

2022年07月12日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

6月份社融数据点评：宽信用拐点已现

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

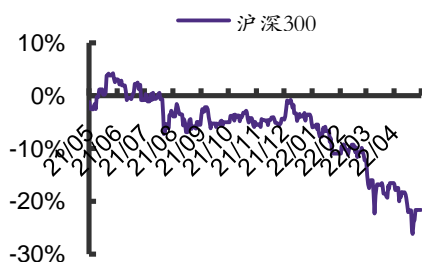
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《猪周期反转，逆回购缩量，货币政策开始转向？》20220710

《2022年中期宏观策略：拨云见日，W型反转》20220620

《5月金融数据点评：总量明显好转，结构尚待优化》20220612

7月11日，央行公布了6月社融数据，社融增量为5.17万亿元，比上年同期多1.47万亿元。人民币贷款增加2.81万亿元，同比多增6867亿元。M2货币供应同比增长11.4%，M1同比增长5.8%，均有回升。

投资要点

核心观点

1、6月社融增量和结构同步好转，经济继续修复。从增量来看，专项债发力、信贷放量是主要贡献项，分别新增1.6万亿元和2.8万亿元，均创历史新高；从结构来看，居民中长期信贷降幅收窄，企业中长期信贷同比明显多增，实体融资需求回暖。

2、居民信贷延续回升态势，单月新增达到2022年以来的新高。受益于疫情好转，居民消费修复，短期贷款同比多增782亿元，连续两个月多增；由于汽车和住房政策刺激，居民中长期贷款也有明显的修复，同比少增989亿元，较上月的3379亿元明显收窄。

3、企业信贷总量继续高增，结构明显改善，中长期贷款同比大增。不同于5月的票据冲量助推企业信贷回暖，6月企业中长期贷款放量是主要助推力，新增1.45万亿元，同比多增6130亿元，结束了之前连续两个月的同比少增，疫后经济修复、企业融资改善的逻辑得以验证。

4、专项债集中发行对社融形成支撑，离不开积极财政的助力。在财政部要求专项债提前下发的要求下，政府债券新增1.6万亿元，同比高增8676亿元，创数据记录以来的最高值，财政前置发力，为基建项目提供资金支持。

5、M2和M1同比均有回升，剪刀差开始改善，经济活力增强。M2同比增长11.4%，较上月高0.3个百分点，主要是积极财政发力。M1同比增长5.8%，上月高1.2个百分点，主要是地产销售回暖和企业扩张意愿增强。M2-M1剪刀差收窄，经济增长动能修复。

6、自发性融资增速出现拐点，宽信用进入结构改善的第三阶段。由于企业中长期信贷和居民信贷同步改善，自发性融资增速触底回升，信用结构明显改善。

7、社融底很难一蹴而就，社融高增的持续性还有待观察。重点关注后续增量财政政策的发力点（特别国债、专项债提前下发）、地产销售改善的持续性、突发疫情的破坏力、经济复苏的稳定性等。考虑到逆回购量缩价稳+央行延续总量宽松定调+经济弱复苏，货币转向还为时尚早。

8、宽货币+宽信用组合是下半年A股独立行情的重要支撑，只是短期需要应对中报业绩下修预期和疫情反复带来的阶段性扰动。逆回购季节性缩量不改货币宽松大方向，自发性融资好转意味着宽信用成效显现，宽货币+宽信用组合利好A股。只是中报季A股进入分子端业绩验证期，再加上疫情反复的扰动，需要注重估值和业绩的匹配度。

