

## 总量结构超预期改善

### ——2022 年 6 月金融数据点评

6 月我国新增社融 5.17 万亿（预期 4.65 万亿），新增人民币贷款 2.81 万亿（预期 2.44 万亿），M2 同比增长 11.4%（预期 10.8%），均明显高于市场预期和去年同期水平。

#### 一、信贷：总量提升，结构改善

6 月新增信贷明显走强，大幅高于市场预期。新增人民币贷款同比多增 6,900 亿，其中中长期贷款同比多增 5,141 亿。信贷结构明显改善，中长贷替代短期贷发挥支撑性作用，企业部门总体优于居民部门。

企业信贷结构优化，中长贷显著多增。6 月非金融企业贷款新增 2.21 万亿，同比多增 7,525 亿，环比多增 6,816 亿。其中中长贷当月新增 1.45 万亿，占比较上月接近翻番至 65.3%；从同比看也扭转了此前连续两月少增的局面，大幅多增 6,130 亿。这指向“宽财政”对于实体特别是基建相关领域融资需求的拉动逐渐显现，以及疫情扰动减弱后经济动能的内生性改善。短贷增加 6,906 亿，同比多增 3,815 亿；表内票据增加 796 亿，同比少增 1,951 亿，较前月大幅回落，票据冲量显著下降。

居民信贷有所修复，但持续性待观察。6 月新增居民贷款 8,482 亿，同比少增 203 亿，虽已连续 8 个月同比负增长，但降幅较前 6 个月大幅收窄。居民短贷增加 4,282 亿，同比多增 782 亿，延续了 5 月以来的正增长。居民中长贷增加 4,167 亿，同比仍然少增 989 亿，但较 5 月少增的 3,379 亿大幅收敛，与 6 月地产销售面积跌幅显著收窄的走势基本吻合。需要注意的是，房地产销售边际回暖一定程度上源于疫情期间积压的购房需求，居民中长贷改善趋势仍待观察。

## 二、社融：政府融资与信贷拉动

6 月新增社融创下同期历史新高，推升存量同比增速进一步上升 **0.3pct** 至 **10.8%**。新增社融同比多增 1.47 万亿，环比多增 2.38 万亿。从贡献度看，社融同比增长主要来自于政府融资（贡献 **59.1%**）和信贷（贡献 **50.4%**），其次是非标（贡献 **10.9%**）；企业直融构成主要拖累（贡献 **-12.2%**）。

一是政府融资冲刺。在财政部要求专项债 6 月底前基本发行完毕，8 月底前基本投放完毕的要求下，6 月新增政府债融资环比增加 5,602 亿至 1.62 万亿，同比增加 8,676 亿。考虑到去年“财政后置”带来的基数效应，预计 8 月起政府融资对社融的支撑作用可能转负。

二是非标融资收缩幅度继续收敛。非标当月融资仅减少 144 亿，同比少减 1,597 亿，环比少减 1,675 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 1,065 亿，同比多增 1,286 亿；信托贷款-828 亿，同比少减 218 亿；委托贷款-381 亿，同比少减 93 亿。信托和委托贷款同比降幅收敛，指向非标压降力度持续缓和。

三是企业债券融资同比放缓。企业直接融资 3,083 亿，环比显著修复（增加 2,899 亿），但在基数作用下同比少增 1,800 亿。其中企业债券新增融资 2,495 亿，同比少增 1,432 亿，部分反映了充足信贷供给对企业发债的替代作用；企业股权融资新增 588 亿，同比少增 368 亿。

## 三、货币：广义流动性缺口延续

6 月 M2 同比增速较上月进一步上行 **0.3pct** 至 **11.4%**，主要受财政支出和信贷投放加速推动。财政存款在传统支出大月减少 4,367 亿，降幅边际扩张 365 亿，但考虑到当月政府融资大幅提升，财政支出强度事

