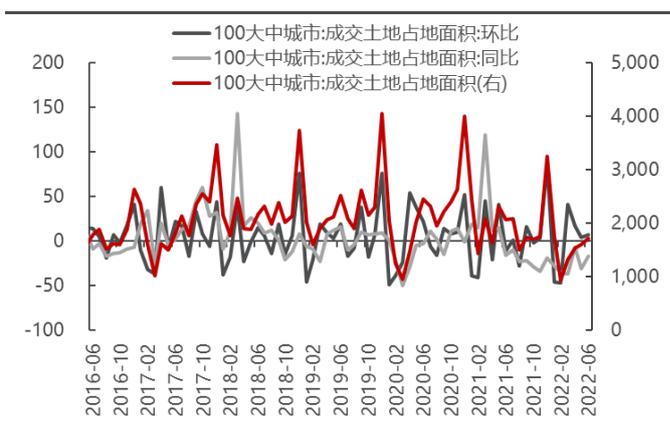
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：企业中长贷季节性比较（亿元）



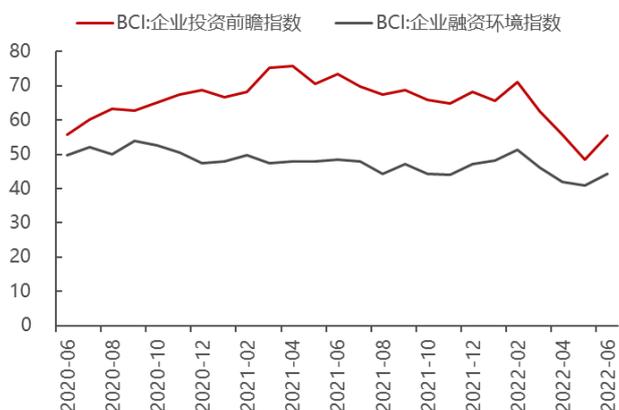
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：100 大中城市土地成交情况（%，万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



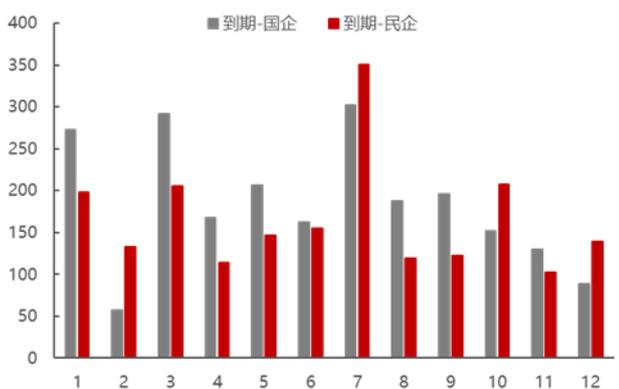
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：居民贷款结构（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2022 年国企与民企地产债到期情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：汽车销售情况（%，辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 财政仍在发力，“M2-M1”剪刀差收窄

6月M2同比增速为11.4%，较上月上行0.3pct。M1同比增速为5.8%，较上月上行1.2pct。“M2-M1”剪刀差为5.6%，较上月下行0.9pct，剪刀差有所收窄，但幅度上来看仍有反映资金淤积仍需进一步改善，具体来看：

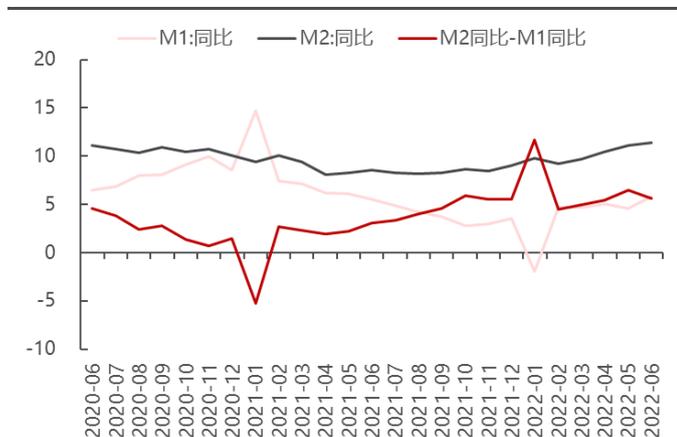
M1 同比上行，反映资金活性增强，主因在于疫情受控下企业复产复工加速，企业等微观主体活期存款增速回升以及房地产销售有边际回升。**M2 同比继续上行**，反映财政仍在持续发力。

6月人民币存款增加48300亿元，同比多增9700亿元。各项存款同比增速10.8%，较上月上行0.3pct。具体来看：

居民存款增加24739亿元，同比多增2411亿元，非银存款减少5515亿元，同比多减2617亿元，前者多增而后者多减，或与居民赎回理财产品等而导致资金回流至居民存款有关。