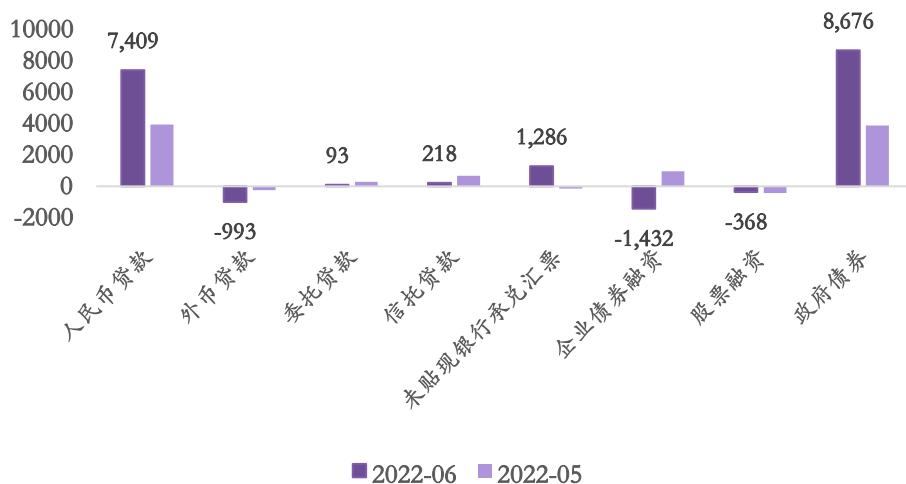
■ 风险提示

- (1) 复工复产不及预期
- (2) 衰退预期加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

1、总量结构双回升，宽信用已见曙光

6月社融增量和结构同步好转，经济继续修复。从增量来看，专项债发力、信贷放量是主要贡献项，分别新增1.6万亿元和2.8万亿元，均创历史新高；从结构来看，居民中长期信贷降幅收窄，企业中长期信贷同比明显多增，实体融资需求回暖。6月份自发性融资出现了回升，宽信用已经走到了第三阶段。

