

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

宽信用进入第二阶段

2022年7月12日

- **政策生效、需求回暖，新增信贷大超预期。**6月新增人民币贷款2.81万亿元，同比多增6900亿元，连续2个月同比多增。分项上看，6月经济爬坡、需求修复，叠加政策性银行调增8000亿信贷额度，企业中长贷大幅多增，自2021年2月以来首次成为信贷增量的最大贡献项。票据融资自2021年5月以来首次出现同比少增，信贷投放阻力有缓解迹象。居民短贷修复，与疫情形势好转、线下消费逐步放开、政府促销费力度大有关，居民消费意愿边际回升。居民中长贷拖累有所弱化，一是居民购房预期出现初步企稳迹象，二是6月汽车消费明显回暖，起到一定支撑效果。
- **社融增速连续2个月回升。**6月新增社融5.17万亿元、同比多增1.47万亿元，存量增速升至10.8%。分项上主要依靠信贷和政府债，受专项债发行计划的影响，6月新增专项债发行1.36万亿，较去年同期多发近1万亿，贡献明显。考虑到下半年政府债额度剩余不多，社融增速或在短期内面临一定回调压力，但年内仍有上升空间，高点有望突破11%，一方面信贷需求有望持续回暖，房价预期已在磨底，居民房贷可能在四季度真正企稳。另一方面去年下半年遭遇经济下行压力，社融基数相对较低。
- **M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现。**在社融增速回升的带动下，6月M2、M1增速双双上行，增速差收窄0.9个百分点至5.6%，资金活跃度提升，居民、企业预期有所好转。存款端来看，6月财政集中退还存量留抵税额、支出力度加大，财政存款同比多减。同时货币政策配合发力，助企纾困、加大普惠小微支持力度，居民、企业存款同比多增。
- **未来展望：宽信用进入第二阶段。**根据信用周期指数，本轮宽信用的起点是2021年8-10月，先验判断了本轮信用扩张。截至2022年5月，指数已连续3个月上升。可以将宽信用再划分为两个阶段：**1) 政策驱动宽信用，但经济活力尚未回升。**对应202110-202203，实体融资需求结构偏弱，指数多为震荡，回升趋势不稳固。**2) 伴随宽信用持续发力，经济活力明显回升。**信用领先于经济活力，6月数据出现两大积极变化，M1同比较上月回升1.2个百分点至5.8%、企业中长贷再度成为信贷增量的最大贡献项，均预示宽信用已进入第二阶段，未来有望进一步发力，持续带动经济活力回升。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、政策生效、需求回暖，新增信贷大超预期	3
二、社融增速连续 2 个月回升	4
三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现	6
四、未来展望：宽信用进入第二阶段	7
风险因素	8

图 目 录

图 1：6 月新增信贷大超预期，企业中长贷再成最大贡献项	3
图 2：过去 5 年三大政策性银行年均新增信贷投放 1.5 万亿	4
图 3：居民对房价的悲观预期出现企稳迹象	4
图 4：新增社融规模大幅多增，信贷与政府债贡献最大	5
图 5：社融、信贷增速连续 2 个月上涨	5
图 6：6 月新增专项债同比多发近 1 万亿	6
图 7：6 月 M2-M1 增速剪刀差收窄	6
图 8：6 月财政存款持续放量，居民企业存款多增	7
图 9：截至 2022 年 5 月信用周期指数已连续 3 个月上升	8
图 10：信用周期指数领先于发电量增速	8

事件：

7月11日，央行公布6月金融数据：新增人民币贷款2.81万亿元，预期2.41万亿元，前值1.89万亿元。新增社会融资规模5.17万亿元，前值2.79万亿元。M2同比增长11.40%，预期10.84%，前值11.10%。

