

## 社融放量的背后？

### 事件：

7月11日，央行公布6月货币金融数据：人民币贷款新增2.81万亿元、同比多增6867亿元；新增社融5.17万亿元、同比多增1.47万亿元，社融存量增速10.8%、较上月回升0.3个百分点；M2同比11.4%，较上月上涨0.3个百分点。

### 点评：

■ **稳增长发力下，融资总量和结构双双改善，往后信用修复总体弹性或下降**

**新增社融超预期、主因信贷和政府债券支撑。**6月，新增社融5.17万亿元、高于预期的4.6万亿元，单月增量位列有数据以来第4的高位；存量增速10.8%、较上月回升0.3个百分点，代表企业中长期资金来源的有效社融也回升0.3个百分点。分项中，新增人民币贷款3万亿元、同比多增超7400亿元，政府债券翻番至1.6万亿元、企业债券和股票融资同比共减少1800亿元，表外票据由负转正。

**企业融资放量，中长贷大幅改善、票据近一年以来首次同比转负。**6月，新增贷款2.81万亿元、同比多增6867亿元，主要由企业端贡献。其中，6月企业中长期贷款大幅改善、同比多增超70%至1.4万亿元、一定程度或与政策性贷款释放等有关，企业短贷翻番至6900亿元左右，而票据同比大幅减少、不足千亿元。

**居民需求延续弱势，中长贷依然收缩、同比降幅收窄。**6月，新增居民贷款同比相差无几，中长贷延续拖累、同比减少1000亿元左右、上月同比减少超3300亿元，短贷同比多增近800亿元。个人首套房贷利率下限下调、5年LPR下降实施下，6月30大中城市商品房销售一度大幅回升、后明显回落，后续还待观察。

**重申观点：信用修复总体弹性下降，结构改善更值得关注。**部分领域融资约束、叠加微观主体报表尚待修复等，或使得本轮信用修复弹性弱于以往。伴随新一轮稳增长效果加快显现，经济已进入修复通道；但宏微观环境、政策环境等不同，或使得本轮疫后修复并非过往简单复制（详情参见《疫后“三思”：经济的“天花板”？》、《稳地产，不能忽视的供给约束》、《财政如何“续力”？》）。

■ **常规跟踪：信贷和政府债券支撑社融放量；M1、M2回升或缘于留抵退税等**

**信贷、政府债券支撑社融超预期。**6月，新增人民币贷款3万亿元、同比多增超7400亿元，政府债券同比多增近8680亿元至1.6万亿元；委托贷款、信托贷款和表外票据同比分别多增93亿元、218亿元和1286亿元，企业债券和股票融资分别为2495亿元和588亿元，较去年同期分别减少1432亿元和368亿元。

**信贷同比多增，主要由企业端贡献，结构也明显改善。**6月，新增贷款2.81万亿元、同比多增6867亿元。分部门看，企业贷款同比多增近8000亿元，中长贷贡献同比增量75%以上，短贷同比增加超3800亿元，票据同比减少近1950亿元；居民中长贷同比延续收缩、近990亿元，居民短贷4282亿元、同比略有增加。

**M1、M2双双回升，或与留抵退税等有关。**6月，M1、M2分别较上月回升1.2和0.3个百分点至5.8%和11.4%。除基数外，M1回升或反映留抵退税下流通中资金较多；存款分项中，居民、企业存款同比多增2400亿元和4600亿元左右，非银存款同比多减近2600亿元，财政存款同比多减，或缘于退税、财政支出较快。

