

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

固定收益

证券研究报告

固定收益点评报告

社融大超预期 宽信用继续落地

——6月金融数据点评

固定收益分析师:

岳安时

执业证书编号: S1380513070002

联系电话: 010-88300844

邮箱: yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

2022年7月12日

内容提要:

社融新增总量大超预期。6月新增社会融资规模5.17万亿,新增金融机构人民币贷款2.81万亿。整体看,金融数据大幅超出市场预期,社融存量增速反弹至10.8%,为2021年7月以来新高。

社融大超预期的主要原因在于信贷和政府债券的放量。从同比看,6月社融多增1.47万亿,其中政府债券多增8676亿,占社融新增贡献的59%。此外,社融中6月对实体发放信贷3.06万亿,这一规模比去年同期增加了7409亿。6月表外融资三项净减144亿,萎缩幅度近几个月来连续收缩。

新增信贷结构上亦存在改善。6月新增信贷2.81万亿,同比多增6900亿,票据融资规模大幅度回落,本月初新增796亿,其额度被短期贷款替代。企业中长期贷款增长1.45万亿,同比多增6130亿。企业中长期贷款占比环比明显恢复,同比则达到2011年以来历年6月企业中长期贷款占比最高,企业信贷的明显好转应为5月下旬以来信贷支持政策有关。从居民看,短贷和长贷本月均出现明显增长,虽然长贷同比仍然少增近千亿元,但已较4-5月出现明显改观,说明房地产销售情况也在逐步好转。

社融增速四季度或有所回落。6月社融数据的亮眼表现能否持续?从目前债券市场表现看,至少仍然是存在疑问的,综合来看主要有两点:一方面,今年已下达的专项债额度已经基本发完,这意味着后续政府债券发行对社融的支撑将会显著降低;另一方面,信贷的增长主要依靠近期政策推动,而非实体融资需求的全面恢复,未来在房地产、汽车等消费需求上仍然存在反复的可能。我们认为,考虑到上述两点,当前社融增速应该已经接近全年高点区间,未来政府债券发行下滑对社融的影响,大概率通过调增政策性银行8000亿元信贷额度等举措进行一定弥补,基建增速下半年存在持续回升的可能。从这个意义上讲,“宽信用”举措仍然在不断落地中。

目前债市震荡态势仍然未被有效打破,短期仍以静待超跌所带来的交易行情进行波段操作为主。中期看,“宽信用”效果不断落地下,未来利率恐仍存在一定上行压力。

风险提示:疫情超预期变化;全球经济持续恶化;中美关系全面恶化,全球地缘冲突加剧等;国内经济增长超预期回落导致企业违约加速;通胀压力有可能进一步加大,将对货币政策操作空间构成制约;美联储超预期加息对全球债市扰动;全球出现黑天鹅事件等。

1、社融总量大超预期

央行公布的金融数据显示，6月新增社会融资规模5.17万亿，新增金融机构人民币贷款2.81万亿。整体看，金融数据大幅超出市场预期，社融存量增速反弹至10.8%，为2021年7月以来新高。

社融大超预期的主要原因在于信贷和政府债券的放量，从同比看，6月社融多增1.47万亿，其中政府债券多增8676亿，占社融新增贡献的59%。此外，社融中6月对实体发放信贷3.06万亿，这一规模比去年同期增加了7409亿。6月表外融资三项净减144亿，萎缩幅度近几个月来连续收缩，分项看，信托贷款当月减少828亿，降幅较上月有所扩大，但同比少减218亿；未贴现银行承兑汇票增长1065亿，同比多增1286亿。直接融资中6月债券融资增加3083亿，同比少增1800亿。

图 1：6 月新增社融规模情况



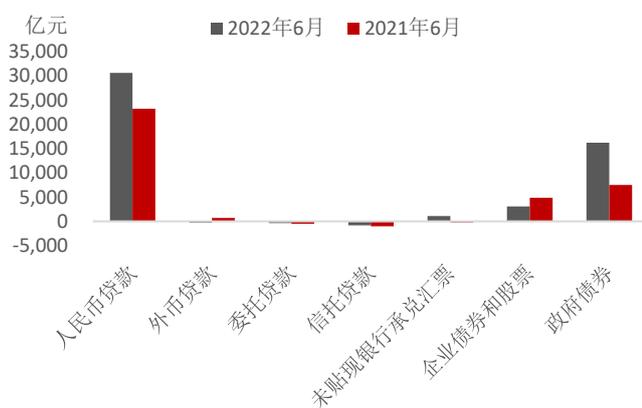
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：表外融资萎缩幅度收窄