一、政策生效、需求回暖，新增信贷大超预期

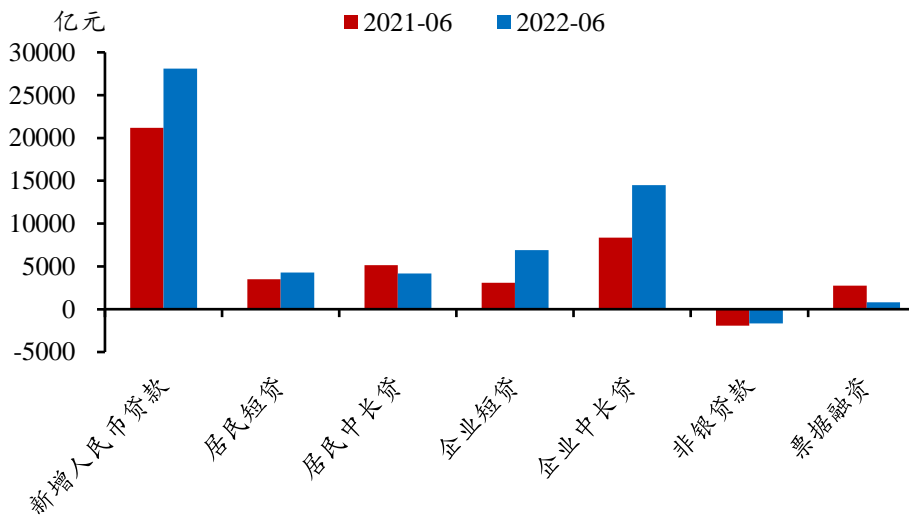
新增信贷大超市场预期，连续2个月实现同比多增。6月新增人民币贷款2.81万亿元，同比多增6900亿元，从分项上看：

1) **6月份经济爬坡、需求修复，叠加政策性银行调增8000亿信贷额度，企业贷款大幅多增。**随着疫情进入平稳期，国内经济有望迎来回补式修复，多项指标已传递改善迹象，包括6月PMI重回扩张区间，5月工业企业利润同比降幅收窄等。6月1日，国常会宣布调增政策性银行8000亿元信贷额度支持基建，近5年以来三大政策性银行平均每年新增1.5万亿左右，调增力度可见之大。在政策支持下，6月企业中长贷同比大幅多增6130亿元，自2021年2月以来首次成为信贷增量的最大贡献项。企业短贷同比多增3815亿元，同样明显增长。

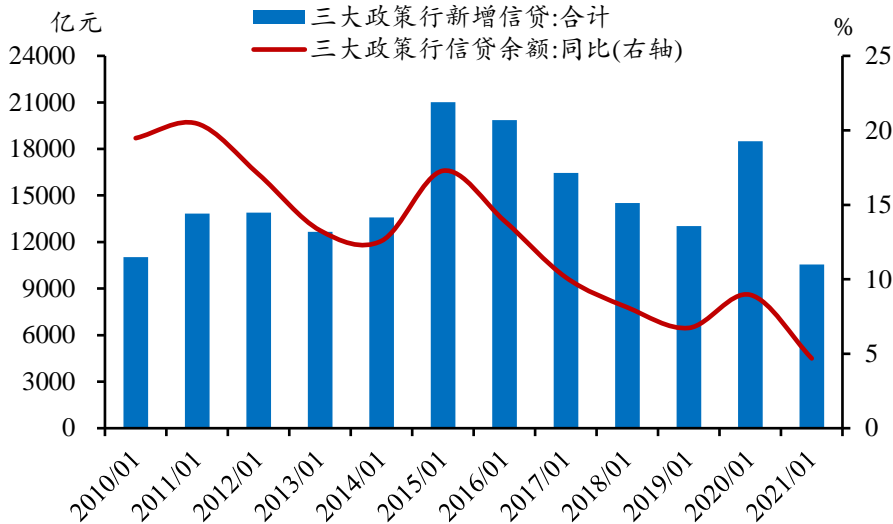
2) **票据融资自2021年5月以来首次出现同比少增。**过去几个月信贷投放明显存在阻力，银行多靠票据融资填充信贷规模，2021年6月至2022年5月票据融资月均同比多增3400亿元。6月票据融资同比少增1951亿元，在此局面下整体信贷规模依旧实现正增，反映出政策生效和需求回暖的双重影响。