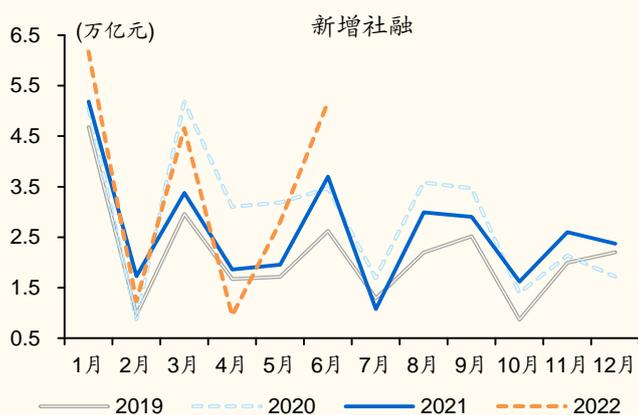
**风险提示：**政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

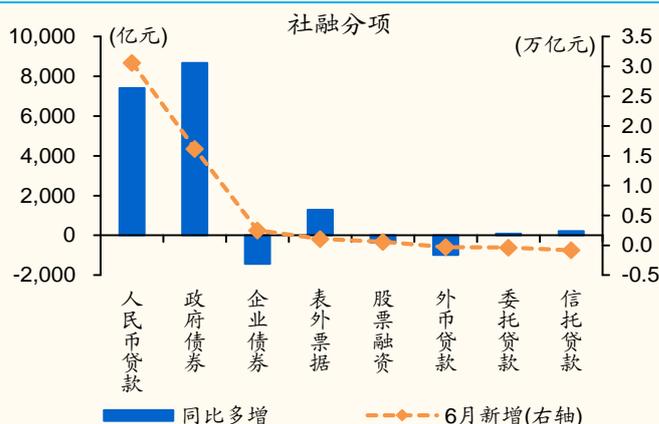
马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 6月, 新增社融 5.17 万亿元、超市场预期



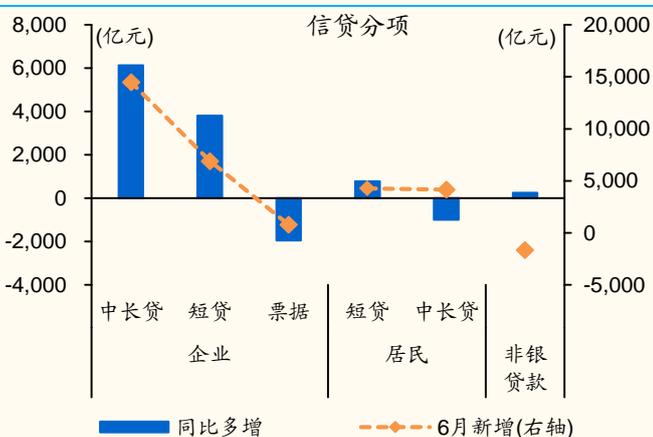
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 社融超预期主因人民币贷款和政府债券支撑



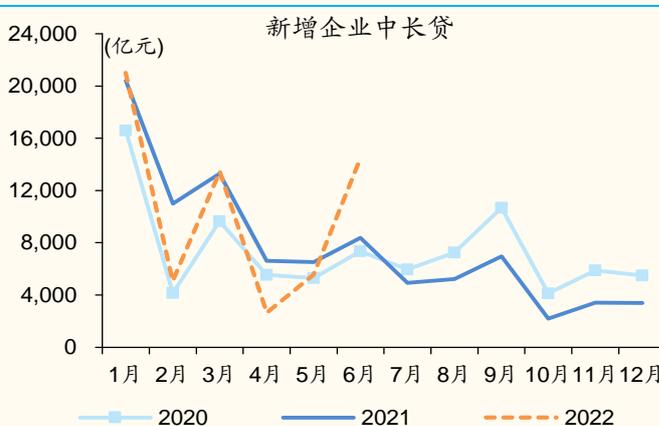
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 6月, 信贷同比多增主要由企业端贡献



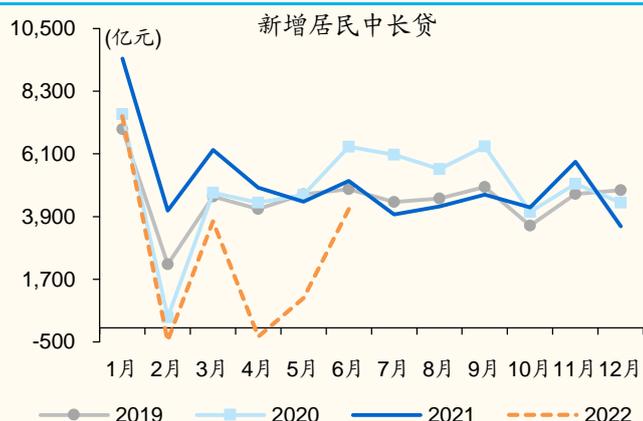
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 6月, 企业中长贷超季节性大幅改善



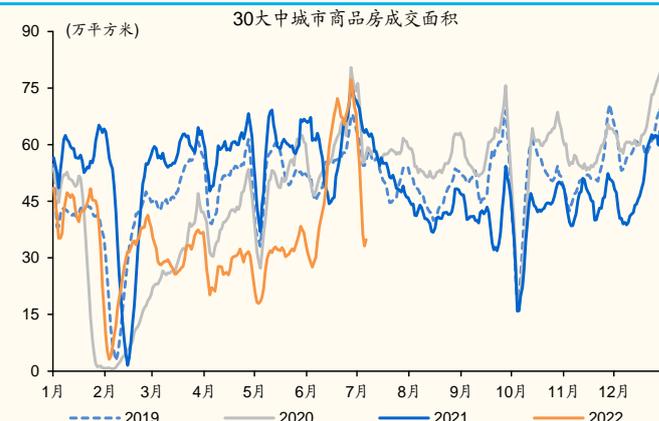
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 6月, 新增居民中长贷依然低于往年同期



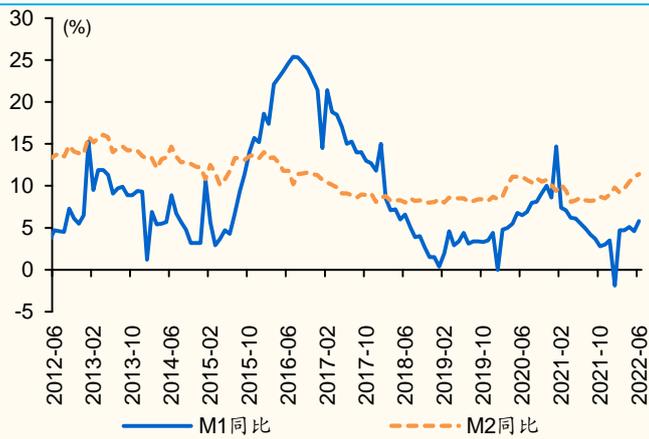
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 30大中城市商品房成交一度回升, 后回落



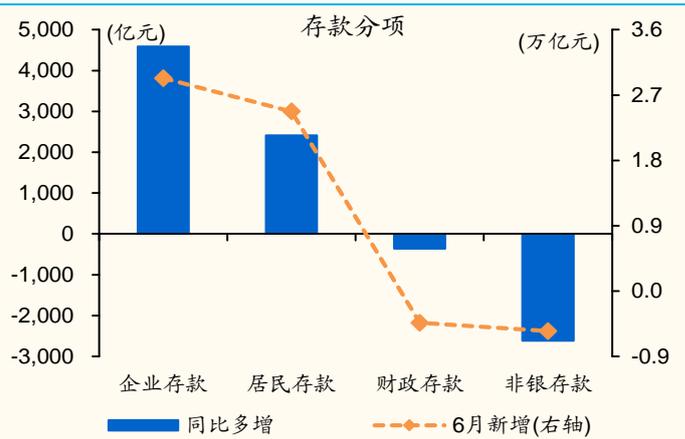
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 6月, M1、M2 双双回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 5月, 居民、企业存款多增, 财政存款多减



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。
- 2、**疫情反复。**国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402