

宏观动态跟踪报告

“稳信用”后劲审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号

S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨

一般证券从业资格编号

S1060121110020

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



2022年6月新增社融5.17万亿元，新增人民币贷款2.81万亿元，M2货币供应量同比增长11.4%。

平安观点：

- **6月社融强劲反弹，再超市场预期。**经济基本面延续复苏、信贷需求回暖，叠加政府债发行放量，带动6月新增社融规模再超市场预期，达历年同期的最高点。社融增长的大类结构相对均衡，表内信贷增长强劲、政府债加速发行是社融同比大增的主要原因；表外融资压降速度放缓，也提供了一定支撑。不过，企业直接融资表现不佳，股、债皆低于去年同期。
- **6月新增人民币贷款达历史同期最高，企业中长期贷款“跳升”。**除表内票据外，6月新增贷款各分项的同比增量均较5月改善。**1)居民信贷投放修复。**短期贷款的修复受益于疫情防控趋缓，对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱，“6·18”购物节叠加快递物流的恢复，线上消费需求或有较集中释放。**中长期**贷款增量依然低于去年同期，但地产托底政策、汽车消费政策成效初显，贷款需求低位恢复。**2)企业融资结构改善。**我们推测，企业短期贷款的增量或源于普惠小微领域的支撑。企业中长期贷款投放或更多集中于科技创新、绿色和基建领域；尤其是，政策性银行获得的支持力度更大，可能在企业中长期贷款投放中发挥着引领作用。
- **6月M1、M2增速同步回升，二者增速差收窄的原因包括：1)居民存款的同比增量收窄，预防性储蓄未有加速提升。2)非银行业金融机构存款较快减少，仅体现在M2中。3)复工复产推进、商品房销售回暖和财政资金投放的支持下，企业生产经营活跃度提升，现金流有所改善。**
- **6月社融数据亮眼，但市场或担忧“稳信用”的持续性。**原因有二：一是，如无财政预算调整和增量的政府债券发行，预计下半年政府债将拖累社融增速较快回落。二是，上半年表内信贷投放节奏一波三折，总量的“稳”部分源于银行依靠票据、短贷等的冲量行为。**我们认为，下半年“稳信用”不乏抓手，或将从三个方面着力：一是，“降成本”激发贷款需求，可能降准0.25-0.5个百分点置换MLF、完善存款利率市场化改革机制，推动银行向实体经济让利，必要时再适度调降MLF利率。二是，重点领域做抓手，加大中长期贷款的投放力度。在科技创新和绿色领域，再贷款工具“抓落地”；在传统基建领域，发挥政策性银行的带头作用，撬动配套融资。三是，薄弱环节强托底，充分满足普惠小微领域、房地产领域、及疫情受损行业企业的信贷需求，有望下调支农支小再贷款利率10-25bp，及推动个人住房贷款加权平均利率下行。基于此，下半年人民币贷款或呈现“总量稳定、结构改善”的特征。剔除政府债部分后的社融存量同比增速有望持续回升。**
- **风险提示：**疫情风险再抬头；政策见效慢于预期；海外央行加速紧货币等。

一、社融再超市场预期

6月社融强劲反弹，国内基本面延续复苏、信贷需求回暖，叠加政府债发行放量，社融再超市场预期。2022年6月新增社会融资规模5.17万亿，同比多增1.47万亿，远超市场预期，是历年同期新增社融的最高点；社会融资规模存量同比增长10.8%，相比上月进一步提升0.3个百分点。

6月社融增长的大类结构相对均衡，信贷融资、直接融资、表外融资分别同比多增0.74万亿、0.69万亿、0.16万亿，各分项中，仅外币贷款、企业债券和非金融企业股票融资三个分项的增量同比减少。6月社融数据的强劲表现主要得益于：