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：6 月社融分项新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：社融存量同比继续反弹



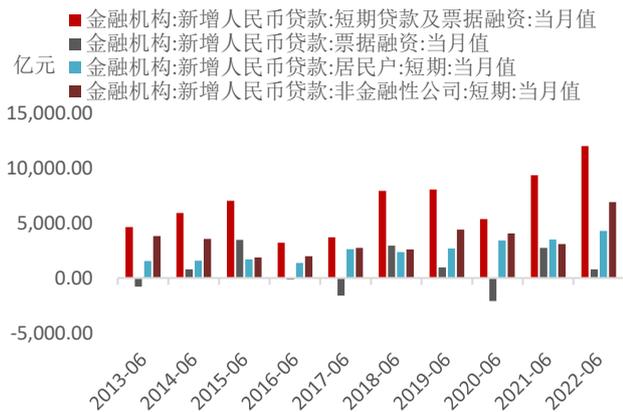
资料来源：Wind，国开证券研究部

政府债券方面，截至6月末，新增地方专项债发行规模约3.4万亿，占全年已下达新增专项额度3.45万亿的99%，顺利完成国务院“专项债在6月底前基本发行完

毕”的要求。其中，6月新增专项债发行约1.37万亿元，创近年单月新高。进入7月，地方债发行规模较6月已经明显下降，考虑到国务院要求8月底前将已发专项债基本使用完毕，财政支出速度或将明显增加。

从新增信贷看，不仅总量增加明显，结构上也出现改善。6月新增信贷2.81万亿，同比多增6900亿，票据融资规模大幅度回落，本月仅新增796亿，其额度被短期贷款替代。企业中长期贷款增长1.45万亿，同比多增6130亿。企业中长期贷款占比环比明显恢复，同比则达到2011年以来历年6月企业中长期贷款占比最高，企业信贷的明显好转应为5月下旬以来信贷支持政策有关。从居民看，短贷和长贷本月均出现明显增长，虽然长贷同比仍然少增近千亿，但已较4-5月出现明显改观，说明房地产销售情况也在逐步好转。

图 5：历年 6 月新增短期贷款及票据融资情况



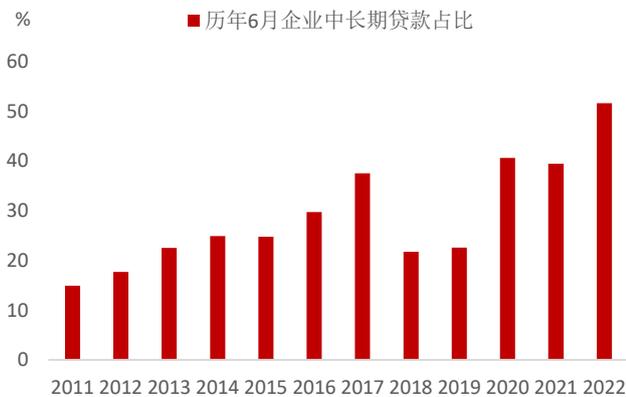
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 6：历年 6 月新增中长期贷款情况