图表 1：人民币贷款和政府债券是主要增量

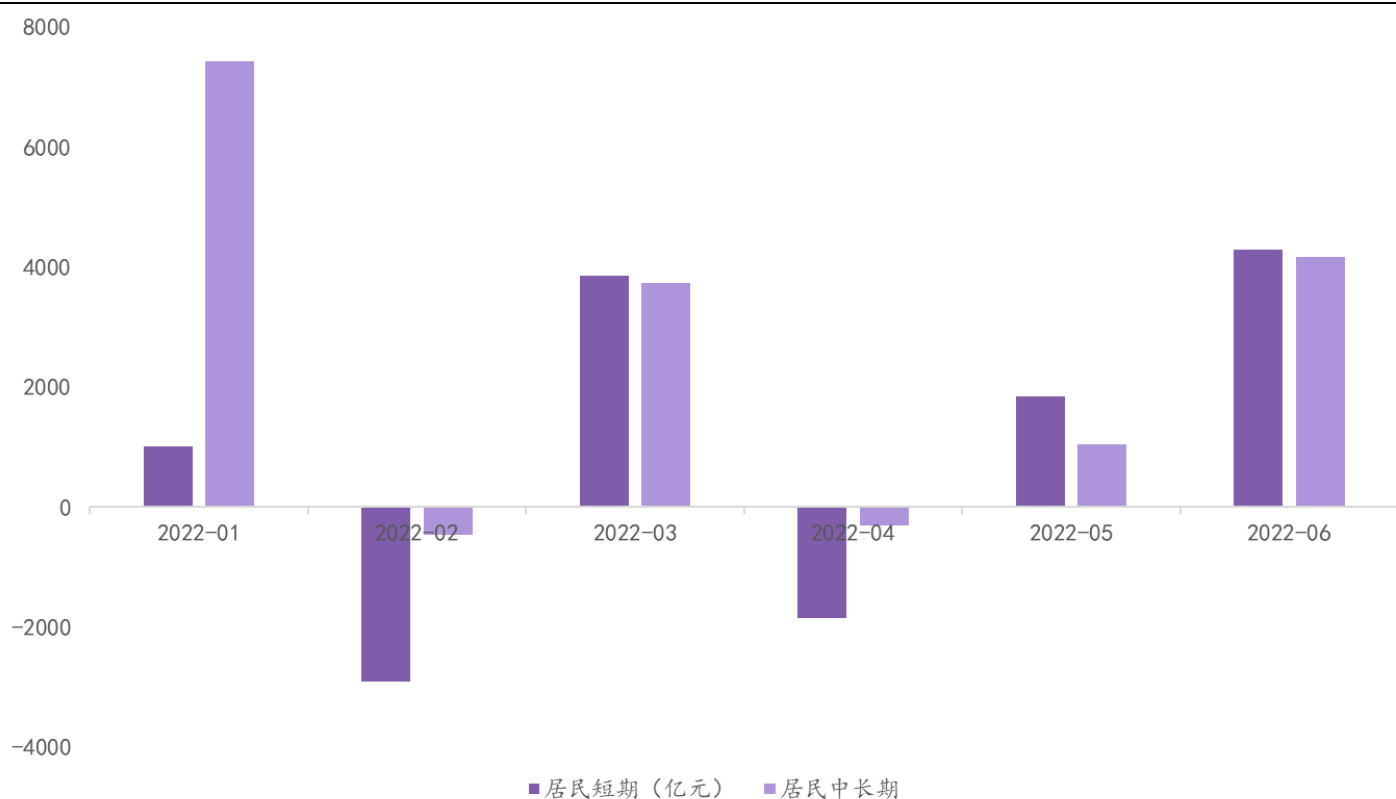


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、地产汽车消费回暖，居民消费信心修复

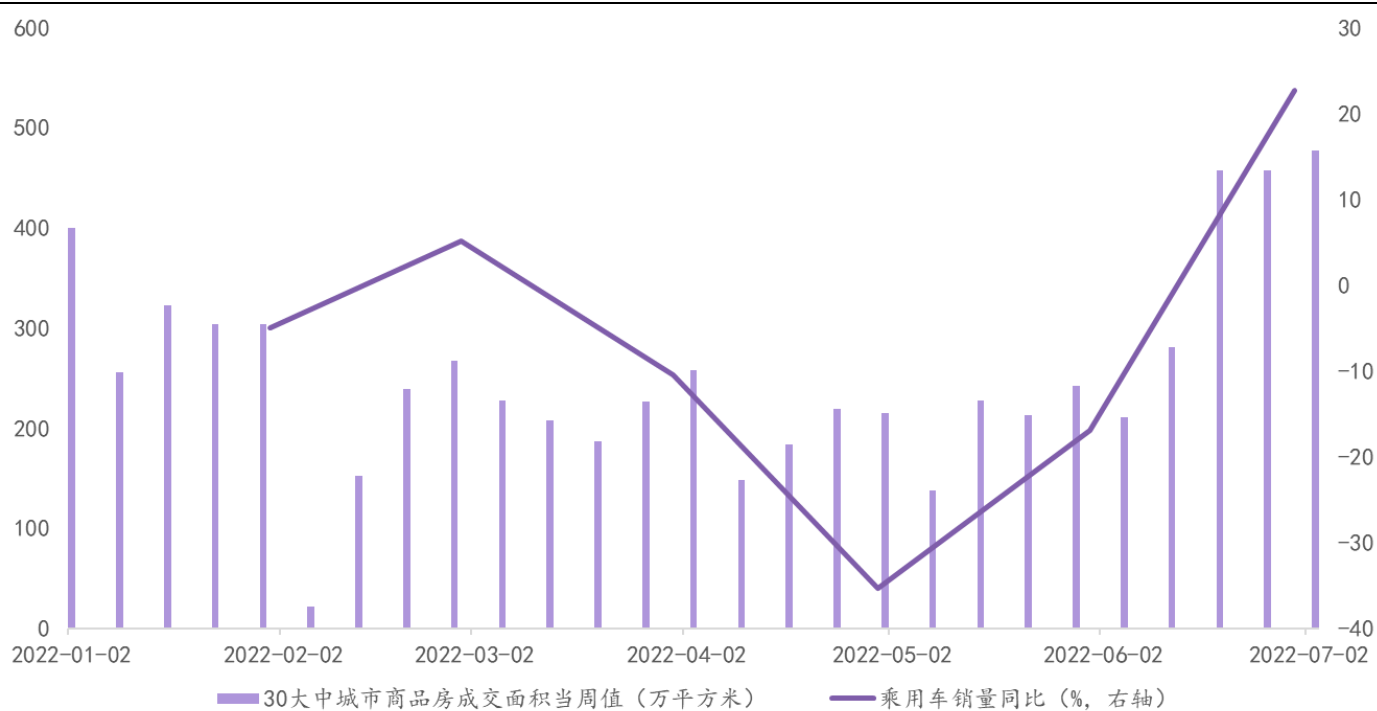
居民信贷延续回升态势，单月新增达到2022年以来的新高。受益于疫情好转，居民消费修复，短期贷款同比多增782亿元，连续两个月多增；由于汽车和住房政策刺激，居民中长期贷款也有明显的修复，同比少增989亿元，较上月的3379亿元明显收窄。。6月份新增居民贷款8482亿元，同比虽然依旧是少增的局面，较同期减少2.34%，但相较于上月的同比增速（-53.66%）和今年以来的平均增速（-119%）已经有了明显的改善。分项来看，居民短期贷款新增4281亿元，创14个月以来的最高值，同比多增22.34%。6月居民中长期贷款同比增加4166亿元，虽然仍然保持了同比少增的态度，但是降幅较前五个月平均（-3542亿元）已经有了明显的改善，信贷的恢复体现在了居民车房消费的复苏。从30大中城市的交易数据来看，房地产成交面积已经连续三周保持在450万平方米以上，房地产销售端已经开始恢复。而根据中汽协的数据，6月汽车销售250.2万辆，环比增长34.4%，同比增长23.8%，也结束了连续三个月的下降趋势，居民的消费信心进一步恢复。但疫情反复下，地产预期偏弱，销售修复的持续性还需观察。