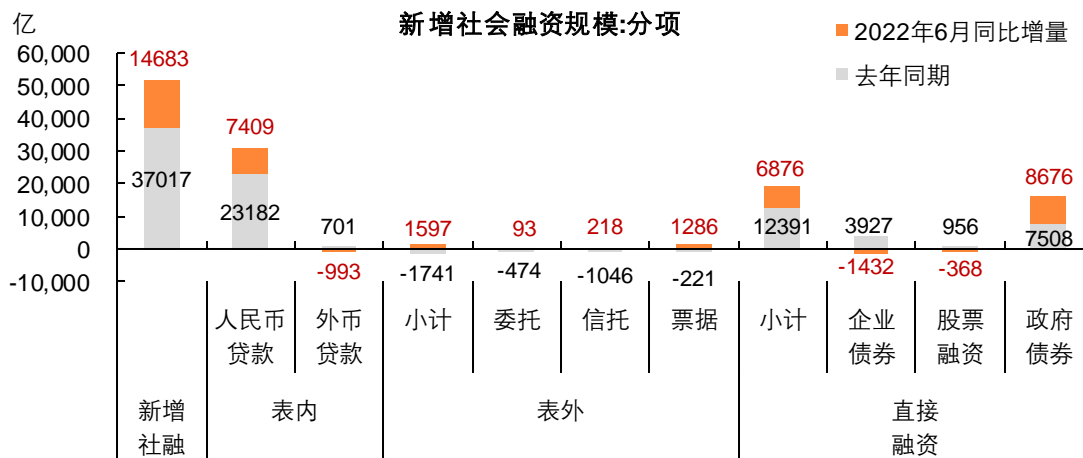
一是，社融口径表内信贷新增3.03万亿，同比多增0.64万亿，是历年同期最高的一次。其中，社融口径人民币贷款同比多增0.74万亿，外币贷款同比减少993亿元。将1-6月数据合并来看，社融口径新增人民币贷款和外币贷款同比分别增加6378亿元、减少1822亿元。6月为传统信贷大月，金融支持实体经济动能较强，贷款需求边际回暖，人民币贷款投放强劲，但外币贷款在人民币汇率贬值的影响下相对较弱。

二是，政府债单月发行规模创统计以来高点，对6月社融构成较强支撑。2022年6月政府债券净融资16184亿元，同比多增8676亿元，是统计以来政府债净融资的最高值。财政部此前要求6月底前完成今年新增地方政府专项债额度的大部分发行，带动政府债加速发行。将1-6月数据合并来看，今年上半年的政府债净融资规模已达4.65万亿，已完成“两会”安排的全部政府债净融资规模的66.4%，进度快于历史同期。

三是，表外融资压降速度放缓，对6月社融也有一定支撑。1) 6月表外委托贷款、信托贷款合计减少1209亿元，相比2021年同期少减311亿元，对社融增速构成一定支撑。今年以来，国内经济下行压力偏大，金融监管实施力度可能有阶段性的边际松动。2) 表外票据方面，6月新增1065亿元，而2021年同期为减少221亿元。今年以来表外票据投放较2021年同期偏弱，在表内信贷需求不足的背景下，银行票据贴现“冲量”，一定程度上挤压了表外票据的增量，6月这一现象有所缓解。