3) **居民短贷修复，中长贷拖累有所弱化。**6月居民短贷同比多增782亿元，一方面疫情形势好转，线下消费场景放开，另一方面家电下乡、政府发放消费券等刺激举措力度较大，居民消费意愿边际回升。居民中长贷同比少增989亿元，拖累幅度较前月明显收窄，一是居民购房预期出现初步企稳迹象，央行调查数据显示，去年下半年房价预期上涨比例快速下降，截至2022Q2，该比例为16.2%，降幅趋缓。二是6月汽车消费明显回暖，当月狭义乘用车零售同比上行39.5个百分点至22.6%，与地方补贴汽车消费、车市促销力度大有关，对居民中长贷起到了支撑效果。

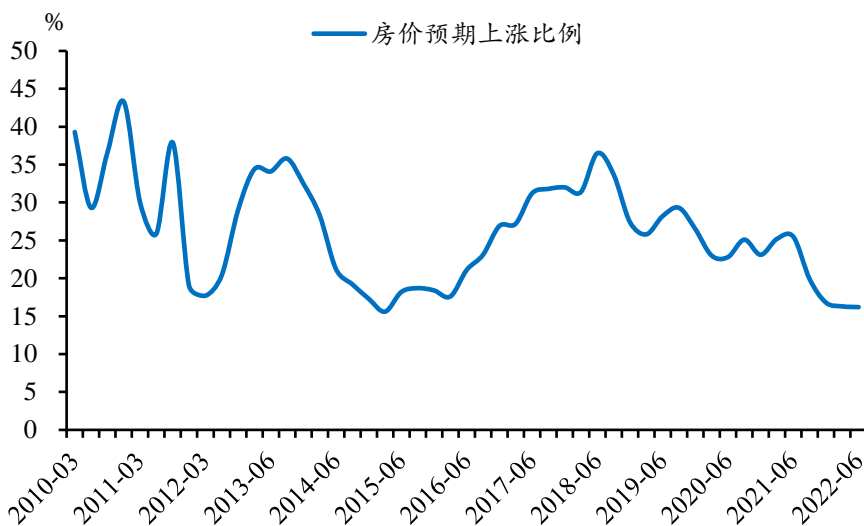
图 1：6月新增信贷大超预期，企业中长贷再成最大贡献项



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：过去 5 年三大政策性银行年均新增信贷投放 1.5 万亿


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：居民对房价的悲观预期出现企稳迹象


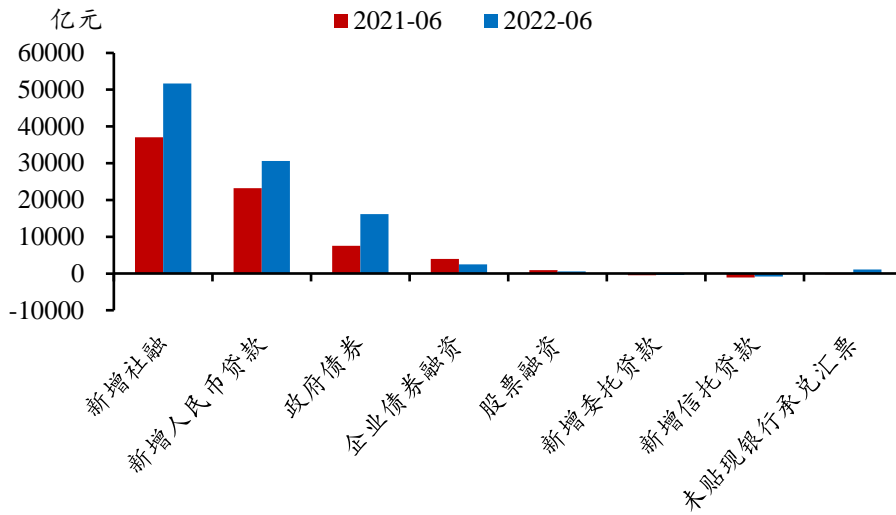
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速连续 2 个月回升