图表 2: 居民贷款出现了明显回暖



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 3: 汽车销售和房地产销售均有好转



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、总量结构双改善，企业经营信心回暖

企业信贷总量继续高增，结构明显改善，中长期贷款同比大增。不同于5月的票据冲量助推企业信贷回暖，6月企业中长期贷款放量是主要助推力，新增1.45万亿元，同比多增6130亿元，结束了之前连续两个月的同比少增，疫后经济修复、企业融资改善的逻辑得以验证。具体分项来看，居民短期贷款当月新增6909亿元，同比多增3815亿元，票据融资较上月大幅减少，较同期比也减少了1951亿元，过去票据冲量的现象得到明显改善。企业中长期贷款同比多增6130亿元，同比多增创2021年2月份以来的新高，是有数据以来的第三高。防疫措施的降级和放松将进一步降低疫情对企业造成的冲击，6月份PMI指数回回到了荣枯线之上（50.2%）；另一方面国际大宗商品在衰退预期下开始下跌，降低了企业的生产成本，企业经营信心将在三季度继续恢复。但也要警惕四季度海外衰退带来的需求萎缩，对出口企业造成压力。

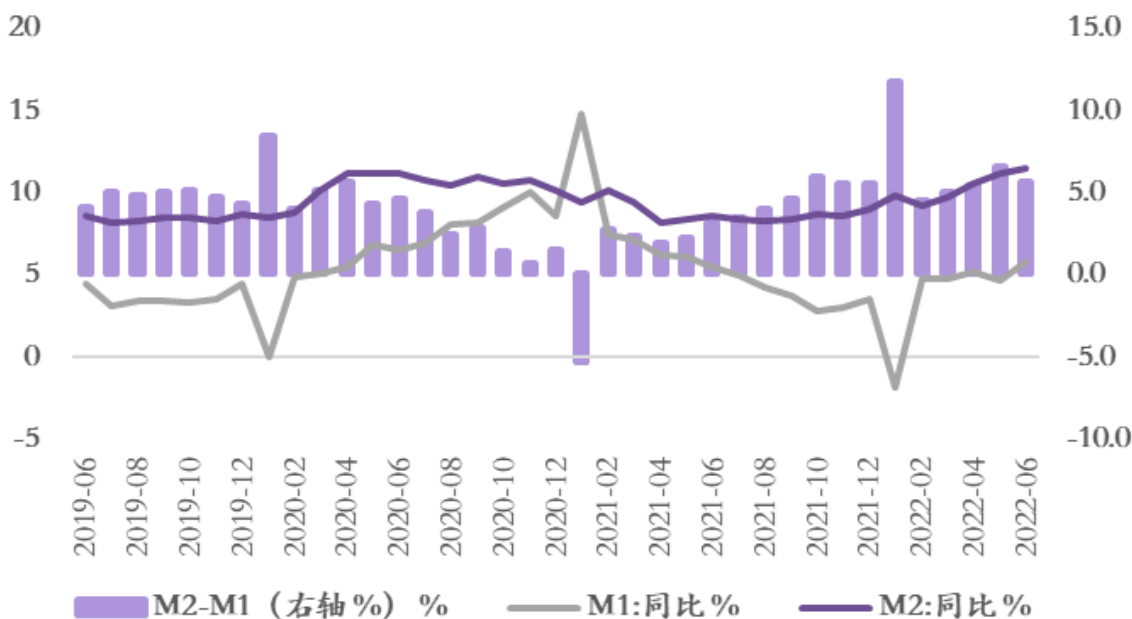
4、政府债券发力，积极财政支撑社融高增

专项债集中发行对社融形成支撑，离不开积极财政的助力。在财政部要求专项债提前下发的要求下，政府债券新增1.6万亿元，同比高增8676亿元，创数据记录以来的最高值，财政前置发力，为基建项目提供资金支持。政府债券是社融主要的支撑之一，目前为止，1-6月地方共发行专项债3.41万亿元，完成提前下发额度的93.43%。后续来看，基建仍然是2022稳经济的重要抓手，今年专项债已经基本发放完毕，后续新增资金来源值得关注，预计政府债券很难对三季度的社融形成强支撑，如果明年专项债提前发放，预计仍会在四季度带来总共两万亿左右的规模，继续对社融形成支撑。

5、M2-M1剪刀差收窄，经济动能逐步恢复

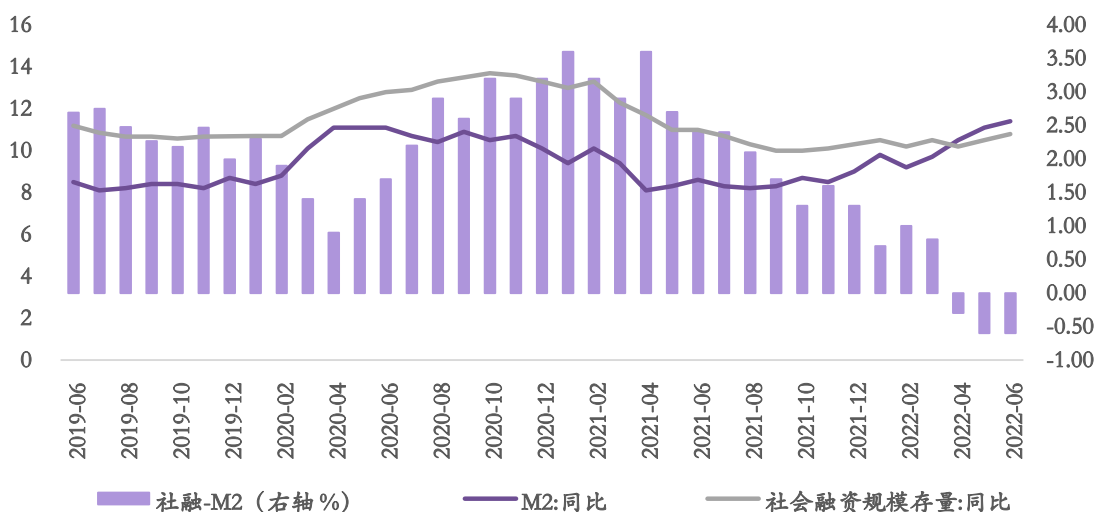
M2和M1同比均有回升，剪刀差开始改善，经济活力增强。M2同比增长11.4%，较上月高0.3个百分点，主要是积极财政发力。M1同比增长5.8%，创一年以来的最高增速，较上月高1.2个百分点，主要是地产销售回暖和企业扩张意愿增强。6月份M2-M1剪刀差5.6%。较上个月收窄0.9个百分点，体现出了经济动能的进一步恢复。社融-M2增速差持平，结构性资产荒问题仍需关注。伴随着复工复产以及央行结构性货币工具打通宽信用通道进程的推进，资产荒的现象有望得到一定的缓解。

图表 4: M2-M1 剪刀差缩小, 经济动能逐步恢复



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 5: 社融-M2 增速差持平, 结构性资产荒问题仍需关注



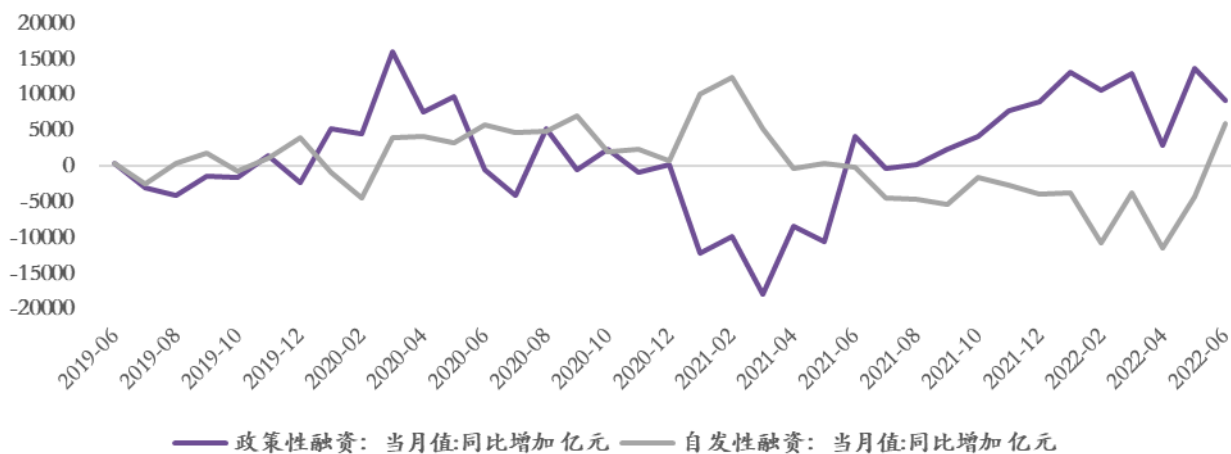
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6、自发融资回升, 宽信用进入第三阶段

发性融资增速出现拐点, 宽信用进入结构改善的第三阶段。由于企业中长期信贷和居民信贷同步改善, 自发性融资增速触底回升, 信用结构明显改善。在上个月的社融数据时我们曾预期7-8月是社融数据结构改善的关键时期。6月份自发性融资同比多增2.3万亿元, 宽信用已经迈入了结构改善、自发性融资回升和实体融资意愿改善的第三

阶段。但当前的宽信用工作仍需继续发力，从PMI来看，小型企业PMI依然处在荣枯线以下：6月份小型企业PMI录得48.6%，而大型企业和中型企业的PMI均已经回到了50以上，企业结构化复苏的现象依然存在。从使用工具上来说，在通胀将起和保民生目标的限制下，预计后续央行总量政策的空间将逐渐减少，而结构性货币政策工具将继续发力，继续修复小微企业的经营环境，进一步打通宽信用。