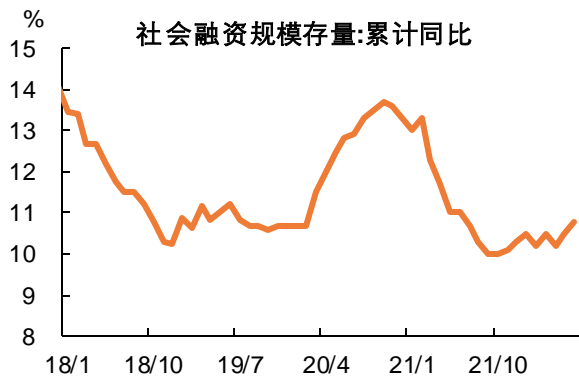
不过，6月企业直接融资表现不佳，股票、债券的融资规模皆低于2021年同期。1) 企业债净融资为2495亿元，同比减少1432亿元。其中，Wind口径城投债6月净融资规模约1812亿元，相比2021年同期减少了776亿元；房地产行业信用债净融资约90亿元，相比2021年同期减少约129亿元；制造业信用债净偿还502亿元，相比2021年同期减少约604亿元，或与表内企业中长期贷款的强势表现相关。2) 非金融企业境内股票融资588亿元，同比少增368亿元。股票市场年初调整幅度较大，对企业股票融资存在一定干扰。不过，4月末以来，上海疫情拐点出现，国内经济逐渐走出“至暗时刻”，股票市场触底反弹，市场情绪已有显著改善，下半年随着全面注册制的稳步推行，非金融企业股票融资规模或可维持在相对高位。

图表1 2022年6月新增社融的同比增量



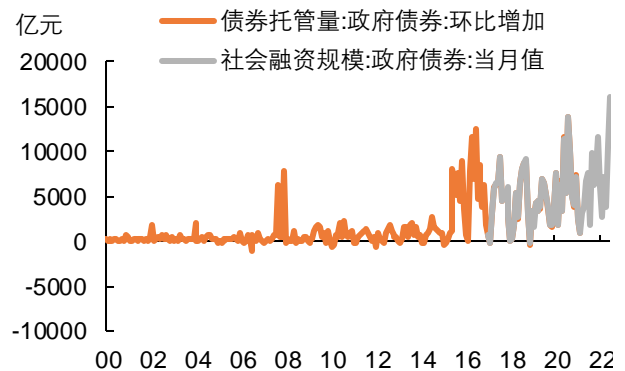
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 6月社融存量同比增速10.8%



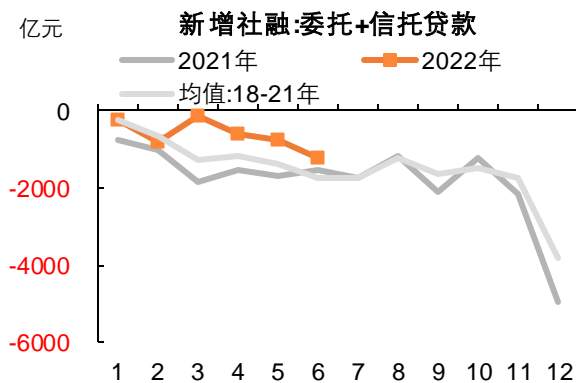
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 6月政府债净融资规模创统计以来高点



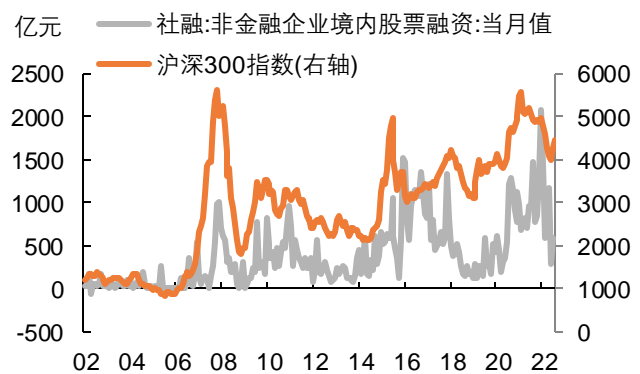
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 6月表外委托、信托贷款压降规模同比下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 企业股票融资规模变化或滞后于A股市场表现



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、企业中长期贷款“跳升”

6月新增人民币贷款达历史同期的最高点。除表内票据外，6月新增贷款各分项的同比增量均较5月改善，尤其是企业中长期贷款表现亮眼，体现出“稳信用”的阶段性能效。6月新增人民币贷款2.81万亿，同比多增6900亿元，相比2020年同期多增1万亿元；贷款存量同比增长11.2%，相比上月回升0.2个百分点。具体地：