社融增速连续 2 个月回升。6 月新增社融规模 5.17 万亿元、同比多增 1.47 万亿元，社融存量增速 10.8%，距我们在前期报告《2022 年社融增速有望达到 11%》中预测的全年高点仅一步之遥。分项上看，“海量”社融主要靠信贷和政府债，信贷余额增速同样连续 2 个月上涨，6 月同比多增 7409 亿元，增量贡献明显。政府债同比多增 8676 亿元，为当月最大支撑项，增幅在历史上仅次于 2020 年 8 月。其他分项变化不大，表外融资三项合计同比少减 1597 亿元，直接融资中企业债融资同比少增 1432 亿元，股票融资同比少增 368 亿元。

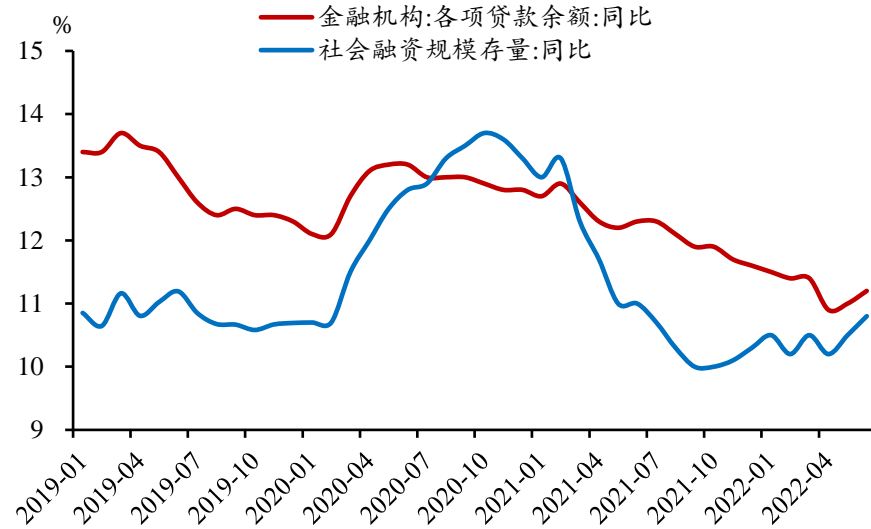
社融增速短期或有回调压力，未来仍有上升空间，高点有望突破 11%。受专项债发行计划的影响，今年已下达的新增专项债额度在 6 月底前基本发行完毕，6 月单月发行规模高达 1.36 万亿，较去年同期多发近 1 万亿，显著拉升社融增速。相应的，下半年额度已所剩无几，或对社会融同比增长形成拖累，社融增速在短期内或面临一定的回调压力。但未来社融增速仍有上升空间，按照我们之前的测算高点有望突破 11%。一方面信贷需求有望随经济复苏持续回暖，房价预期已在磨底，居民房贷有可能在四季度真正企稳。另一方面去年四季度遭遇经济下行压力，社融基数相对较低。

