

宽信用兑现、流动性无忧

6月金融数据点评

货币、社融平衡增长，对利率呈中性影响。

- **6月金融数据总量和结构均较为亮眼：**总量层面的大幅同比多增，主要来自于专项债和企业贷款。其中，专项债发行节奏提前，拉动社融在情理之中；而企业贷款除了短期纾困部分外，在地产投资和制造业投资前景不明、预期偏弱的情况下，中长贷的大幅同比多增可能指向基建相关领域。
- **对于利率呈中性影响。**从交易层面，债券市场对于6月金融数据偏强有较充分预期；从预期层面，缩量逆回购之后，资金面仍然维持宽松，单月金融数据改善，尚不足以令市场加深“经济修复、资金收敛”担忧；从实际层面来看，货币活化程度提高指向经济景气提升，但地产修复偏慢仍令货币活化受限，而从社融-M2框架来看，“宽信用”尚未对于债券市场的流动性产生明显的负面影响。
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
 《货币条件率先启动》 20211111
 《降息的宽信用作用——MLF降息点评》 20220117
 《宽信用趋势进一步明确——LPR降息点评》 20220120
 《通胀压力或被平缓消化——3月通胀数据点评》 20220411
 《关注融资结构中介化趋势——5月金融数据点评》 20220613
 《货币财政配合与长债利率》 20220627

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

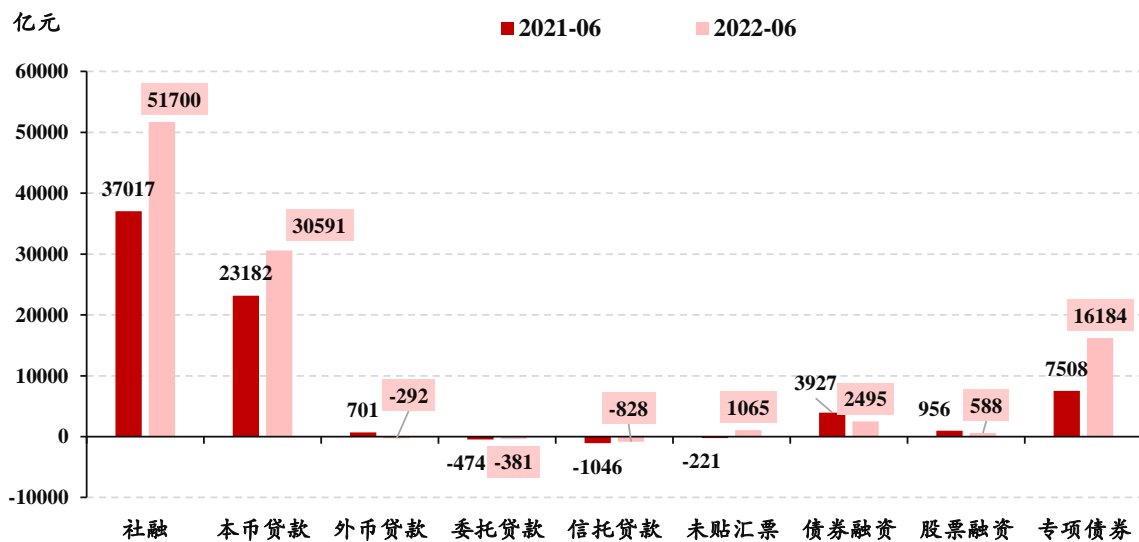
peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

事件：

7月11日，人民银行发布6月金融数据：新增社融5.17万亿元，比上年同期多增1.47万亿元；截至6月末，社融存量增速10.8%（前值10.5%），狭义货币M1增速5.8%（前值4.6%），广义货币M2增速11.4%（前值11.1%）。

图表 1.6月社融显著同比多增，贡献主要来自于信贷和专项债融资



资料来源：万得，中银证券。

点评：

1、总量数据亮眼，结构有所改善。

6月新增社融规模突破5万亿，2020年以来，除历年首月之外（季节因素），仅有2020年3月达到这一水平。总量层面，数据可谓亮眼。

从结构来看，专项债和企业贷款是主要拉动因素。其中专项债同比多增约8500亿元，信贷同比多增约7400亿元。由于政策部署，专项债发行节奏提前，6月创下净融资的历史单月新高，专项债拉动社融情理之中。