居民户信贷投放修复，但中长期贷款的增量依然低于去年同期。

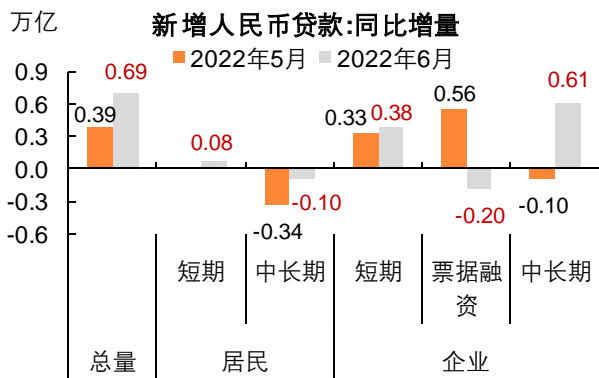
- **居民短期贷款** 6月新增4282亿元，相比2021年、2020年同期分别多增782亿元、882亿元。居民短期贷款需求增加，原因有二：一方面，6月国内新冠疫情新增病例维持低位，疫情防控压力减缓，对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱；另一方面，“6·18”购物节叠加快递物流的恢复，线上消费需求可能有较为集中的释放。
- **居民中长期贷款** 6月新增4167亿元，相比2021年、2020年同期分别少增989亿元、2182亿元。不过，6月单月新增居民中长期贷款规模约为2021年同期的80.8%，较5月的23.7%已有明显恢复。5月以来，地产政策积极托底，中央和多个地区出台促汽车消费政策，6月商品房销售和汽车销量高频数据表现亮眼，表明居民中长期贷款需求有所恢复。不过，居民对未来收入和房价的信心仍显不足，压制着居民大幅“加杠杆”的意愿。

企业端融资结构改善，中长期贷款投放加速、短期贷款同比多增，仅票据融资同比减少。1) 企业短期贷款 6 月新增 6906 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 3815 亿元、2855 亿元。2) 企业中长期贷款新增 14497 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 6130 亿元、7149 亿元。3) 票据融资新增 796 亿元，相比 2021 年同期少增 1951 亿元，但相比 2020 年同期多增 2900 亿元。