图表 6：政策性融资边际回落，自发性融资出现回升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

7、信用触底回升，社融隐忧仍需关注

信用底很难一蹴而就，社融高增的持续性还有待观察。当前信贷结构出现了一定的修复，但信用底能否确立还需观察。从社融增量来说，当前的提前批专项债已经基本发放完成，仍需观察后续的特别国债、专项债提前下发等增量财政政策是否能继续给社融带来支撑。从持续性来说，房地产的销售端数据虽然连续三周改善，但仍需跟踪房地产高频数据来验证房地产销售的持续性修复。从社融干扰项来说，后续突发的疫情是否会继续对恢复中的经济再次带来“当头一棒”，经济复苏的稳定性能否得到验证，都是我们需要跟踪观察，验证社融持续恢复的方向。近期央行的低量逆回购给市场带来政策转向的担忧，但从重“价”不重“量”的角度来说，央行的逆回购并没有释放货币政策转向的信号，央行二季度例会也延续了总量宽松的货币政策定调，并且从实际经济运行角度来说，当前国内经济虽然已经开始出现了复苏的迹象，但仍处于弱复苏的阶段，货币政策转向为时尚早，宽货币+宽信用并行。

8、独立行情可期，短期中报疫情扰动犹存

宽货币+宽信用组合是下半年A股独立行情的重要支撑，只是短期需要应对中报业绩下修预期带来的阶段性扰动，需要注重估值和业绩的匹配度。6月社融数据验证了宽货

币到宽信用成效初显，而当前货币宽松大方向不变，只是异常宽松接近尾声：逆回购季节性的量缩价稳并不意味着货币政策开始急转弯，央行二季度例会中要求继续发挥好“货币政策工具的总量和结构双重功能”，宽货币方向不变。绿色、科技创新、小微企业、疫情受损行业仍是宽信用的重要抓手。

下半年货币信用双宽叠加复苏的中国经济与通胀加息衰退逼近的美国经济形成了周期错位，A股作为价值高地的性价比凸显，整体机会大于风险，独立行情将在下半年得以延续。但同时，短期来说A股仍需要应对中报业绩下修预期带来的阶段性扰动，注重估值和业绩的匹配度，同时也需要注意疫情反复和海外衰退传导带来的流动性和市场情绪波动。

图表 7: 社融数据一览

单位: 亿元, %	较上月变动	2022年6月	2022年5月
社融总量	▲	3342700	3291900
存量社融同比增速	▲	10.8	10.5
社融当月新增	▲	51700	27921
社融当月同比多增	▲	14683	8399
新增社融规模同比增速(12MA)	▲	8.58	4.73
社融分项同比多增			
表内信贷	▲	6416	3689
人民币贷款	▲	7409	3936
外币贷款	▼	-993	-247
表外融资	▲	1597	810
委托贷款	▼	93	276
信托贷款	▼	218	676
未贴现银行承兑汇票	▲	1286	-142
直接融资	▲	6876	4425
企业债券	▼	-1432	969
非金融企业境内股票债券	▲	-368	-425
政府债券	▲	8676	3881
社融结构			
政策性融资当月新增	▲	26381	20245
政策性融资同比多增	▼	9108	13727
政策性融资同比增速(12MA)	▲	82.09	80.62
自发性融资当月新增	▲	22979	8439
自发性融资同比多增	▲	5927	-4321
自发性融资同比增速(12MA)	▲	-26.22	-29.31
信贷当月新增	▲	28100	18900
信贷当月同比多增	▲	6867	3900
居民部门贷款同比多增	▲	-203	-3344
短期贷款	▲	781.87	34
中长期贷款	▲	-989.28	-3379
企业部门贷款同比多增	▲	7525	7243
短期贷款	▲	3815	3286
中长期贷款	▲	6130	-977
票据融资	▼	-1951	5591
M1同比增速	▲	5.80	4.60
M2同比增速	▲	11.40	11.10
M2-M1	▼	5.60	6.50
社融-M2	—	-0.60	-0.60

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

9、风险提示

- (1) 复工复产不及预期
- (2) 衰退预期加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。