图 4：新增社融规模大幅多增，信贷与政府债贡献最大

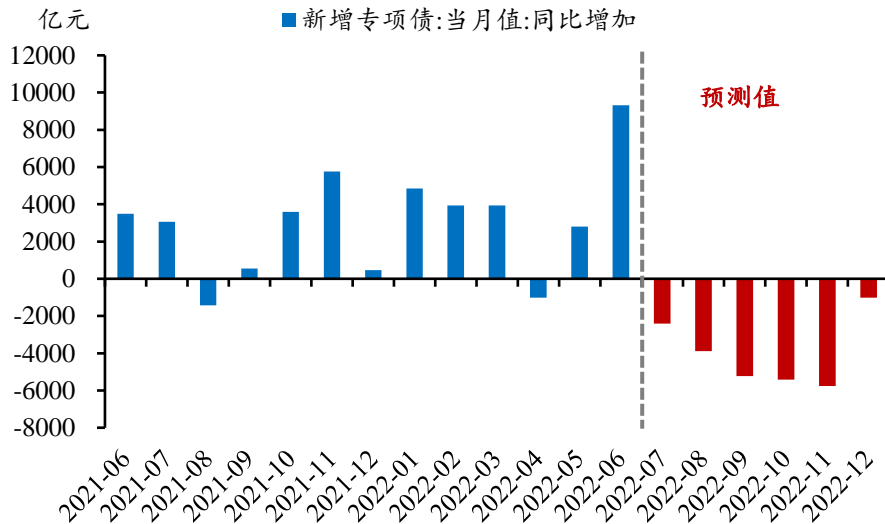


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：社融、信贷增速连续 2 个月上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

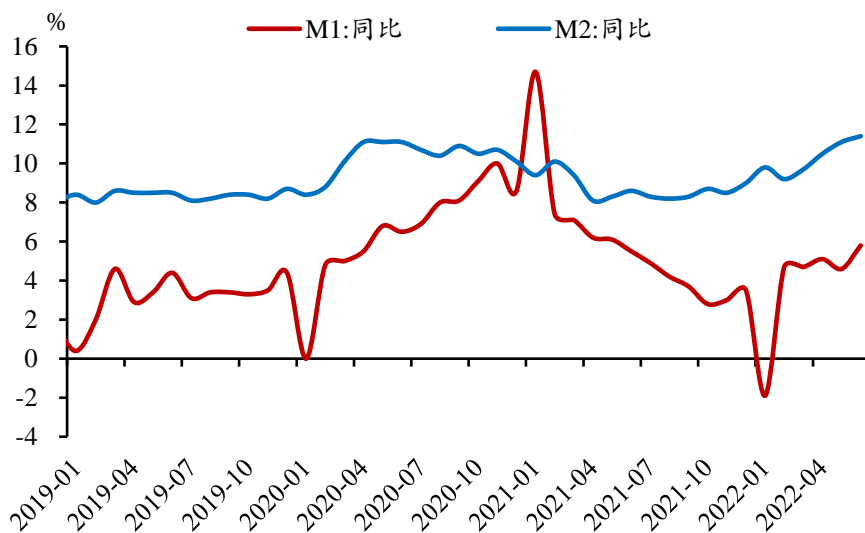
图 6：6 月新增专项债同比多发近 1 万亿


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现

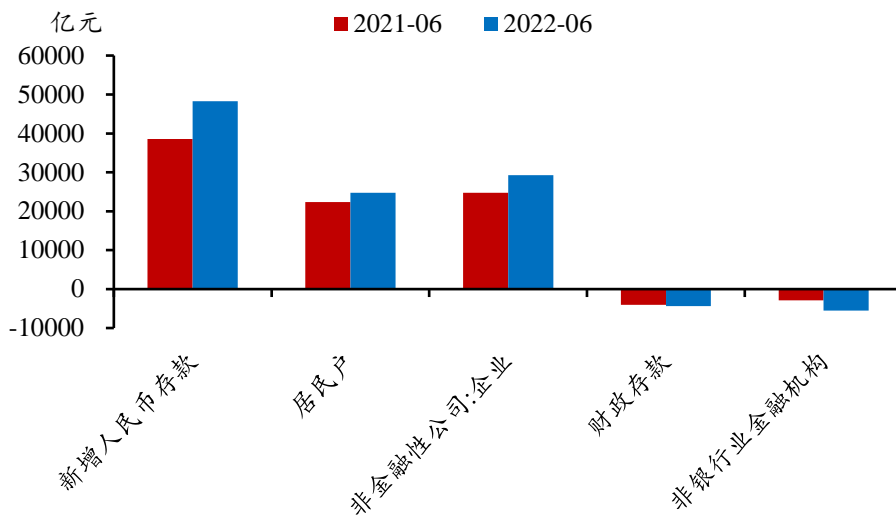
M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现。在社融增速回升的带动下，6 月 M2 增速上升 0.3 个百分点至 11.4%，M1 增速达 5.8%，较上月回升 1.2 个百分点。M2-M1 增速剪刀差收窄 0.9 个百分点至 5.6%，资金活跃度有所提升，反映出疫情防控形势稳定、内生需求恢复的趋势下，居民、企业对于未来预期好转。