就企业贷款的投放领域和支撑因素，我们推测：

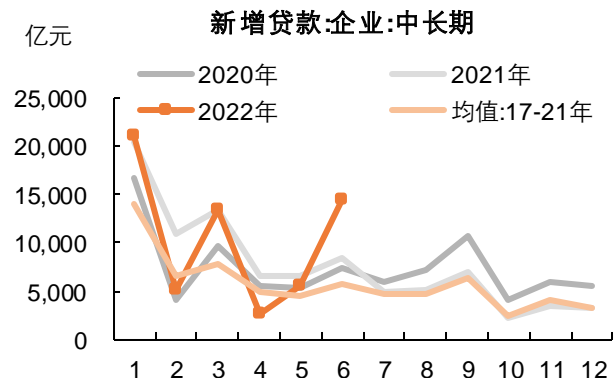
- **企业短期贷款的增量或源于普惠小微领域的支撑**，相关贷款的投放以短期为主，受益于贷款需求恢复和政策支持。5 月 31 日，国务院印发的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》提出，将对地方法人银行普惠小微贷款的资金支持由 1%提升至 2%。6 月 9 日，银保监会召开小微金融工作专题（电视电话）会议，指出国有大型银行要确保全年新增普惠型小微企业贷款 1.6 万亿元（占 2021 年普惠型小微企业贷款总增量的 42%）。**近期普惠小微领域贷款投放或有放量：一个佐证是**，7 月 5 日，银保监会普惠金融部主任丁晓芳表示¹，“今年上半年小微金融工作克服了种种困难，总体上保持了较好的发展态势。特别是 5 月份以来，5 月份新增了 3000 亿元，扭转了 4 月份下滑的趋势。”。另一个是，7 月 2 日，央视新闻报道²“今年各大银行小微企业贷款依旧保持了较高增速，特别是 5、6 月份小微企业贷款投放明显高于 4 月”，其中邮储银行有关负责人表示，“5 月份之后，普惠型小微企业贷款的市场需求呈现比较明显的回升态势。6 月这样的良好势头还是继续在保持。”
- **企业中长期贷款的投放或更多集中于科技创新、绿色和基建领域**。央行 4 月设立 2000 亿元科技创新再贷款、5 月又增加 1000 亿元煤炭清洁高效利用再贷款额度，叠加去年设立的碳减排支持工具和 2000 亿元煤炭清洁高效利用再贷款，再贷款支持工具对企业中长期贷款的投放或有明显提振。**尤其是，政策性银行获得的政策支持力度更大，可能在企业中长期贷款的投放中发挥引领作用**。6 月 1 日的国常会部署调增政策性银行 8000 亿元信贷额度。6 月 29 日的国常会又部署 3000 亿元政策性、开发性金融工具，可用于补充重大项目资本金，中央财政将予以适当贴息。国家开发银行官网表示：1) 在科技创新领域，上半年共发放贷款 1577 亿元，同时利用科技创新再贷款精准支持高新技术企业、“专精特新”企业发展，目前已向符合再贷款标准的科技企业发放贷款逾 800 亿元³。2) 在基建领域，上半年发放水利贷款 534 亿元，其中 5 月和 6 月发放的贷款占上半年发放量的近 50%⁴。

图表6 除表内票据外，6月新增贷款各分项同比增量改善



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 6月企业中长期贷款同比多增6130亿元



资料来源: wind, 平安证券研究所

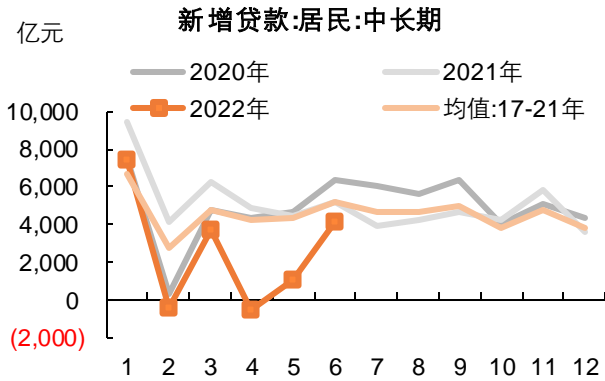
¹ 普惠小微企业贷款扭转下滑趋势 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1737512181888436199>

² 央视报道 | 邮储银行小微企业贷款保持较高增速 <https://mp.weixin.qq.com/s/nKQpwyqg-1ZJ-VR7oW1JHQ>

³ 开发银行上半年发放科技创新贷款 1577 亿元 http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/202207/t20220707_10004.html

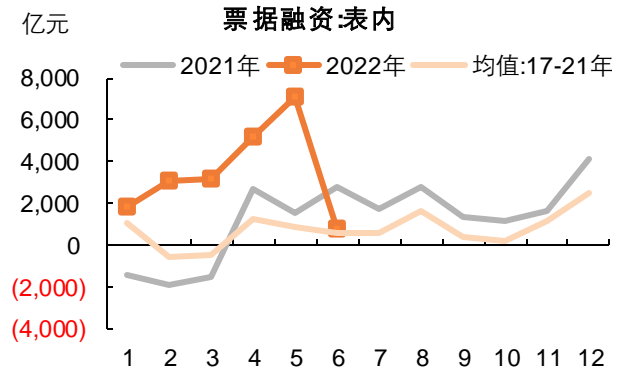
⁴ 国家开发银行上半年 534 亿贷款支持水利建设 http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/202207/t20220705_9993.html