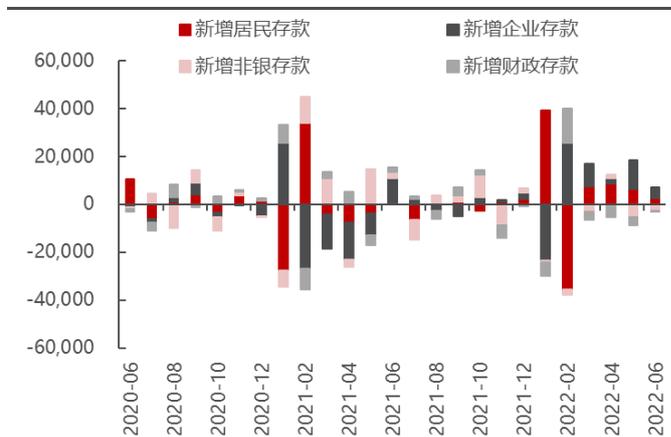
非金融企业存款增加29310亿元，同比多增4588亿元；财政存款减少4367亿元，同比多减365亿元，与M2上行相印证，反映财政仍在发力。**展望未来，在财政继续积极发力之下，预计财政存款将继续同比少增或多减。**

图 17：M1、M2 增速及剪刀差（%）



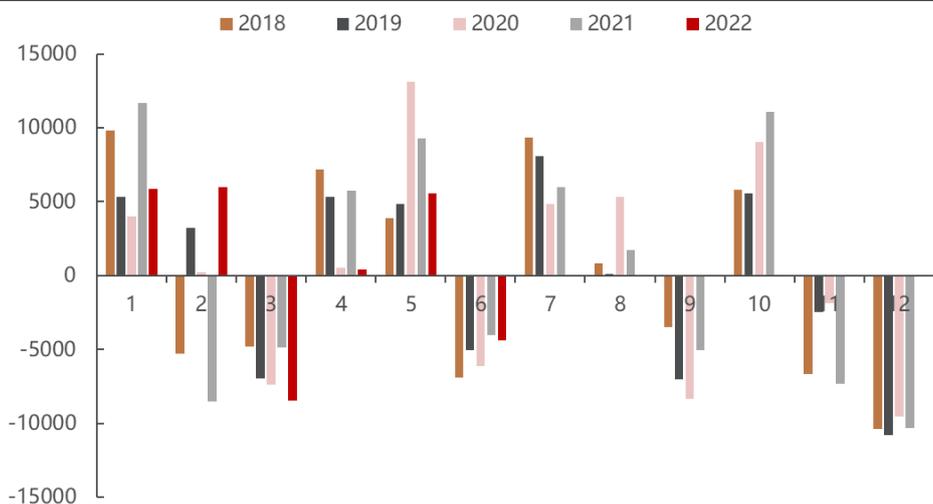
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：存款结构同比变化（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：财政存款季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 预期之内的社融修复，后续怎么看？

6 月社融信贷修复是在市场预期之内的，尤其考虑到此前票据利率已在回升，但一定程度上超预期的是新增社融总量回升的幅度，且结构上有明显的改善优化，尤其是信贷的明显改善而票据冲量诉求走弱，反映在疫情受控、宽信用政策发力持续支撑之下，实体融资需求有边际显著转好。

由此，我们进一步看超预期信贷的结构：

6 月新增信贷结构有所改善，主要支撑项终于转由票据融资转变为企业中长贷，显示疫后复苏之下宽信用进程得到明显加速，而这当中基建相关的贷款支撑力度或仍较大（毕竟天量专项债也会带动不少配套贷款），其次制造业也在疫情受控后有一定恢复性投资，而地产相关贷款预计仍是主要拖累，并未显示趋势性好转。而居民端，短贷高基数下同比多增，而居民中长期贷款同比少增幅度收窄，整体反映疫后有所边际改善，但仍未呈现趋势性反转。

债市怎么看？

对应的，预期之内的社融信贷数据并未给市场造成多大的压力，反而在此前便对预期有充分交易的情形下，走出了反向趋势，而市场对流动性的或有担忧在当前并不会显现，社融信贷恢复的持续性和斜率仍是央行需要关注的，年内政府债券前移给社融提供了较大支撑，而随着发行基本结束，与此同时增量财政政策迟迟没有落地，后续社融回升仍然有压力，尽管有政策性银行的增量工具助力。

由此判断，债市短期内仍未见大的调整风险，超预期的社融信贷数据却也在市场预期之内，长端仍围绕 1 年期 MLF 窄幅震荡，但曲线或随着宽信用推进逐步平坦化。

5 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面变化超预期**：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、**海外地缘政治冲突**：海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1：新增社融季节性比较（亿元）	4
图 2：社融增速及 M2 增速（%）	4
图 3：新增社融结构同比变动（亿元）	4
图 4：新增贷款季节性比较（亿元）	4
图 5：地方一般债发行进度（%）	4
图 6：地方专项债发行进度（%）	4
图 7：企业债融资季节性比较（亿元）	5
图 8：非标融资季节性比较（亿元）	5
图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）	7
图 10：票据利率（%）	7
图 11：企业中长贷季节性比较（亿元）	7
图 12：100 大中城市土地成交情况（%，万平方米）	7
图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）	8
图 14：居民贷款结构（亿元，%）	8
图 15：2022 年国企与民企地产债到期情况（亿元）	8
图 16：汽车销售情况（%，辆）	8
图 17：M1、M2 增速及剪刀差（%）	9
图 18：存款结构同比变化（亿元）	9
图 19：财政存款季节性比较（亿元）	10

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001