

宏观快评 | 2022年7月11日

研究部

杨一凡

yfyang@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- **数据：**中国人民银行公布：6月新增人民币贷款2.81万亿元，同比多增6867亿元；6月社融增量为5.17万亿元，比上年同期多1.47亿元。截至6月末，社融存量同比增长10.8%，M2同比增长11.4%。
- **总量上看，信贷远超预期和季节性表现。从结构上来看，居民和企业中长期贷款不同程度好转，票据融资“反转”。**本月信贷存在五个特征：1)从总量上来看，银行经营效率在6月得到好转，部分贷款出现补偿性的回升；2)6月制造业PMI重新回升到扩张区间，带动本月企业中长期贷款超预期回升，企业中长期贷款占比回升至51.6%；3)居民中长期贷款有所改善。30大中城市房地产成交面积同比跌幅收窄，为-13.4%，好于前值的-48.0%，且环比也出现明显上涨，其中受疫情好转，部分刚需需求释放，一线城市商品房成交面积环比上升123.2%；4)随着618营销和汽车减税补贴等支撑下，居民短贷也上行加速；5)票据转贴利率出现了明显回升，导致票据融资成为本月拖累项。
- **从总量上来看，社融超预期和季节性表现。从结构来看，人民币贷款、未贴现银行承兑汇票和政府债券为主要支撑。社融结构变化有三点含义：第一，**由于今年要求3.65万亿用于项目建设的专项债在6月底前基本发行完毕，带动政府债券当月发行节奏显著加速。**第二，**企业复工复产推动企业融资需求有所回暖，但由于去年同期高基数，企业债净融资较去年少增，对本月社融形成拖累。**第三，**人民币贷款和未贴现银行信贷大幅回升，意味实体信贷需求有所修复。
- **M2和M1增速均有所回升。从结构上看，**居民住户和非金融企业存款同比少减，财政性存款同比少增。M2-M1之差从5月的-6.5%收窄至-5.6%，说明在信用供给支撑和疫情好转下，货币在实体中的流通速度上行。
- **我们认为本月金融数据有以下四点含义：第一，本月总量超预期。**一方面在今年有效需求不足背景下，政策从4月中下旬以来政策的发力，效果逐步显现。另一方面，6月上海市基本上全面复工复产，长三角区域信贷量占全国20%左右，上海及其周边城市正常运行能够带动部分新增信贷。**第二，结构也出现好转。**上海票据交易所的纸电合计票据贴现额较5月出现回落，数据显示5月均值为837亿元，6月为500亿元不到，票据融资端对信贷的影响边际走弱。但是企业和居民中长期贷款同比有所改善，推动信贷读数回升。**第三，社融的高点可能在今年3季度，信贷结构将继续改善。**新增专项债力争在8月底前基本使用完毕，预计7-8月份的社融增速有望进一步抬升，但是后续若疫情反复有限，基本面回升方向确定，叠加去年基数回升，社融进一步上行空间有限。**第四，从货币政策和流动性来看，**7月4号央行降低逆回购操作量至30亿元，一方面说明流动性较为充裕，另一方面也释放了上半年以来宽货币对宽信用的效果初现。往后看，疫情和海外经济前景仍存不确定性，货币政策不会贸然转向，但是在全球通胀上行下，降息概率回落，降准和结构性政策加码可能性较高。



目录

一、信贷远超预期和季节性表现	3
二、社融超预期和季节性表现	4
三、M2 和 M1 增速均有所回升	5
四、结构总量双双改善	5

图表目录

图表 1：6 月信贷远超预期（亿元）	3
图表 2：6 月新增人民币贷款结构好转（亿元）	3
图表 3：累计新增居民中长期贷款下行	4
图表 4：6 月企业中长期贷款占比回升（%）	4
图表 5：6 月新增社融显著回升（亿元）	4
图表 6：6 月新增社融分项表现	4
图表 7：M2 和 M1 增速均有所回升	5
图表 8：新增存款结构（亿元）	5