图表8 6月居民中长期贷款恢复至21年同期的80.8%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 6月表内票据增量降至历年同期均值水平附近



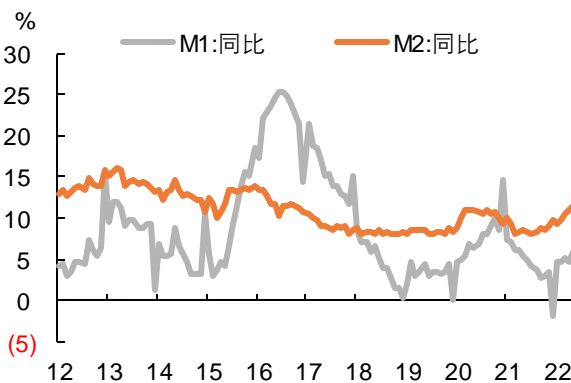
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、M2-M1 差值收窄

6月M2与M1增速同步上行,二者的差值收窄了0.9个百分点。M2同比增速上行0.3个百分点至11.4%,M1同比增速上行1.2个百分点至5.8%。信贷积极投放之下,企业部门生产经营活跃度提升,现金流出现改善迹象。6月新增人民币存款48300亿元,同比多增9700亿;人民币存款余额增速10.8%,相比上月提升0.3个百分点。从存款结构来看,造成M1和M2增速收窄的原因可能有以下几点:

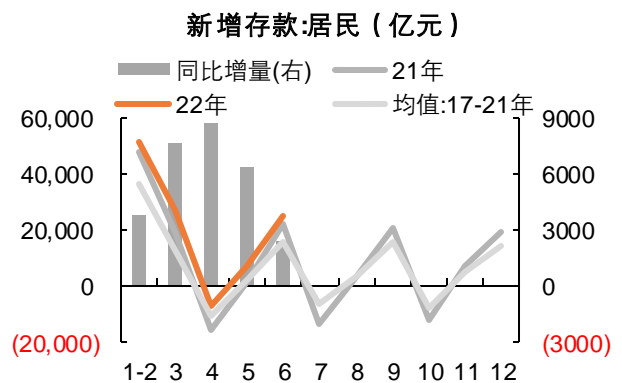
- 一是,居民存款的同比增量收窄,其仅体现在M2增速中。6月居民存款同比多增2411亿元,相比5月的6321亿元有所减少。随着疫情防控的放松,居民消费意愿有所好转,预防性储蓄未出现加速攀升。
- 二是,非银行业金融机构存款较快减少,其仅体现在M2增速中。6月非银行业金融机构存款减少3939亿元,同比多减2617亿元,相比于2017-2020年的同期均值多减3939亿元。
- 三是,企业复工复产推进,生产经营活跃度提升,现金流改善。6月企业部门存款新增29310亿元,同比多增4588亿元。背后原因包括:1)国内经济基本面恢复,企业复工复产推进,经营性现金流入改善,留待生产经营的短期存款同步增加;2)从高频数据看,6月商品房销售回暖,而地产销售是居民存款“搬家”至企业部门的一大引擎。3)尽管6月政府债净融资同比多增8676亿元,但财政存款同比减少了365亿元,财政资金投放力度较大,对企业部门的现金流仍有支撑。