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 7：历年 6 月企业中长期贷款占比



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 8：企业中长期贷款占比维持高位



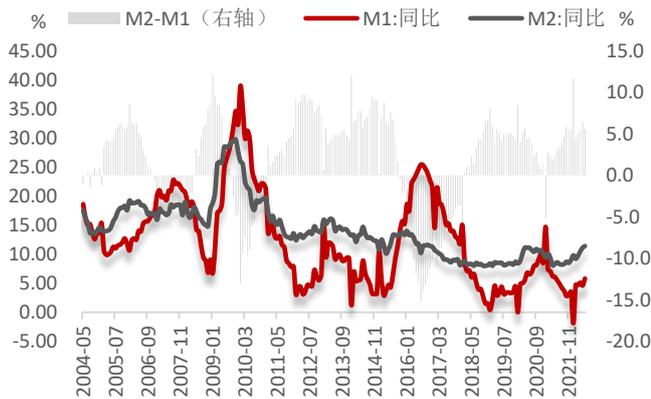
资料来源：Wind，国开证券研究部

2、M2 小幅回升

6月M2回升0.3个百分点至11.4%，M1上升1.2个百分点至5.8%，M2与M1的剪刀差较5月收窄，货币活化程度在提升，指向经济恢复良好。

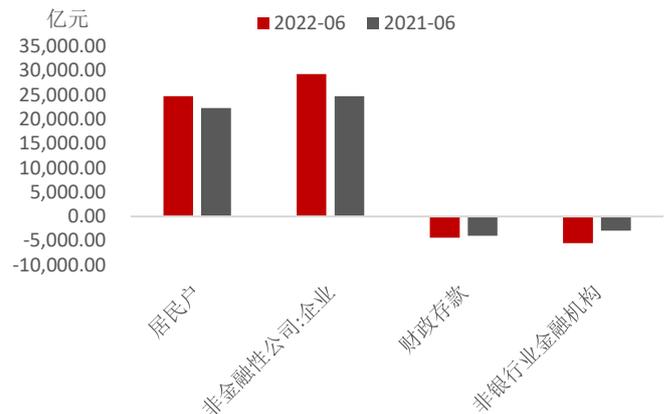
存款数据中，由于信贷投放的大幅增长，居民户和企业存款同比均有所增加；财政存款减少4367亿，减少幅度基本处于2017年以来单月财政存款变动均值范围内；非银存款减少5515亿，同比多减2617亿。

图 9：6 月 M2 小幅回升



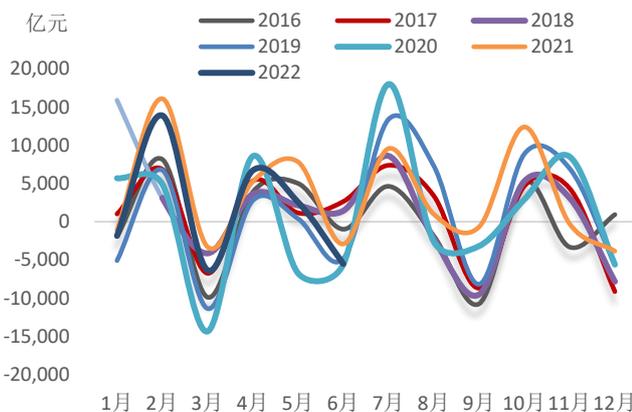
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 10：6 月新增存款分项



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 11：非银存款具有较强的季节性



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 12：历年 6 月财政存款变动



资料来源：Wind，国开证券研究部

3、总体观点

总结看，6月社融数据存在如下亮点：

一是信贷总量在近期政策推动下大幅增长，显示“宽信用”成效显著；二是信贷

结构同样出现改善，企业和居民中长期贷款结构同时优化，指向实体需求在疫情得到有效控制后确实出现了回暖；三是M1与M2的剪刀差进一步收窄，说明货币活化程度仍在提升，这与实体改善的方向相一致。

向后看，6月社融数据的亮眼表现能否持续？从目前债券市场表现看，至少仍然是存在疑问的，综合来看主要有两点：一方面，今年已下达的专项债额度已经基本发完，这意味着后续政府债券发行对社融的支撑将会显著降低；另一方面，信贷的增长主要依靠近期政策推动，而非实体融资需求的全面恢复，未来在房地产、汽车等消费需求上仍然存在反复的可能。

我们认为，考虑到上述两点，当前社融增速应该已经接近全年高点区间，未来政府债券发行下滑对社融的影响，大概率通过调增政策性银行8000亿元信贷额度等举措进行一定弥补，基建增速下半年存在持续回升的可能。从这个意义上讲，“宽信用”举措仍然在不断落地中。

目前债市震荡态势仍然未被有效打破，短期仍应以静待超跌所带来的交易行情进行波段操作为主。中期看，“宽信用”效果不断落地下，未来利率恐仍存在一定上行压力。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究部，10年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层