

社融超预期 结构有所好转

2022年6月金融数据点评

核心内容：

- **社融融资继续上行** 6月份社融总体数量上行，主要是贷款上升和政府债券发行放量带来的，影子银行平稳、也给社会融资总量带来积极的影响。6月份社融增速回升，货币政策总基调继续宽松。2022年1-6月份累计新增社融增速18.4%，比上月上行4.9个百分点，新增贷款增速4.9%，比上月增加4.4个百分点。
- **社融结构有所好转** 整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。6月份新增贷款规模上行，主要是银行信贷和政府债券发行带来的，而委托、信托、银行承兑汇票增速改善，企业债券融资平稳。银行的信贷结构稍有改善，长期信贷占比上行。
- **中长期贷款弱势回升** 2022年6月份新增信贷增速回升，居民信贷恢复，企业贷款短期贷款增速下行，长期贷款增速回升。新冠疫情影响房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然小幅负增长，6月份居民长贷恢复至4166亿元，处于相对正常的水平。企业贷款结构稍有改善，企业中长期贷款上行，说明：（1）稳增长措施下企业借贷难度减弱；（2）房地产限制措施稍有放开。也要继续观察7月份信贷的延续性。
- **政府债券发行完毕，未来社融需要持续观察** 政府债券前置，发放速度加快。6月份政府债券融资额达到1.61万亿。政府发债时间的前置使得政府债券融资额已经超过2020年相当，6月份政府融资趋于结束。6月份社融超预期上行也是政府债券大幅增长带来的。6月份社会融资爆发后是否能延续至7月份，仍然需要观察。
- **社融和M2匹配度仍然显示宽松需持续** 6月份央行货币操作平稳，M2缓慢上行，M2回升是居民存款上升的结果，同时政府债券发行上升，金融机构购买债券推动了M2上行。6月份M1显示企业资金状况稍有改变，预计宽信贷以及留抵退税下M1会持续上行。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和M2的比例本月稍有回升，说明金融相对于实体经济状况有所好转。
- **宽信用继续，货币政策处于观察期** 2021年6月份商业银行和财政积极完成预定任务，带来了社融的超预期。我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至3季度，而根据政策效果可能延续至10月份。鉴于美国现阶段处于加息周期，2季度的货币政策仍然带有考量，政策的持续推进需要时间，但是可以看到鉴于经济的低迷，超预期的政策才能奏效。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，鉴于新冠疫情仍然处于不确定的状态，同时高频数据并没有快速好转，后续预计宽松政策持续。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

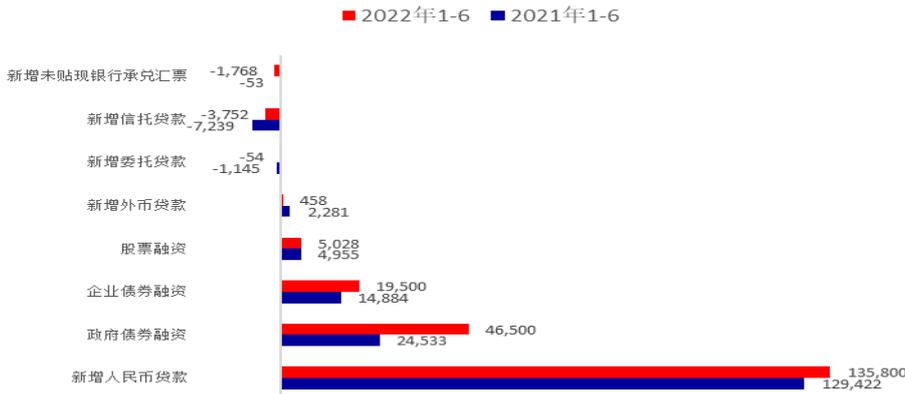
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

一、社会融资继续上行

2022年6月份社会融资规模5.17万亿，预期4.2万亿，同比增加1.46万亿。6月份新增贷款2.81亿，预期2.4万亿，同比增加7409亿元。6月份社融增速上行，影子银行平稳，政府债券发行放量。

