

6 月金融数据大幅超过市场预期，结构也有明显改善

——2022 年 6 月金融数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：7 月 11 日，央行公布数据：6 月新增人民币贷款 2.81 万亿元，同比多增 6867 亿元；6 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多增 1.47 万亿元。6 月末，广义货币 (M2) 同比增长 11.4%，增速分别比上月末高 0.3 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 5.8%，增速比上月末高 1.2 个百分点。

基本观点：6 月信贷、社融大幅冲高，远超市场预期，主要有以下几个原因：一是 6 月宏观经济修复势头进一步增强，房地产市场也有所回暖，带动实体经济融资需求回升；二是以“国常会 33 条”为代表的一揽子措施加速落地，政策性金融稳增长进一步发力，助推企业中长期贷款同比大幅多增；三是 6 月专项债发行迎来历史最高峰。6 月金融数据的另一个主要特征是结构也有明显改善，具体表现在企业和居民中长期贷款占比回升，票据冲量现象缓解。这表明，伴随经济转入修复过程，银行风险偏好改善，向实体经济提供中长期贷款的意愿有所提升。整体上看，6 月信贷、社融及 M2 增速都在上扬，显示在政策发力和疫情缓和共同作用下，宽信用效应正在充分显现。这将为下半年经济较快修复奠定坚实基础。

具体来看：

一、6 月新增贷款呈现总量高位运行、结构有所改善的特征，其中票据冲量缓解，企业中长期贷款同比大幅多增。

6 月新增人民币贷款 2.81 万亿元，环比多增 9200 亿元，同比亦多增 6867 亿元，带动月末各项贷款余额增速较上月末加快 0.2 个百分点至 11.2%，再度确认 5 月增速上行拐点已经确立。我们认为，受季末冲量影响，6 月贷款环比多增属季节性现象，但同比多增近 7000 亿元，并创下历史同期最高新增规模，表明在近期监管层反复要求“增强信贷总量增长的稳定性”背景下，货币政策逆周期调节的总量功能正在充分发挥。更为重要的是，随着基建投资发力、楼市回暖，6 月企业中长期贷款同比大幅多增，居民中长期贷款同比少增幅度明显收敛，贷款期限结构得到改善。

具体来看，6 月企业贷款投放力度进一步加大，且票据冲量现象得到缓解。当月企业短贷和票据融资合计环比仅小幅多增 373 亿，同比多增 2646 亿，其中，票据融资环比、同比均较大幅度少增，这与当月票据利率持续走高反映的票据市场供需关系变化相一致。与此同时，6 月企业中长期贷款环比多增 8946 亿，同比逆转上月少增局面，大幅多增 6130 亿。这一方面受益于政策面鼓励银行加大企业中长期贷款投放力

度，更为重要的是，以政策性银行调增 8000 亿元信贷额度为代表，政策面对基建投资的支持力度明显加大，6 月单月基建投资有望进一步提速至两位数，配套融资需求相应增加；同时，伴随经济转入修复过程，制造业投资也会保持较快增长，实体经济中长期贷款需求得到改善。

居民贷款方面，6 月居民贷款环比多增 5594 亿，同比仍少增 203 亿。其中，随疫情缓和，居民消费、经营活动有所恢复，加之监管层要求加大对个体工商户的金融支持力度，6 月以消费贷和经营贷为主的居民短贷同比多增 782 亿，多增规模较上月进一步扩大——我们估计，6 月社零同比增速有望转正；6 月以房贷为主的居民中长期贷款环比多增 3120 亿，同比虽继续少增，但少增幅度较上月大幅收敛 2390 亿，背后的主要原因是前期以房贷利率“双降”为代表的各项稳楼市政策叠加效应显现，加之疫情期间积压的需求释放，以及半年末房企加速推盘冲业绩等因素带动当月楼市边际回暖——6 月 30 大中城市日均商品房成交面积环比增长 88.4%，同比降幅从上月的 48.1% 显著收敛至 6.4%。

二、6 月信贷投放力度加大、专项债发行放量、表外票据融资回正，带动当月社融环比、同比大幅多增。

6 月新增社融 5.17 万亿，环比多增 2.38 万亿，同比多增 1.47 万亿，提振月末社融存量同比增速较上月末加快 0.3 个百分点至 10.8%，为去年下半年以来最快增速。

从分项看，6 月社融环比、同比大幅多增主要受投向实体经济的人民币贷款、政府债券融资和表外票据融资三项拉动。其中，由于财政部要求今年新增专项债须于 6 月底前“基本发完”，6 月新增专项债发行量突破万亿，带动当月政府债券融资环比多增 5602 亿，同比多增 8676 亿；6 月企业以商业票据应对往来款项支付的规模依然很高，表明疫情冲击后企业现金流仍然普遍吃紧，加之当月票据利率走高，贴现量增幅不及开票量，共同带动新增表外票据融资回正，环比多增 2133 亿，同比多增 1286 亿。

社融其他分项中，6 月企业债券融资环比季节性多增 2603 亿，但同比少增 1432 亿，主要原因是弱资质城投债券融资仍受限，当月城投债净融资同比较大幅度缩量；在人民币贬值预期下，6 月外币贷款仍延续负增，且环比多减 52 亿，同比多减 993 亿；最后，去年底资管新规过渡期延长期到期后，委托贷款和信托贷款压降效应缓解，6 月这两项同比分别少减 93 亿和 218 亿。

三、6 月末 M2 同比增速高位上行，是宽信用发力的又一重要标志；M1 增速仍然偏低。

6 月末 M2 同比为 11.4%，增速比上月末高 0.3 个百分点，创下近 6 年（68 个月）以来最高，成为宽信用发力的又一标志。6 月末 M2 同比增速高位上行的主要原因是当月贷款多增推高存款派生，以及财政支出力度较大，财政存款同比多减。

6月末M1同比为5.8%，增速较上月末加快1.2个百分点。这一方面与经济修复过程中企业生产和投资活动增加有关，另一方面也与6月楼市回暖有一定关联。不过，当前M1增速仍然明显低于M2增速，主要原因是当前楼市仍处于低位运行过程，房企销售不振，企业短期存款受到较大影响；另外，较低的M1增速也意味着当前实体经济活跃度依然不足，后期经济修复至常态增长水平还有一段路要走。

整体上看，6月金融数据大幅冲高，宽信用效应明显。我们预计，为助力经济运行尽快回归常态，短期内金融数据仍延续偏强走势。这是否意味着接下来宽货币与宽信用之间的“跷跷板”现象会很快出现？或者说在美联储加息缩表、国内CPI抬头的背景下，货币政策存在收紧动向？我们判断，考虑到下半年经济修复过程整体上将较为温和，国内通胀形势稳定，货币政策将在稳增长方向上保持较强连续性，外部金融环境收紧不会动摇“以我为主”的政策基调。其中一个标志就是市场利率回升势头不会太快，三季度仍将运行在政策利率下方。另外，为进一步降低实体经济融资成本，推动楼市尽快回暖，下半年在政策利率保持基本稳定的前景下，LPR报价或还有一定下调空间。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。