企业部门中长贷大幅多增，大概率指向基建投资。6月企业中长贷同比多增超过6000亿、短贷同比多增约4000亿，相较2020年3月，当前的贷款多增，更多来自于中长期贷款。如果说短期贷款更多的和纾困政策相关，在地产投资和制造业投资处于下行趋势、且未见到预期显著改善的情况下，当前的企业中长贷多增可能指向基础设施投资，可能和6月以来政策性银行增加信贷额度、专项债加速发行、以及相关项目的配套融资有关。

居民部门中长贷有所修复，但仍然同比少增。6月高频数据显示的30城地产销售一度快速反弹，超过2021年同期水平；但脉冲式的修复后，势头迅速衰减，近期已经再次低于2021年同期水平，与6月金融数据吻合。本轮地产政策底部已经较为清晰，但是从高频销售数据、投资相关商品数据来看，本轮地产周期，“政策-销售-投资”的每一环节的传导变慢，效果也充满不确定。

2、对于债市影响整体中性

首先，7月以来债券市场对于6月社融数据的预期不断上修，并且出现一定的博弈社融数据后“利空出尽”的倾向。亮眼的数据落地后，债市稍作迟疑，利率便开启下行，背后交易层面的原因可能正在于此。

其次，当前市场更为关心央行的前期缩量逆回购的信号意义和进一步的操作以及资金面变化。考虑到本周央行维持30亿元的操作不变，且资金面仍然维持实际宽松，在此背景下，经济温和复苏的一致预期仍然较为牢固，单独一份的亮眼数据无法动摇市场，让投资者认为经济已经修复至足以令政策快速“正常化”、资金利率迅速向政策利率收敛的程度。

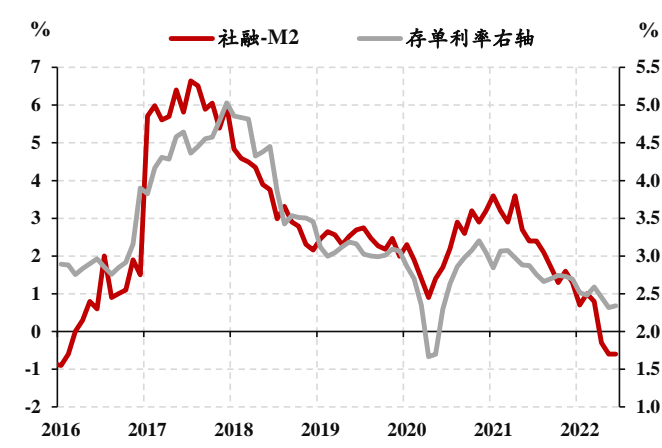
最后，从M1-M2剪刀差来看，货币活化程度有所提高，经济景气度有所修复，但地产部门修复偏慢、债券市场对于经济整体修复的弹性预期不高；从社融-M2增速差来看，金融体系的资产端和负债端增速差仍保持平稳，“宽信用”尚未对于债券市场的流动性产生明显的负面影响。

3、小结

6月金融数据总量和结构均较为亮眼，总量层面的大幅同比多增，主要来自于专项债和企业贷款。其中，专项债发行节奏提前，拉动社融在情理之中；而企业贷款除了短期纾困部分外，在地产投资和制造业投资前景不明、预期偏弱的情况下，中长贷的大幅同比多增可能指向基建相关领域。

从交易层面，债券市场对于6月金融数据偏强有较充分预期；从预期层面，缩量逆回购之后，资金面仍然维持宽松，单月金融数据改善，尚不足以令市场加深“经济修复、资金收敛”担忧；从实际层面来看，货币活化程度提高指向经济景气提升，但地产修复偏慢仍令货币活化受限，而从社融-M2框架来看，“宽信用”尚未对于债券市场的流动性产生明显的负面影响。

图表 2. 社融-M2 增速差维持平稳



资料来源：万得，中银证券。

图表 3. 地产修复偏慢，货币活化受限



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371