财政持续发力，居民企业存款增多。存款端来看，季末是财政支出大月，6 月财政存款同比多减 365 亿元，反映出财政集中退还存量留抵税额、支出力度加大的影响。1-5 月全国公共财政支出、政府性基金支出增速分别为 5.9%、32.8%，均处高位水平。同时货币政策配合发力，央行助企纾困、加大普惠小微贷款支持力度。政策支持下，6 月居民、企业存款分别同比多增 2411、4588 亿元。

图 7：6 月 M2-M1 增速剪刀差收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：6 月财政存款持续放量，居民企业存款多增



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、未来展望：宽信用进入第二阶段

根据信用周期指数，本轮宽信用的起点是 2021 年 8-10 月，先验判断了本轮信用扩张。我们在报告《信用周期分析框架：指标构建、经验规律和相关影响》中详细揭示了指数的原理和构建方法，相比社融信贷增速等传统指标，信用周期指数能够更好地衡量商业银行的信用周期，因此更具领先性。参考过去几轮周期的历史经验，一轮完整的信用周期大约持续三年左右。本轮周期从 2021 年 8-10 月左右开启，正处于扩张阶段，截至 2022 年 5 月指数已连续 3 个月上升。

信用领先于经济活力，宽信用第二阶段开启的标志是 M1 回升。可以将宽信用再划分为两个阶段：

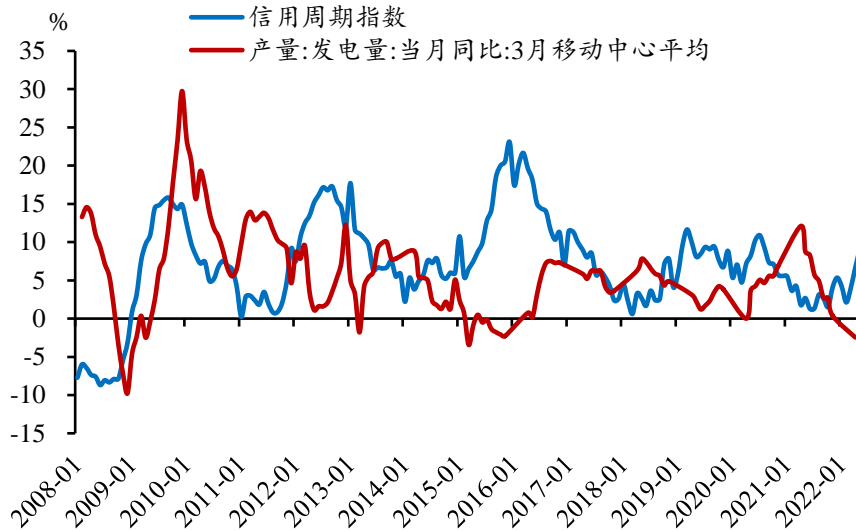
- 1) **第一阶段：政策驱动宽信用，但经济活力尚未回升。** 体现到本轮周期中，今年以来社融回升主要靠政府债和银行做多票据，实体融资需求结构偏弱，1-3 月信用周期指数多有震荡，回升趋势不稳固。
- 2) **第二阶段：伴随宽信用持续发力，经济活力明显回升。** 信用领先于经济活力，信用扩张意味着实体经济从金融体系获得了更多的资金支持，实体部门顺利开工经营、形成产出（尤其是投资支出），带动经济增长。可观察到信用周期指数与发电量增速有较高关联度，前者领先 10 个月左右。6 月数据出现两大积极变化，一是 M1 同比 5.8%，较上月回升 1.2 个百分点，二是企业中长贷再度成为信贷增量的最大贡献项，均预示宽信用已进入第二阶段，未来有望进一步发力，持续带动经济活力回升。

图 9：截至 2022 年 5 月信用周期指数已连续 3 个月上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：信用周期指数领先于发电量增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。