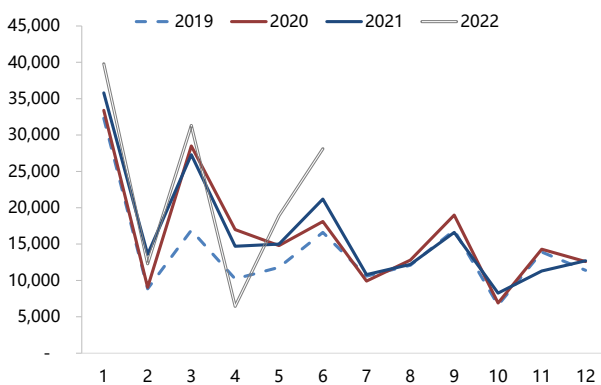
一、信贷远超预期和季节性表现

数据：中国人民银行公布：6月新增人民币贷款2.81万亿元，同比多增6867亿元；6月社融增量为5.17万亿元，比上年同期多1.47亿元。截至6月末，社融存量同比增长10.8%，M2同比增长11.4%。

总量上看，信贷远超季节性表现和预期。6月新增人民币贷款规模远高于近5年均值（1.52万亿元），且显著高于季节性表现。**从结构上来看，居民和企业中长期贷款不同程度好转，票据融资“反转”。**具体来看，居民贷款同比少增203亿，其中居民短期贷款同比多782亿、居民中长期贷款同比少增989亿；企业贷款同比多7525亿，其中票据融资同比少1951亿、企业短期贷款同比多3815亿、企业中长期贷款同比多6130亿；非银金融机构贷款同比多250亿。

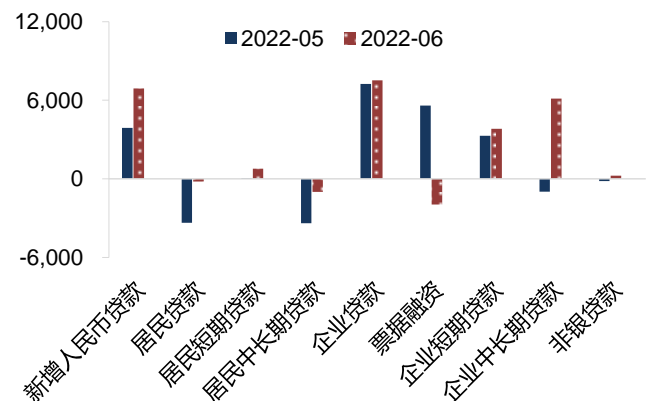
本月信贷存在五个特征：1) 从总量上来看，银行经营效率在6月得到好转，部分贷款出现补偿性的回升；2) 6月制造业PMI重新回升到扩张区间，景气程度有所回升，带动本月企业中长期贷款超预期回升，企业中长期贷款占比回升至51.6%；3) 居民中长期贷款有所改善。30大中城市房地产成交面积同比跌幅收窄，为-13.4%，好于前值的-48.0%，且环比也出现明显上涨，其中受疫情好转，部分刚需需求释放，一线城市商品房成交面积环比上升123.2%；4) 随着618营销和汽车减税补贴等支撑下，居民短贷也上行加速；5) 5月末票据转贴利率出现了明显回升，且这一现象在6月有所持续。数据显示，1年国股银票转贴利率在1.6%左右震荡，导致票据融资成为本月拖累项。

图表 1：6月信贷远超预期（亿元）



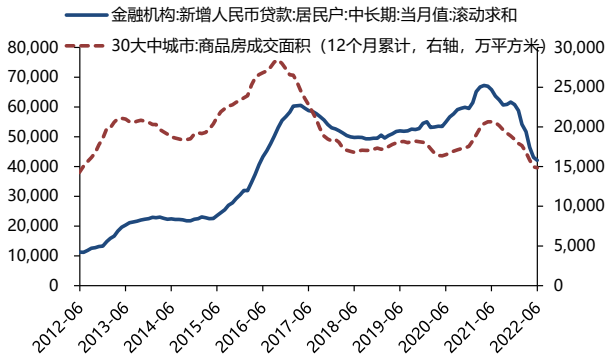
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：6月新增人民币贷款结构好转（亿元）