图表10 6月M2、M1同比增速皆有改善



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表11 6月新增居民存款的同比增量收窄



资料来源:Wind, 平安证券研究所

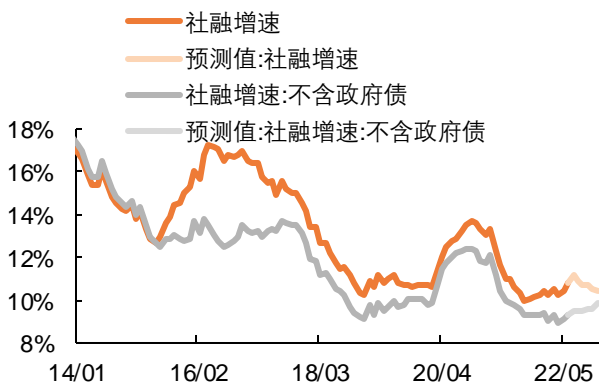
四、如何看待“稳信用”的持续性？

市场忧虑“稳信用”持续性的原因主要有两点：

- 一是，如无财政预算调整和增量的政府债券发行，预计下半年政府债将拖累社融增速较快回落。6月社融增速进一步上行，其中虽有表内信贷回暖的支撑，但政府债前置发行对社融增速的提振不容小觑。然而，按照“两会”政府工作报告的安排，2022年下半年剩余的政府债融资额度仅有2.35万亿元，明显少于较2021年同期的4.56万亿。
- 二是，上半年表内信贷总量的“稳”源于银行依靠票据、短贷等的冲量行为。上半年信贷投放一波三折，结构上存在短贷票据冲量的现象，中长期贷款投放的成色仍显不足。1-6月企业短期贷款及票据融资的占新增人民币贷款的比重高达41.6%（相比2021年全年提升了20.1个百分点），贡献了3.65万亿的同比增量；而企业中长期贷款、居民中长期贷款和居民短期贷款投放疲弱，同比分别少增0.4万亿、1.87万亿和0.53万亿。
- 6月亮眼社融数据的背后是，政府债前置发行可能对下半年形成“透支”；表内信贷结构虽有所好转，但持续性存疑，后续再度回落不无可能。

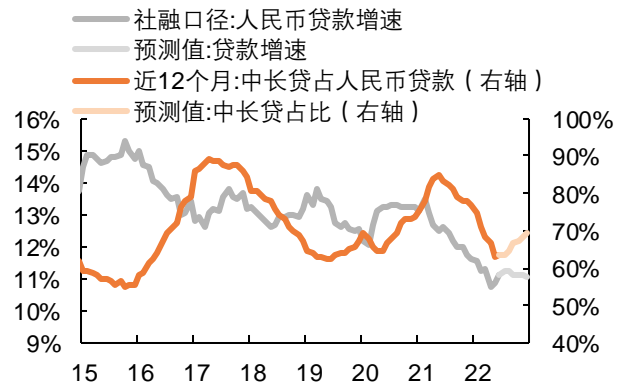
我们认为，下半年“稳信用”不乏抓手，或将从三个方面着力：一是“降成本”激发贷款需求，或从以下几个方面着手：首先是“降准”，存款准备金率或有0.25-0.5个百分点的下调空间，有助于带动LPR贷款利率报价再下行5bp；其次是改革，进一步完善存款利率市场化改革机制，后续存款利率仍有压降空间，或可带动贷款利率再下行10-20bp；最后是直接调降MLF政策利率，虽面临“物价”和“汇率”两大掣肘，但必要时可“相机抉择”适度调降MLF利率5-10bp。二是重点领域做抓手，加大中长期贷款的投放力度。在科技创新和绿色领域，再贷款工具“抓落地”，如资金投放不及预期，亦有提升再贷款资金支持比例、推广适用领域等优化拓展空间。在传统基建领域方面，3000亿元政策性、开发性金融工具、政策性银行新增的8000亿元贷款额度相互配合，有望撬动较大规模的基建配套融资。三是薄弱环节强托底，充分满足普惠小微领域、房地产领域、及疫情受损行业企业的信贷需求，有望进一步下调支农支小再贷款利率10-25bp，及推动个人住房贷款加权平均利率下行。基于此，下半年人民币贷款有望呈现“总量稳定、结构改善”的特征。剔除政府债部分后，社融存量的同比增速有望持续回升，宏观政策有意愿、也有能力实现“稳信用”的目标。

图表12 剔除政府债后的社融存量增速有望持续回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 预计下半年人民币贷款总量稳定，结构改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033