图1：1-6月份社会融资总量（亿）



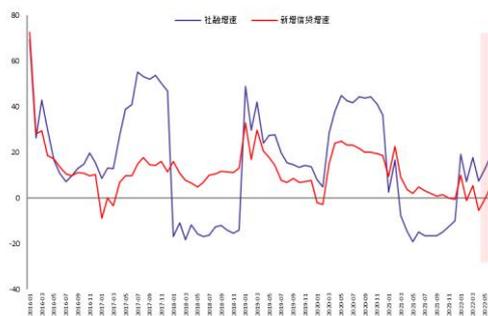
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1-6月份社融增长的主要原因在于人民币贷款、政府债券、企业债券融资的上行，同时信托贷款的下降减弱。1-6月份社会融资总额21.0万亿，比去年同期上行18%，新增信贷13.5万亿，同比上行4.9%。1-6月份政府债券融资达到4.65万亿，同比增长89%；企业债券融资1.95万亿。

6月份社融总体数量上行，主要是贷款上升和政府债券发行放量带来的，影子银行平稳、也给社会融资总量带来积极的影响。6月份社融增速回升，货币政策总基调继续宽松。2022年1-6月份累计新增社融增速18.4%，比上月上行4.9个百分点，新增贷款增速4.9%，比上月增加4.4个百分点。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。6月份社融总量和结构均有所好转，居民中长期贷款和企业中长期贷款均有所回升。也要注意，6月份社融超预期上行也是政府债券大幅增长带来的。6月份社会融资爆发后是否能延续至7月份，仍然需要观察。

图2：社融增速上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3：社融各部门变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

首先，表内贷款上行，略超市场预期，居民和企业贷款环比弱势回升，贷款结构改善。6月份银行信贷2.81万亿，同比增长7409亿元。其中，票据融资796亿元，居民户融资8448亿元，企业贷款21,403亿元。信贷结构有所改善，6月份票据融资回落，居民中长期贷款和企业中长期贷款同比回升。

其次，政府债券前置，发放速度加快。6月份政府债券融资额达到1.61万亿。政府发债时间的前置使得政府债券融资额已经超过2020年相当，6月份政府融资趋于结束。

最后，影子银行继续回升，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比仍然负增长，但回落速度减慢，意味着房地产相关企业信贷在缓慢好转。这是我国金融环境放松的重要指标，意味着边际放松房地产金融，也意味着信用的真正好转。银行承兑汇票在6月份回到正增长，企业经济活动逐步恢复。6月份影子银行融资-144亿元，同比增速大幅上行。

6月份新增贷款规模上行，主要是银行信贷和政府债券发行带来的，而委托、信托、银行承兑汇票增速改善，企业债券融资平稳。银行的信贷结构稍有改善，长期信贷占比上行。从金融数据来看，商业银行和财政为了达成稳增长目的进行努力，下游需求弱势恢复。仍然要注意到，信贷的修复可能仍然较为弱势，这种弱势主要表现在：(1)居民长期贷款在各地政府鼓励房地产消费的情况下仅恢复至正常水平；(2)企业和居民收入下降后，对未来收入增长缺乏足够的信心，从而使得负债消费动力匮乏；(3)房地产信贷限制虽然在改善，但速度较慢，房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行，预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

鉴于央行对经济增长的支持，2022年全年新增社融约34.5万亿，即社融存量同比增速约在10.9%左右，那么新增社融全年增速约在11.0%左右。

图4：中票与国债信用利差(%)

图5：影子银行贷款增速平稳(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、企业短贷持续爆发，居民仍然稍弱

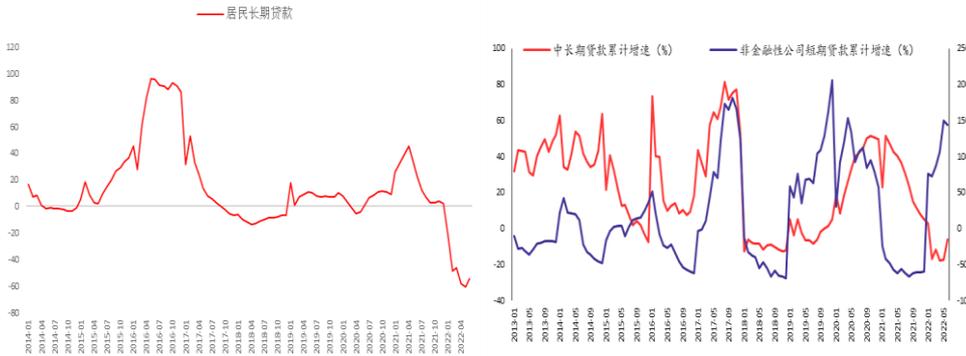
2022年6月份新增信贷增速回升，居民信贷恢复，企业贷款短期贷款增速下行，长期贷款增速回升。新冠疫情对房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然小幅负增长，6月份居民长贷恢复至4166亿元，处于相对正常的水平。企业贷款结构稍有改善，企业中长期贷款上行，说明：(1)稳增长措施下企业借贷难度减弱；(2)房地产限制措施稍有放开。也要继续观察7月份信贷的延续性。