实上大幅上升。企业存款增加 2.93 万亿，同比增加 4,588 亿，一方面受到企业留抵退税和减税降费等政策支持，另一方面可能与银行加大信贷投放力度有关。居民存款增加 2.47 万亿，同比增加 2,411 亿，增幅边际放缓，与居民贷款回暖共同指向居民信心边际修复。M1 同比增速大幅跳升 1.2pct 至 5.8%，或与地产销售和企业扩产预期边际修复有关。M2-M1 增速剪刀差回落 0.9pct 至 5.6%，表明定期存款增长速度低于货期存款与现金，与 6 月 PMI 回暖共同指向经济活力上行。同时，社融-M2 增速剪刀差维持-0.6%不变，指向银行仍然面临“资产荒”的压力。

#### 四、债市影响：收益率仍维持低位波动

6 月社融数据发布后，债券收益率不升反降，10 年期国债活跃券和国开债活跃券分别下行 1BP 左右至 2.82%和 3.07%，并未因信贷数据好于预期而出现明显上调。主要原因有以下几个方面：

**第一，债券收益率在数据发布前已出现一轮调整。**由于稳增长措施不断落地，地方政府债券于 6 月放量发行，市场对于社融和信贷数据企稳回升已有充分预期。6 月初至今，10 年期国债收益率已从 2.76%逐渐上行至 2.84%，触及年内偏高水平。数据发布因此并未对利率中枢造成进一步的影响。

**第二，资金面维持宽松导致收益率难以趋势性上行。**除 6 月最后一日收益率出现明显上行外，其余时间银行间流动性均保持充裕，6 月货币市场隔夜和 7 天利率中枢分别为 1.44%和 1.72%，较 5 月货币市场中枢仅上行 8-9bp；7 月上旬，隔夜利率中枢则下降至 1.2%附近。在经济基本面尚无持续性改善的情况下，市场对于流动性保持合理充裕仍有信心，收益率难以显著上行。

**第三，市场仍在观察数据好转的可持续性。**尽管 6 月基本面数据如

期触底回升，但市场对下半年经济修复速度和幅度仍然存疑。后续市场将密切关注疫情、财政、房地产等重点领域的变化，若数据并未持续好转，收益率或延续低位震荡。

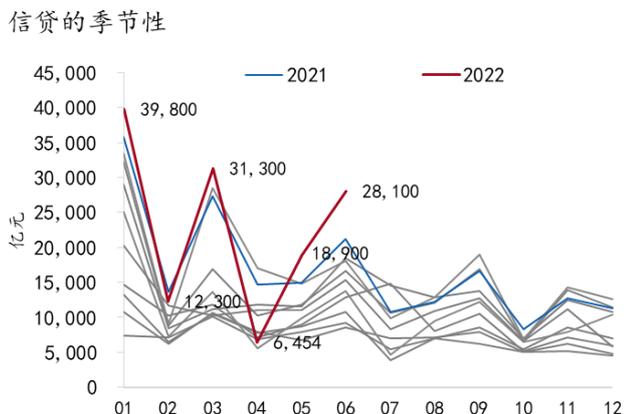
## 五、前瞻：“宽信用”进展仍需观察

总体而言，6月金融数据在疫情缓和、政策引导和预期改善三重利好因素下，总量结构均表现亮眼。社融和信贷总量双双创下历史同期新高，以中长贷为代表的信贷结构出现积极改善，指向市场主体有效融资需求回暖。

前瞻地看，“宽信用”仍将是下半年宏观政策的重心所在。一方面，“稳增长”政策持续发力和经济内生动能持续改善有助于对“宽信用”形成支撑。另一方面，未来疫情、房地产以及政府融资错位对社融增长的影响仍然有待进一步观察。

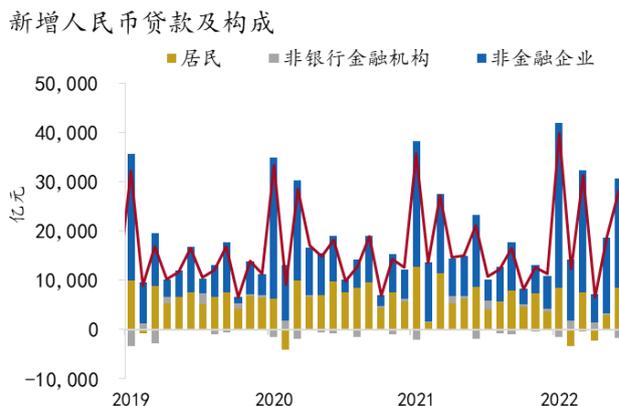
(评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 张巧栩)

图 1：6 月信贷增量创历史同期新高



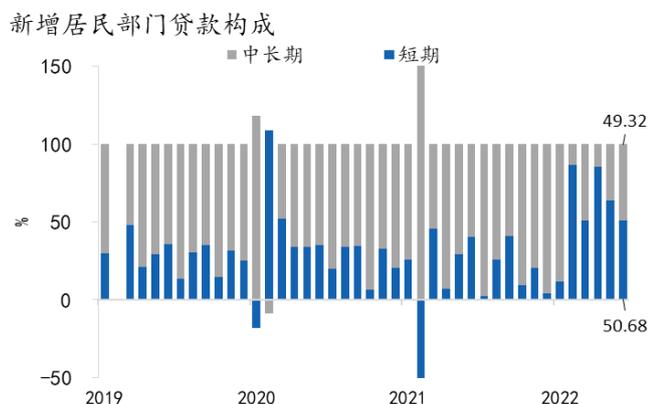
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 6 月社融超季节性增长



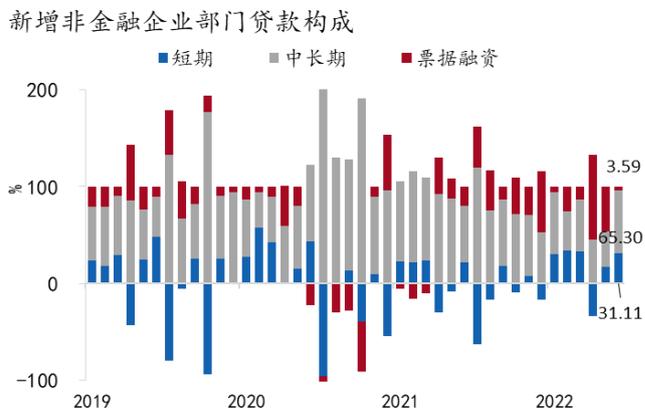
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 7: 6 月 M2-M1 剪刀差边际收敛



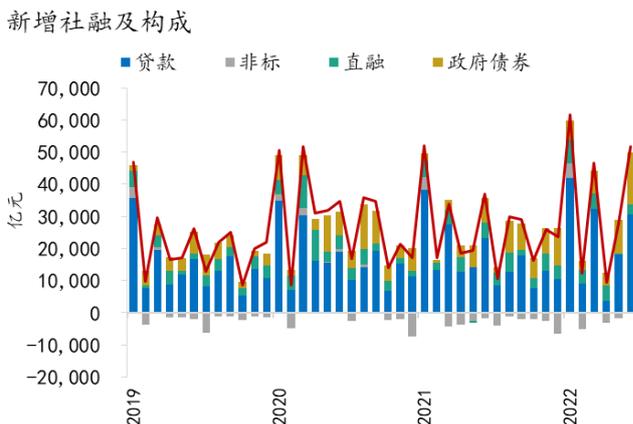
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



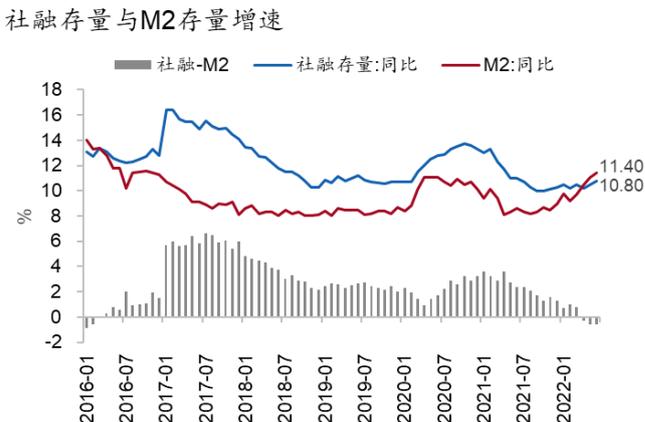
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 6: 新增社融及构成



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 8: 社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源: WIND、招商银行研究院