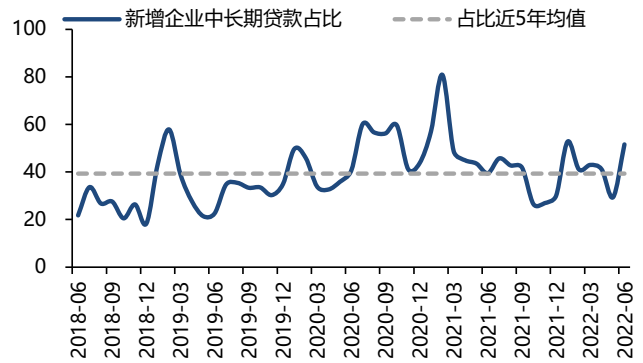
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：累计新增居民中长期贷款下行



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：6月企业中长期贷款占比回升（%）



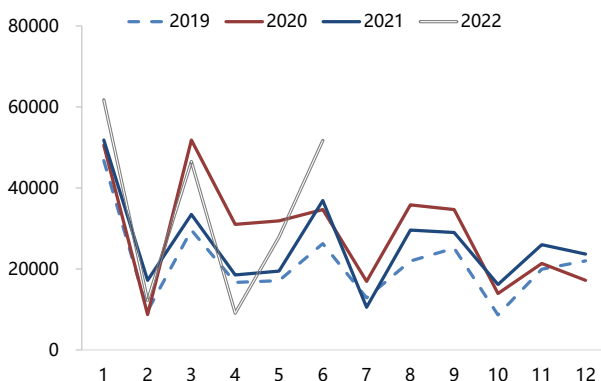
来源：Wind，莫尼塔研究

二、社融超预期和季节性表现

从总量看，新增社融本月远高于预期。6月社融增量为5.17万亿元，比上年同期多1.47亿元，高于近5年的平均值（2.46万亿），且远超季节性表现；6月社融存量同比增速为10.8%，高于前值的10.5%。

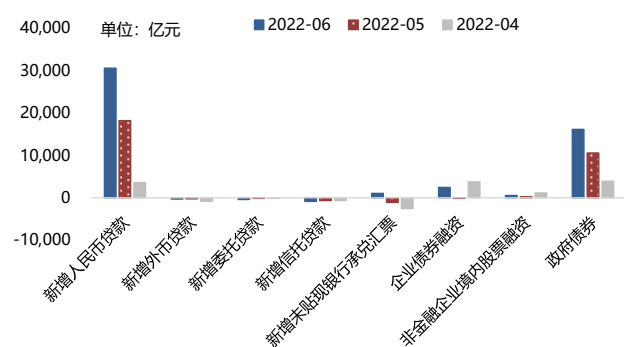
从结构来看，人民币贷款、未贴现银行承兑汇票和政府债券为主要支撑。具体来看，人民币贷款同比多增7409亿，委托贷款同比多93亿，信托贷款同比多218亿，未贴现银行承兑汇票（表外票据）同比多1268亿，企业债券融资同比少1432亿，非金融企业境内股票融资同比少368亿，政府债券同比多8676亿。社融结构变化有三点含义：第一，由于今年要求3.65万亿用于项目建设的专项债在6月底前基本发行完毕，带动政府债券当月发行节奏显著加速，净融资同比多增带动本月社融。第二，企业复工复产推动企业融资需求有所回暖，但由于去年同期高基数原因，企业债净融资较去年少增，对本月社融形成拖累。第三，人民币贷款和未贴现银行信贷大幅回升，意味着需求回暖，实体信贷需求有所修复。

图表 5：6月新增社融显著回升（亿元）



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：6月新增社融分项表现



来源：Wind，莫尼塔研究

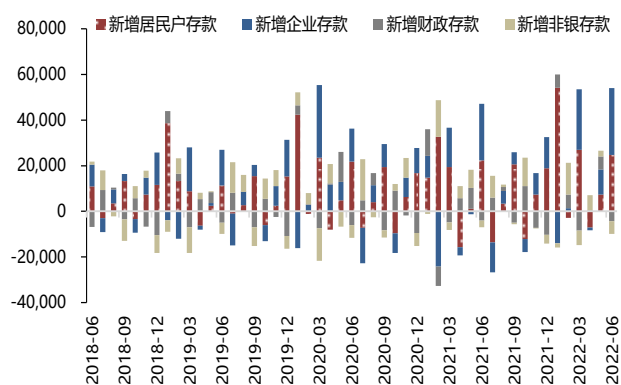
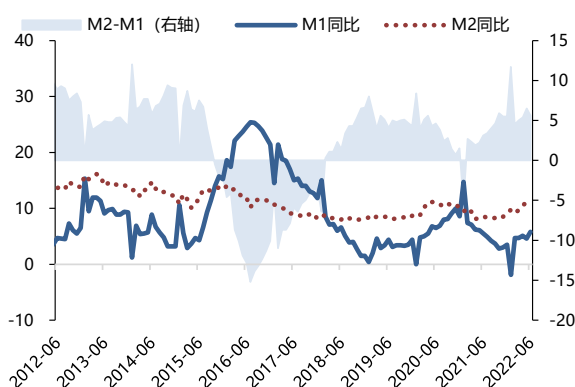
三、M2 和 M1 增速均有所回升

从总量上看，M1 和 M2 余额有所回升，且两者同比增速均有所回升。分类数据显示，M1 余额回升 29292.48 亿元，M2 余额回升 54473.85 亿元；M2 同比为 11.4%，较前值 11.1% 回升 0.3 个百分点；M1 同比为 5.8%，高于前值的 4.6%。

从结构上看，居民住户和非金融企业存款同比少减，财政性存款同比少增。数据显示，6 月份新增人民币存款 48300 亿元，同比多 9700 亿元；其中，居民住户存款同比少减 2411 亿元，非金融企业存款同比少减 4588 亿元，财政性存款同比少增 365 亿元，非银行业金融机构存款同比少 2617 亿元。综合来看，M2-M1 之差从 5 月的 -6.5% 收窄至 -5.6%，说明在信用供给支撑和疫情好转下，货币在实体经济中的流通速度上行。

图表 7：M2 和 M1 增速均有所回升

图表 8：新增存款结构（亿元）



来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

四、结构总量双双改善

我们认为本月金融数据有以下四点含义：**第一，本月总量超预期。**票据利率的回升反应了信贷需求有所回暖。一方面在今年有效需求不足的背景下，政策从 4 月中下旬以来政策的发力，效果逐步显现。另一方面，6 月上海市基本上全面复工复产，长三角区域信贷量占全国 20% 左右，上海及其周边城市正常运行能够带动部分新增信贷。**第二，结构也出现好转。**上海票据交易所的纸电合计票据贴现额较 5 月出现回落，数据显示 5 月均值为 837 亿元，6 月为 500 亿元不到，票据融资端对信贷的影响边际走弱。但是企业和居民中长期贷款同比有所改善，推动信贷读数回升。**第三，社融的高点可能在今年 3 季度，信贷结构将继续改善。**新增专项债力争在 8 月底前基本使用完毕，预计 7-8 月份的社融增速有望进一步抬升，但是后续若疫情反复有限，基本面回升方向确定，叠加去年基数回升，社融进一步上行空间有限。**第四，从货币政策和流动性来看，**7 月 4 号央行降低逆回购操作量至 30 亿元，一方面说明流动性较为充裕，另一方面也释放了上半年以来宽货币对宽信用的效果初现。往后看，疫情和海外经济前景仍存不确定性，货币政策不会贸然转向，但是在全球通胀上行下，降息概率回落，降准和结构性政策加码可能性较高。

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: sales.list@cebm.com.cn