从居民信贷来看，6月份居民长贷新增4166亿元，居民长贷恢复至正常水平，仍然小幅低于去年同期水平。6月份居民长短贷增速下滑幅度减弱，但短期贷款和长期贷款增速均处于负增长，居民消费整体仍然弱势。1-6月份居民贷款增速-54.5%，其中长期贷款-54.5%，短期贷款-46.1%。

从企业信贷来看，6月份企业中长期贷款增速回升，短贷增速下滑。6月份企业贷款增速51.6%，其中长期贷款73.2%，短期贷款123.4%。央行对于实体经济、中小微企业以及碳改革企业的信贷都较为支持，宽松的金融环境已经形成。企业长贷恢复是稳增长措施的结果，预计长期贷款可能会继续恢复，而7月份的信贷数据更为重要，这是检验政策效果和宽货币措施的重要指标。

图6：居民长期贷款稍有回升(%)

图7：企业贷款回升(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、社融和 M2 匹配度显示宽松需持续

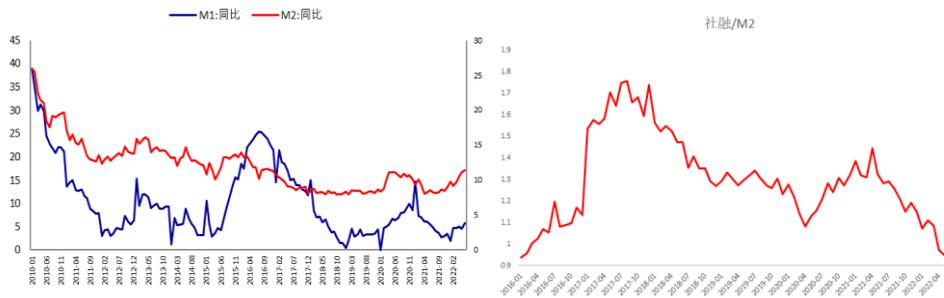
6 月份央行货币操作平稳, M1 和 M2 增速继续回升。M1 显示企业资金紧张程度, 6 月份企业资金小幅回升。存款在 6 月份快速上行带动了 M2 走高, M2 新增 5.4 万亿, 其中居民和企业存款增加 5.4 万亿。6 月份 M1 增速为 5.8%, 比上月上行 1.2 个百分点, M2 增速 11.4%, 比上个月上行 0.3 个百分点。

M2 缓慢上行, M2 回升是居民存款上升的结果, 同时政府债券发行上升, 金融机构购买债券推动了 M2 上行。6 月份 M1 显示企业资金状况稍有改变, 预计宽信贷以及留抵退税下 M1 会持续上行。

我国央行货币操作调整口径已经明确, 宽信用和宽货币是政策的选择, 宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和 M2 的比例本月稍有回升, 说明金融相对于实体经济状况有所好转。

图 8: M1、M2 增速回升 (%)

图 9: 社融/M2 回落 (%)



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、宽信用继续, 货币政策处于观察期

2021 年 6 月份商业银行和财政积极完成预定任务, 带来了社融的超预期。货币宽松政策已经在持续进行。5 月 20 日央行下调了 5 年期 LPR 利率 15bps, 着力引导长期资金利率下行。4 月 25 日下调存款准备金率 25bps。4 月 29 日中央政治局会议继续强调稳增长的重要性, 而稳增长需要货币政策财政政策相配合, 同时需求政策层进一步的调整。

我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 3 季度, 而根据政策效果可能延续至 10 月份。鉴于美国现阶段处于加息周期, 2 季度的货币政策仍然带有考量, 政策的持续推进需要时间, 但是可以看到鉴于经济的低迷, 超预期的政策才能奏效。

现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，鉴于新冠疫情仍然处于不确定的状态，同时高频数据并没有快速好转，后续预计宽松政策持续。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn