

2022年7月12日

总量放量、结构转好，稳增长效果初现

——2022年6月金融数据点评

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

● 6月金融数据亮眼

6月金融数据总量放量增长，结构显著转好，宽信用复苏明确。首先，社融存量增速是最重要的领先指标，社融结构是同步指标。6月社融存量增速延续增长趋势，同比增长10.8%，是自2021年7月以来的最高值，表明宽信用持续，进一步取得积极效果；其次，无论是企业端，还是企业端和居民端中长期贷款总量均出现超季节性上涨；此外，6月M1涨幅亮眼，M1与M2剪刀差负向收窄，主因6月房地产销售回暖，企业活化率回升。

● 社融规模放量，信贷总量结构双优，M1增长强劲

6月社融规模放量增长。6月实体融资需求受全国复工复产、稳增长政策落地等多重利好驱动，社融规模放量增长。6月社融存量334.27万亿，同比增长10.8%。新增社融5.17万亿，环比多增2.38万亿，同比多增1.47万亿。对实体经济发放的人民币贷款增加3.06万亿元，同比多增7409亿元，规模创20年之最，是6月社融最大的贡献项；政府债券放量，净融资1.62万亿元，同比多增8676亿元，环比多增5602亿元；表外融资规模整体平稳。

多利好驱动，信贷总量结构双优。6月信贷出现超季节性上涨，企事业单位及居民主动融资意愿显著增强，票据融资大幅减少。住户短贷增加4281.87亿元，同比多增781.87亿元，中长贷增加4166.72亿元，同比少增989.28亿元。随着消费场景恢复，区域流动性增加，居民短贷需求增长明显。住户中长贷显著回升，但地产市场整体依然较低迷，存在修复空间，未来LPR存在补降的可能性；企事业单位短贷增加6906亿元，同比多增3815亿元，中长贷增加14497亿元，同比多增6130亿元。随着疫情好转、叠加33项稳增长政策、“准信贷”等政策支持，6月企业短期长期信贷增长均较为强劲。银行票据冲量行为明显减弱。

M1增长强劲，M1与M2剪刀差负向收窄。6月M1同比增长5.8%，较上月大幅上涨1.2%。主因6月房地产市场回暖，房地产销售较1-5月大幅走高，同时6月国内已基本走出疫情影响，高流动性资金的需求转高；M2同比增长11.4%，较上月提高0.3%，居民高储蓄、积极的货币和财政政策协调联动等因素影响，6月M2增速维持高位。6月M1与M2的剪刀差负向收窄，实体经济活化率边际修复，下半年随着经济向好，剪刀差仍有进一步收窄的空间。

● 宽信用显著修复，稳增长政策效果显现

总体而言，6月金融数据总量在上月回暖的基础上放量上升，结构也出现明显修复。经济已经进入到自发式修复的第一阶段，防疫政策的优化调整和下半年稳增长政策如何继续演绎是目前最值得关注的內容，也是2022年稳增长的关键。

在防疫政策优化调整方面，近期中央发布了第九版新冠防控方案，下半年动态清零的平衡点重新转向促进经济，经济增长将放在更高的优先级，同时随着防疫策略的不断优化，下半年疫情对经济出现较大冲击的情况几乎不可能再重现。

稳增长政策方面，我们预计，下半年货币政策将保持稳健、不搞大水漫灌的主基调不变，财政+地产+信用政策将在稳增长中发挥更加重要的作用。货币政策上，央行的主要发力点或将更加精准聚焦，充分发挥结构性政策工具特点；财政政策上，增量财政政策预计将重点在债务工具和支出工具上发力。地产政策上，在“房住不炒”的总方针下，我们预计后续LPR依然有补降的可能性。

随着宽财政+宽信用+宽地产组合的不断加码，我们认为三季度金融数据很有可能迎来持续的复苏，社融总量增速存在进一步上行空间，结构也将持续改善。

对于债券市场而言，宽信用是确定的，而货币政策受内外部因素约束，空间不断被压缩。我们认为，后续社融和经济将延续回升态势，因此中国债市收益率存在上行压力，我们建议继续保持短久期，不宜低估经济复苏的强度。

● **风险提示：**政策变化不及预期，疫情反复。

相关研究报告

固定收益研究

固收事件点评

开源证券 证券研究报告

目 录

1、 6月金融数据亮眼	3
2、 社融规模放量增长	3
3、 多利好驱动，信贷总量结构双优	4
4、 M1 增长强劲，M1 与 M2 剪刀差负向收窄	6
5、 宽信用显著修复，稳增长政策效果显现	7
6、 风险提示	8

图表目录

图 1： 对实体经济发放的人民币贷款和政府债券净融资的增长最为显著（亿元）	4
图 2： 6月政府债券放量发行（万亿元）	4
图 3： 6月信贷结构各分项均明显回暖（亿元）	5
图 4： 企业和居民中长贷之和超季节性上涨（亿元）	6
图 5： 企业中长贷超季节性上涨（亿元）	6
图 6： 6月 M1 与 M2 剪刀差负向收窄	7

1、6月金融数据亮眼

6月金融数据总量上放量增长，结构上持续修复。社融方面，6月社融存量334.27万亿，同比增长10.8%。新增社融5.17万亿，环比多增2.38万亿，同比多增1.47万亿；人民币贷款方面，6月人民币贷款增加2.81万亿元，同比多增6900亿元，较上月多增9200亿元；货币供应量方面，M1同比增长5.8%，M2同比增长11.4%。总体而言，6月金融数据总量放量增长，结构显著转好，宽信用复苏明确。虽然6月金融数据依然以政府端驱动为主，但是企业端和居民端已经出现明显发力。

首先，社融存量增速是最重要的领先指标，社融结构是同步指标。6月社融存量增速延续增长趋势，同比增长10.8%，是自2021年7月以来的最高值，表明宽信用持续，进一步取得积极效果；

其次，无论是企业端，还是企业端和居民端中长期贷款总量均出现超季节性上涨；

此外，6月M1涨幅亮眼，M1与M2剪刀差负向收窄，主因6月房地产销售回暖，企业活化率回升。

2、社融规模放量增长

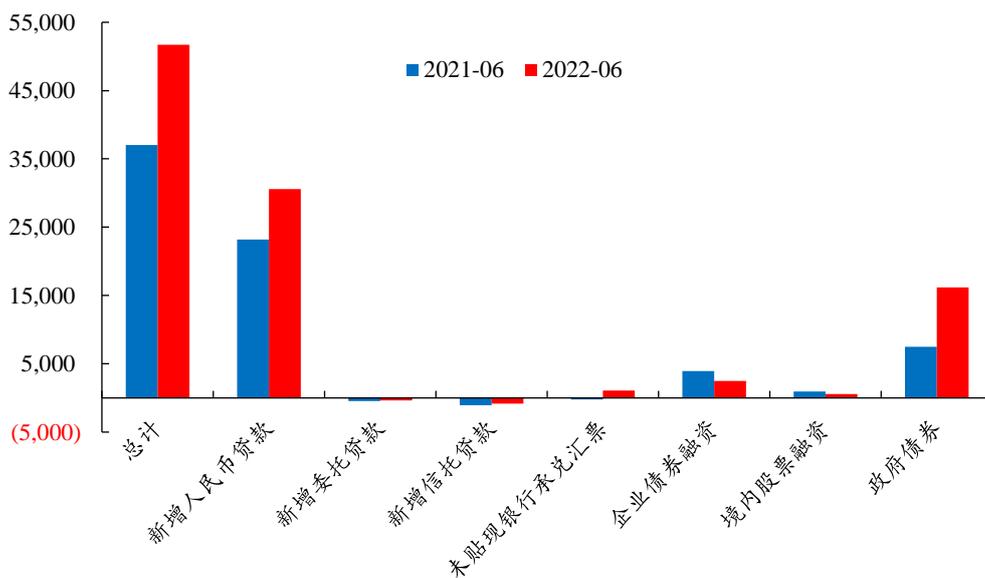
6月实体融资需求受全面复工复产、宽信用政策逐步推进的影响，出现显著增加，6月社融存量334.27万亿，同比增长10.8%。6月新增社融5.17万亿元，前值2.79万亿元，较上月放量增长2.38万亿元，比2021年同期增加1.47万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款和政府债券净融资的增长最为显著。

6月对实体经济发放的人民币贷款增加3.06万亿元，规模创下20年之最，同比多增7409亿元，较上月出现显著回升，环比多增1.23万亿元，是6月社融最大的贡献项。6月份国内多地已基本摆脱疫情影响，加快全面复工复产，生产生活逐步回归正轨，叠加一系列宽信用政策的推进，实体经济有效融资需求在6月进一步得到修复，增长幅度显著，宽信用复苏明确。

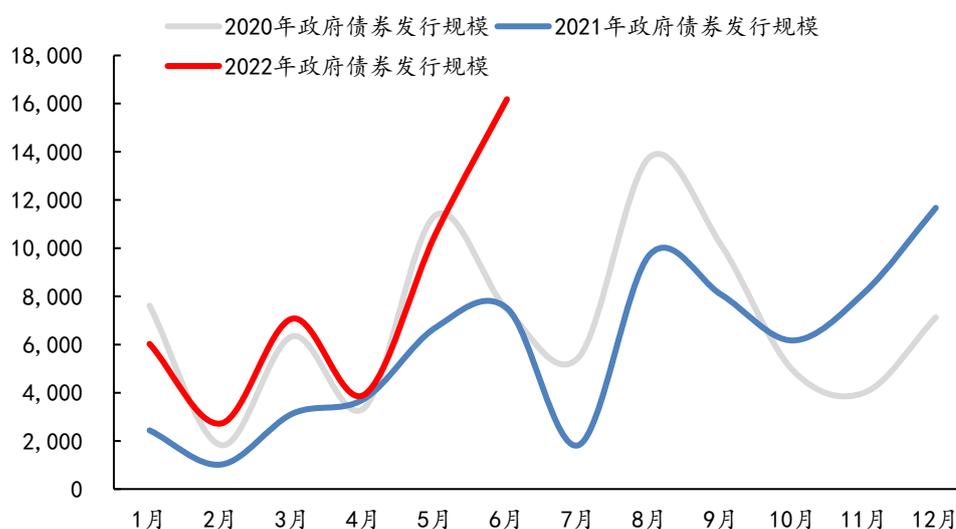
政府债券净融资1.62万亿元，同比多增8676亿元，环比多增5602亿元，政府债发行进一步加速，各级政府为了响应中央所要求的“专项债6月底前基本发完，8月底前基本用完”的政策，六月专项债发行规模再创新高，但随着3.45万亿专项债的基本发行完毕，后续该数据可能会有所回落，但预计将有新的财政债务工具填补地方债发行后的空缺。

6月表外融资规模整体平稳，共减少144亿元，与2021年同期相比少减1597亿元，监管对非标融资进一步松绑，延续边际宽松趋势。其中委托贷款减少381亿元，同比少减93亿；信托贷款减少828亿元，同比少减218亿；未贴现票据增幅较大，增加1065亿元，同比增加1286亿元，说明随着疫情的压力渐消，实体经济自发性融资需求增加，银行信贷冲量行为大幅减少。

直接融资项重新回归“债多股少”的常态，但新增直接融资总额较2021年同期水平仍有较大程度的降低，共计同比减少1800亿元。其中企业债券净融资环比增加2495亿元，同比减少1432亿元；股票融资环比588亿元，同比减少368亿元。

图1：对实体经济发放的人民币贷款和政府债券净融资的增长最为显著（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6月政府债券放量发行（万亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

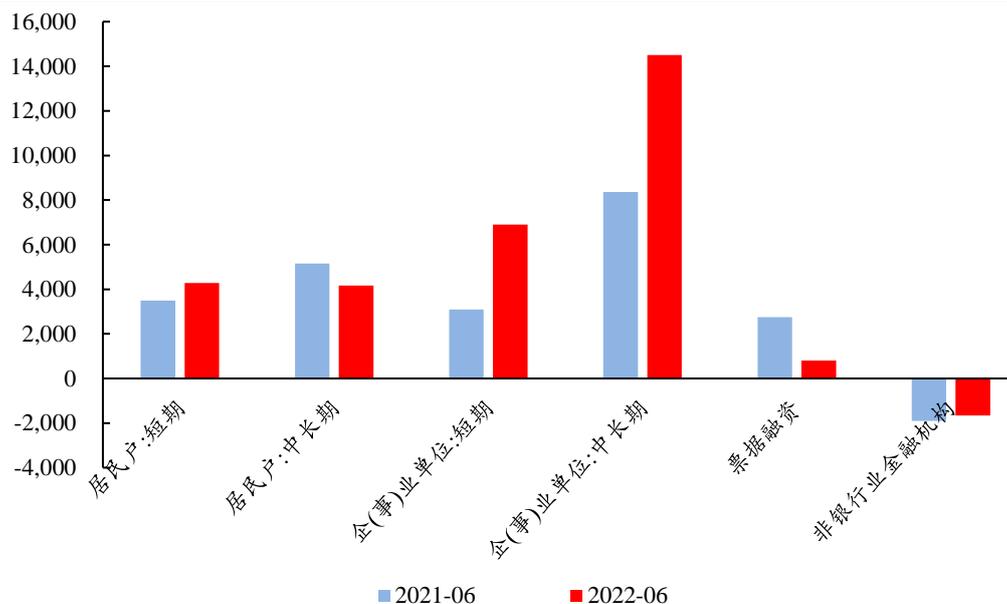
3、多利好驱动，信贷总量结构双优

信贷上，6月份人民币贷款增加2.81万亿元，同比多增6900亿元。6月疫情缓解明显，一揽子稳增长政策落地实施，企业端和居民端均在逐步增加融资需求，信贷总量和结构双优。从信贷各分项上看，6月份除非银行业金融机构外，住户、企事业单位贷款各项均实现增加。企业端信贷结构改善明显，长期贷款增长强劲，票据冲量行为明显减弱，自发性信贷需求亮眼。居民户端信贷总量回暖明显，结构有所改善但依然有修复空间，短期贷款延续增长趋势，中长期贷款有所修复。

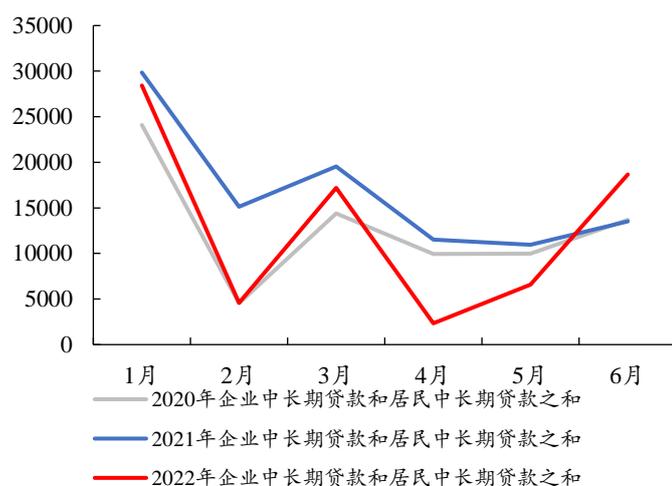
住户贷款增加 8482 亿元，同比少增 203 亿元。其中，短期贷款增加 4281.87 亿元，同比多增 781.87 亿元；中长期贷款增加 4166.72 亿元，同比少增 989.28 亿元。6 月全国疫情情况明显好转，各地管控措施基本解除，市场重新开放，居民消费场景明显恢复，物流通行基本恢复正常，居民消费需求回升明显，短期贷款的需求明显回暖，正增幅度也有所提高。6 月居民户中长贷上涨明显，这与 6 月房地产销售数据回暖相呼应，但整体而言房地产销售依然较为低迷，房地产市场景气度有所恢复但依然有修复空间，加之上半年多地散发疫情，住户收入预期较弱，偿债压力依然较大，居民中长贷仍有待进一步修复。我们认为，若 7 月房地产销售依然未见明显起色，央行存在补降 LPR 的可能性。

企事业贷款出现超季节性上涨，6 月增加 2.21 万亿元，同比多增 7525 亿元。其中，短期贷款增加 6906 亿元，同比多增 3815 亿元；中长期贷款增加 14497 亿元，同比多增 6130 亿元。随着全国疫情情况大幅度缓解，国常会 33 项稳增长政策相继落地、8000 亿信贷额度等“准财政”政策支持下，企业部门中长贷大幅提升，同比涨幅十分明显，也是 2022 年同比多增最多的月份。票据融资增加 796 亿元，同比少增 1951 亿元，银行票据冲量行为大幅度减少。此外，非银金融机构贷款减少 1656 亿元，同比少减 250 亿元，符合季节性特征。

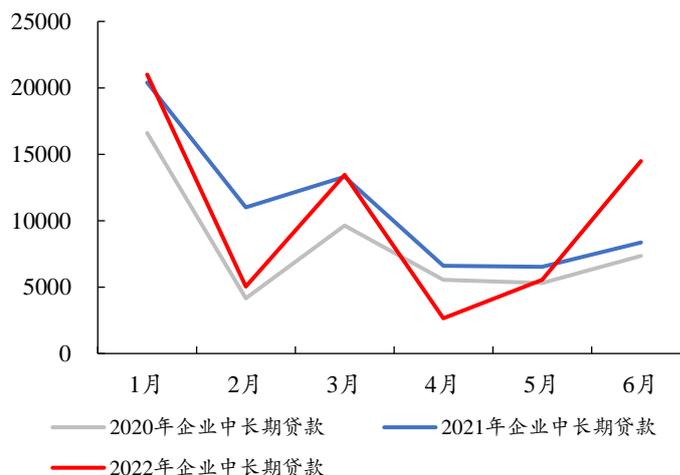
图3：6 月信贷结构各分项均明显回暖（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：企业和居民中长贷之和超季节性上涨（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：企业中长贷超季节性上涨（亿元）


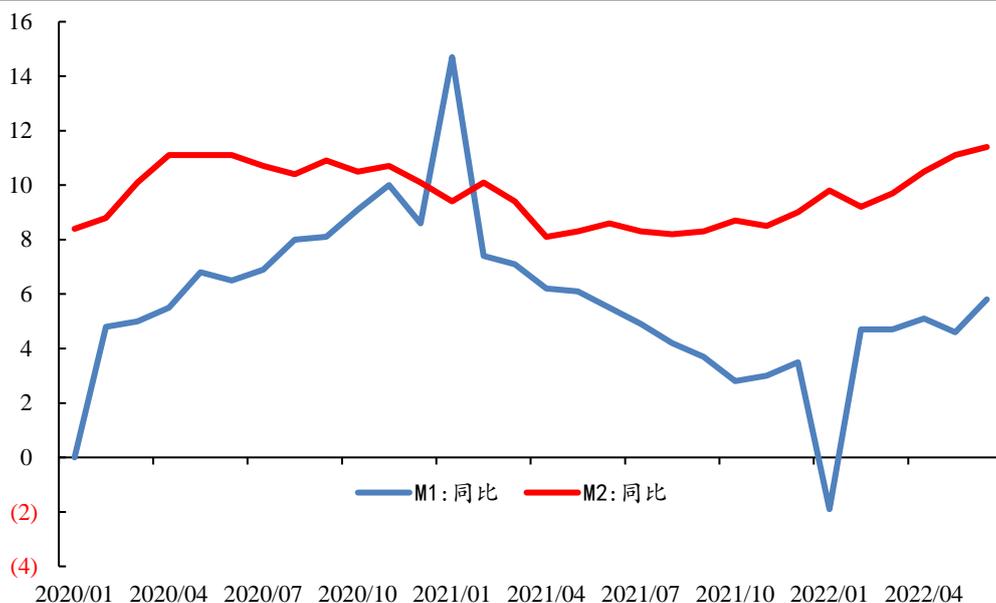
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、M1 增长强劲，M1 与 M2 剪刀差负向收窄

6月M1同比增长5.8%，较上月上涨1.2%，M1大幅明显。6月房地产市场回暖，房地产销售较1-5月大幅走高，同时6月国内已基本走出疫情影响，高流动性资金的需求转高，因此M1较上月出现反弹。

M2增长趋势延续，同比增长11.4%，较上月提高0.3%，增速环比略有放缓。我们认为，与上月情况类似，6月M2高增速主要由居民高储蓄、积极的货币和财政政策协调联动等因素共同推动。6月住户存款增加24739亿元，较上月多增17346亿元，居民储蓄规模环比进一步大幅增加，储蓄率持续攀升，同时，6月资金面持续宽松，财政政策也在不断加码发力。因此，多因素推动导致M2维持高位。

值得注意的是，5月M1与M2的剪刀差显著收窄，实体经济活化率边际修复，随着疫情防控措施的不断优化以及稳增长政策的发力，下半年预期M1与M2的剪刀差仍有进一步收窄的空间。

图6：6月M1与M2剪刀差负向收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、宽信用显著修复，稳增长政策效果显现

总体而言，6月疫情的影响逐渐消散，国内经济生活已经基本恢复正常，回到正轨。总量在上月回暖的基础上放量上升，结构也出现明显修复，政府驱动主导的同时，企业端和居民端也在逐步增加融资需求。随着稳增长政策的不断落地发力，效果已经开始显现。6月的金融数据不仅为经历疫情波折的上半年画上了较为圆满的句号，同时也有助于提振市场信心，为下半年经济增长鼓舞士气。

我们认为，经济已经进入到自发式修复的第一阶段，虽然6月金融数据依然以政府端驱动为主，但是企业端和居民端已经出现明显发力。防疫政策的优化调整和下半年稳增长政策如何继续演绎是目前最值得关注的內容，也是2022年稳增长的关键。

在防疫政策优化调整方面，6月27日中央发布了第九版《新型冠状病毒肺炎防控方案》，与第八版相比，第九版将观察期从14天缩短至7天，统一高中低风险地区标准、隔离管控标准，并强调“九不准”，其监督机制执行力度远超预期，可以确保低风险地区之间的充分流动。可以看出，随着国内疫情压力大幅缓解，中央对待疫情的态度已经转为统筹好疫情防控和经济社会发展，努力用最小的代价实现最大的防控效果，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。我们认为，防疫已经进入新阶段，下半年动态清零的平衡点重新转向促进经济，经济增长将放在更高的优先级，同时随着防疫策略的不断优化，下半年疫情对经济出现较大冲击的情况几乎不可能再重现。

稳增长政策方面，上半年在政策组合协调联动下，社融受疫情冲击，虽经历了短时的阵痛，但是整体延续持续回暖趋势。目前而言结构仍在修复，经济仍处于弱复苏阶段，宽信用依然需要政策组合发力支持。我们预计，下半年，货币政策由于受内外部因素制约，将保持稳健、不搞大水漫灌的主基调不变，财政+地产+信用政策将在稳增长中发挥更加重要的作用。货币政策上，央行行长易纲近期表示货币政策将继续从总量上发力，同时也会强调用好支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工

具。因此，下半年央行的主要发力点或将更加精准聚焦，充分发挥结构型政策工具特点；财政政策上，2022年专项债在6月末已经基本发行完毕，后续对经济的拉动效果需进一步观察，留抵退税也已基本完成，下半年财政在收入端发力空间较小，增量财政政策预计将重点在债务工具（如准财政债、提前下达专项债等），和支出工具（如盘活财政存量资金、从第二、三本账调入等）上发力以为稳增长保驾护航。地产政策上，在“房住不炒”的总方针下，目前已有至少170个城市出台了楼市松绑政策，我们预计后续LPR依然有补降的可能性。

随着宽财政+宽信用+宽地产组合的不断加码，我们认为三季度金融数据有可能会迎来持续的复苏，社融总量增速存在进一步上行空间，结构也将持续改善。

对于债券市场而言，宽信用是确定的，而货币政策受海外加息、通胀压力、货币政策空间有限等约束，宽货币空间不断被压缩。我们认为，后续社融和经济将延续回升态势，因此中国债市收益率存在上行压力，我们建议继续保持短久期，不宜低估经济复苏的强度。

6、风险提示

政策变化不及预期，疫情反复。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn