

居民及企业信贷超预期增长

——6月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

社融及信贷双双超出预期。6月社融新增规模明显超出市场预期，同比虽仍为少增，但少增规模有所收窄，主要的正向贡献来源于企业和居民的信贷，主要的拖累项则是政府债券融资规模同比大幅缩量。整体而言，本月社融数据反映出企业和居民部门的融资情况有所改善，经济拐点或已渐行渐近。6月社融同比少增，环比多增则为历史同期的最高值，主要由以下几点所致：**第一，政府发债和企业发债规模变动方向有异。**受去年政府债券发行节奏靠前形成的高基数影响，政府债券融资规模同比少增明显。企业债券环比同比则均为多增。**第二，未贴现银行承兑汇票受到一定基数扰动。**6月末贴现银行承兑汇票同比多减规模进一步扩大，去年同期票据冲量现象有所改善，这带动未贴现银行承兑汇票规模基数走高，继而对同比形成了一定扰动。**第三，新增人民币贷款明显多增。**6月金融机构新增人民币贷款是社融的主要支撑项，一方面，6月季末通常会出现信贷冲量，因而环比会有所多增，但本月环比多增的规模为历史同期最高值，且排除季节性影响之后，去年同期的高基数下同比也有多增，表明季节性效应之外，居民及企业部门融资规模的扩张还受其他因素影响，我们认为政策引导之下需求企稳或是一大驱动。

居民端，中长贷和短期贷款环比及同比均出现多增。短期贷款的多增并不难理解，消费（尤其是服务消费）处于修复进程中且6月大促活动及端午小长假对消费也有短期刺激作用，这在一定程度提升了居民的短期借贷需求。但值得注意的是，居民中长期贷款也出现了较大幅度的上升，这与6月偏弱的商品房销售数据相悖。中长贷规模的扩张受何因素驱动？我们认为可能有以下几种原因：一是除住房贷款以外的中长期消费贷款（如个人汽车贷）的多增；二是经营贷款规模的扩张。住户中长期贷款科目下分为“消费贷款”和“经营贷款”两个子类目，前者占比八成左右，其中个人住房贷款为主要组成部分，考虑到住房贷款与地产景气关联密切且本月住房销售数据还在下探，中长期贷款回暖更有可能来自其余分项的拉动。数据验证来看，6月份汽车销量（减去出口数量）环比上行超12个百分点，居民中期贷款应在增加。同时，居民中长期贷款中经营贷款的比重在近几个月来持续增加，这其中可能有居民借低息经营贷用来置换存量高息贷款的影响，但如果只是贷款置换并不会增加总信贷，所以6月居民信贷总量的超预期增

长仍然传递了较好的信号，即个体户的商业投资行为可能有明显回暖。

企业端，中长贷规模扩张更为明显，也是整体信贷新增规模上行的主要贡献。在稳增长政策引导及部分数据释放乐观信号下，企业对未来预期有所转好，进行中长期投资的意愿增强，这也表明基建和制造业投资受到一定资金支持，上行将有支撑。

M2 增速回落小于市场预期。6月M2同比超出市场预期，高基数影响下较上月持续回落0.3个百分点。存款方面，住户及非金融性企业均为正增，其中居民端存款同比及环比均为多增，财政存款则出现了超季节性的减少，或与本月政府端债券融资规模收缩，以存款保证支出有关，这也反映出本月实体经济受到一定政府部门资金流出的支撑。M1同比增长3.1%，增速同样有所回落，较前值下降1.6个百分点，也受到基数走高的一定影响。M1同比回落幅度大于M2，M1-M2增速差降至-8.2%，表明目前资金活化程度还有待改善。

经济企稳迹象逐渐显现。6月金融数据普遍超出市场预期，信贷增量对社融规模扩张的贡献明显，月季末冲量为重要驱动，此外本月金融数据同样反映出内生性需求的下行空间有限，经济企稳的迹象已逐步显现，这同PMI产需指数边际上行一样释放出一定的积极信号。当然数据中居民中长贷增量弱于短贷、M1与M2同比增速差下行等结构性问题表明目前经济动能依然偏弱，也表明货币政策维持宽松的必要性仍存，再加上通胀同比偏低位，客观上也为政策留出了空间，预计下阶段货币政策还将遵循精准有力原则，与财政政策协调配合以支持社会融资需求的回升。

风险提示：国内稳增长政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 社融及信贷双双超出预期	5
3. M2 增速回落小于市场预期	8
4. 经济企稳迹象逐渐显现	9

图表目录

图表 1: 6 月新增社融明显超出市场预期	5
图表 2: 政府发债为社融同比拖累	6
图表 3: 企业债融资拉动社融环比多增	6
图表 4: 6 月信贷新增规模同样明显超出市场预计	8
图表 5: 居民部门信贷有所改善	8
图表 6: 企业部门中长期贷款持续改善	8
图表 7: 6 月 M2 同比高出市场预期	9

1. 数据

6月社会融资规模新增4.22万亿元，市场预期3万亿元，前值1.56万亿元。

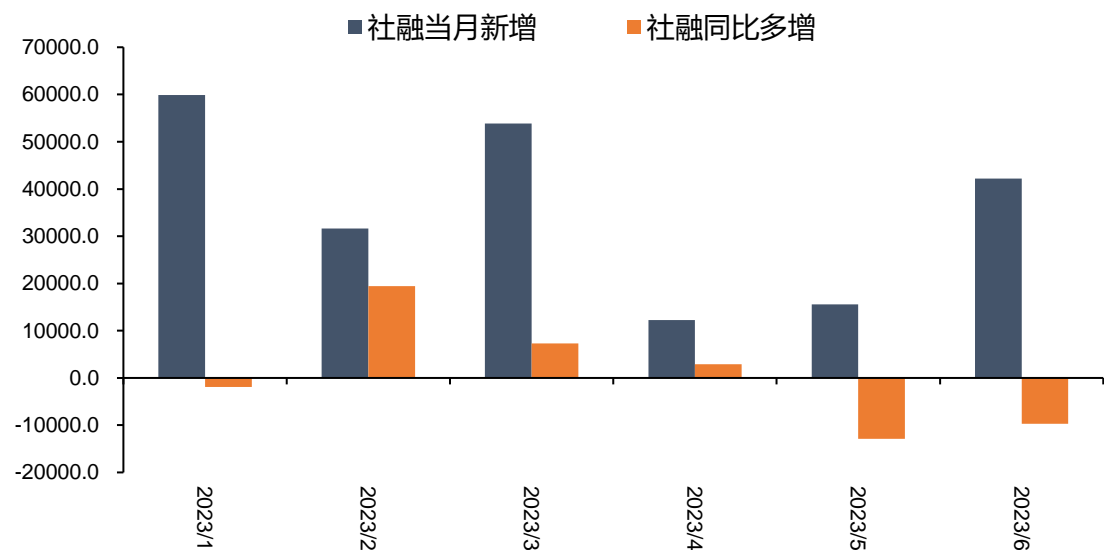
6月人民币贷款新增3.05万亿元，市场预期2.34万亿元，前值1.36万亿元。

6月M2同比增长11.3%，市场预期11.2%，前值11.6%。

2. 社融及信贷双双超出预期

6月社融新增规模明显超出市场预期，环比出现超季节性的多增；同比虽仍为少增，但少增规模有所收窄，主要的正向贡献来源于企业和居民的信贷，主要的拖累项则是政府债券融资规模同比大幅缩量。整体而言，本月社融数据反映出企业和居民部门的融资情况有所改善，经济拐点或已渐行渐近。

图表1：6月新增社融明显超出市场预期

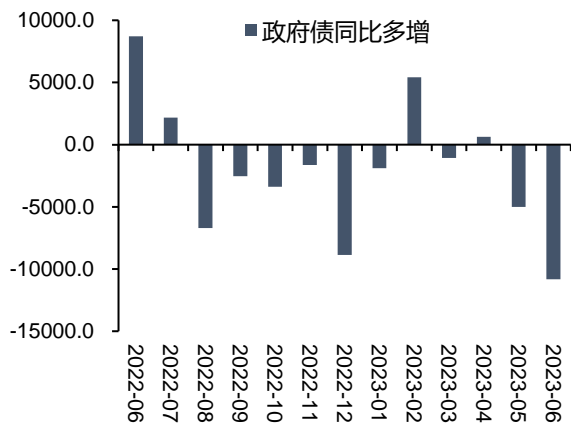


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6月社融同比少增9726亿元，环比则出现季节性上行，多增26644亿元，为历史同期的最高值。环比与同比的明显差异主要由以下几点所致：

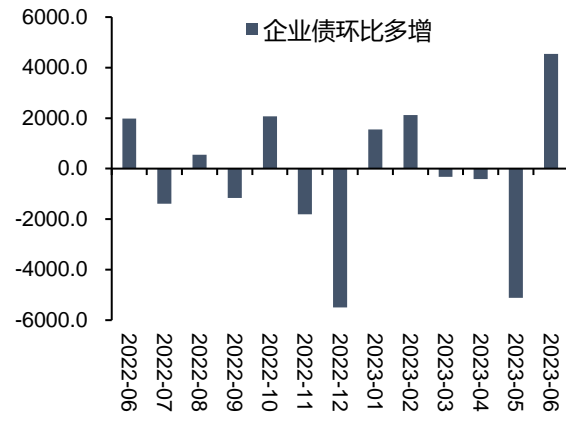
第一，政府发债和企业发债规模变动方向有异。一方面，政府债券融资规模同比、环比均为少增。6月政府债券融资5388亿元，同比少增尤其明显（规模达10828亿元），去年二季度受到“6月底前基本完成新增专项债券发行工作”的影响，存在较强的高基数效应。另一方面，企业债券融资相比去年同期及前值则均为多增。6月企业发债2365亿元，环比出现季节性上行，由净偿还转为净融资，多增4540亿元，同比则多增19亿元。由此，政府部门发债拖累社融新增同比，企业部门发债则拉动社融新增环比。

图表 2: 政府发债为社融同比拖累



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 企业债融资拉动社融环比多增



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

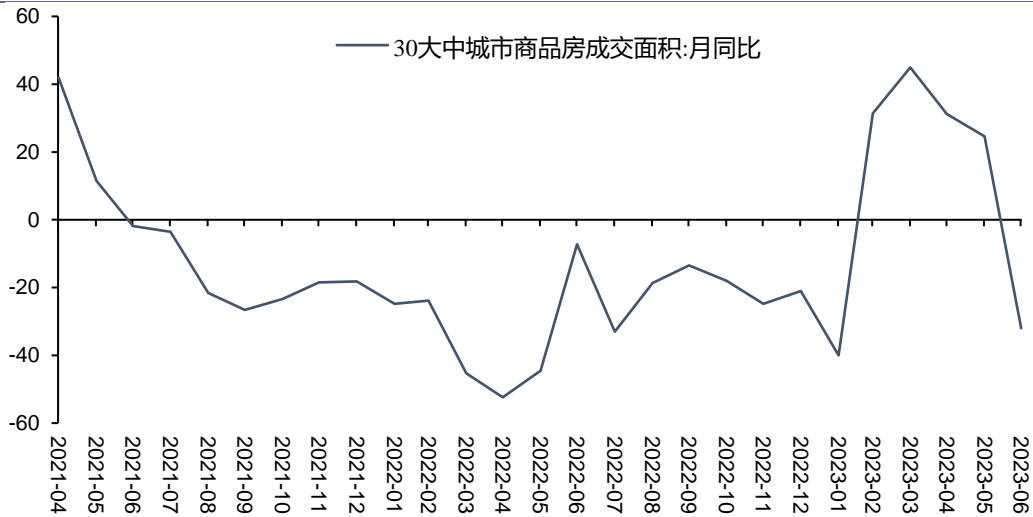
第二, 未贴现银行承兑汇票受到一定基数扰动。6月未贴现银行承兑汇票仍为负增, 但环比少减了1105亿元, 同比多减规模则进一步扩大至1758亿元(上月同比多减729亿元), 去年同期票据冲量现象有所改善, 这带动未贴现银行承兑汇票规模基数走高, 继而对同比形成了一定扰动。

第三, 新增人民币贷款明显多增。6月金融机构新增人民币贷款3.05万亿元, 是本月社融数据的主要支撑项, 与前值相比大幅多增1.69万亿元, 中长贷也明显多增1.12万亿元左右。一方面, 6月季末通常会出现信贷冲量, 因而环比会有所多增, 另一方面本月环比多增的规模为历史同期最高值, 企业和居民部门信贷环比多增亦超季节性, 且排除季节性影响之后, 去年同期的高基数下同比多增规模也有2400亿元, 中长贷同比多增1899.3亿元, 表明季节性效应之外, 居民及企业部门融资规模的扩张还受其他因素影响, 我们认为政策引导之下需求企稳或是一大驱动。

居民端, 6月新增人民币贷款9639亿元, 同比多增1157亿元, 环比多增5967亿元。结构上, 中长贷和短期贷款新增规模均超4500亿元, 且两者环比及同比均出现多增。短期贷款的多增并不难理解, 消费(尤其是服务消费)处于修复进程中且6月大促活动及端午小长假对消费也有短期刺激作用, 这在一定程度提升了居民的短期借贷需求。

值得注意的是, 居民中长期贷款也出现了较大幅度的上升, 这与6月偏弱的商品房销售数据相悖。

图表 4: 6 月商品房销售数据走弱

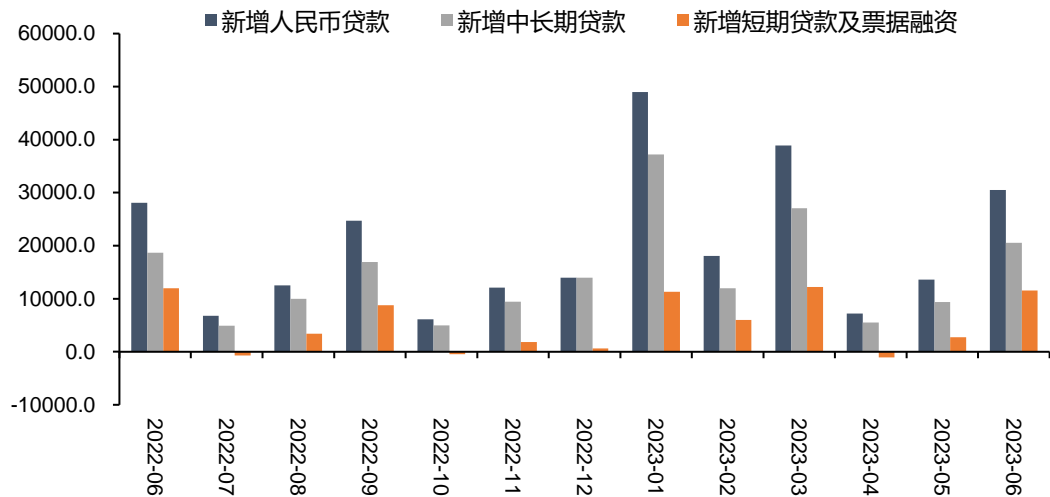


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

从结构来看,居民中长期贷款主要由个人住房贷款构成,占比近7成,因此也往往与住房销售指标同步变动,而本月两者却出现背离:据中指研究院,6月重点100城新建商品住宅销售面积同比降幅超过20个百分点;30大中城市商品房销售面积同比下降超过30%,但中长期贷款的新增规模已回暖超出历史同期均值水平,这一规模的扩张受何因素驱动?我们认为可能有以下几种原因:一是除住房贷款以外的中长期消费贷款的多增;二是经营贷款规模的扩张。根据央行发布的金融机构信贷收支统计,住户中长期贷款科目下分为“消费贷款”和“经营贷款”两个子类目,前者占比八成左右,其中个人住房贷款为主要组成部分,考虑到住房贷款与地产景气关联密切且本月住房销售数据还在下探,个人住房贷款或并非本月中长期贷款回暖的贡献因素,拉动效应更有可能来自其余分项,比如同为中长期消费贷款的个人汽车贷款以及经营贷款。数据验证来看,6月份汽车销量(减去出口数量)环比上行超12个百分点,居民中期贷款应在增加。同时,居民中长期贷款中经营贷款的比重在近几个月来持续增加,这其中可能有居民借低息经营贷用来置换存量高息贷款的影响,但如果只是贷款置换并不会增加总信贷,所以6月居民信贷总量的超预期增长仍然传递了较好的信号,即个体户的商业投资行为可能有明显回暖。

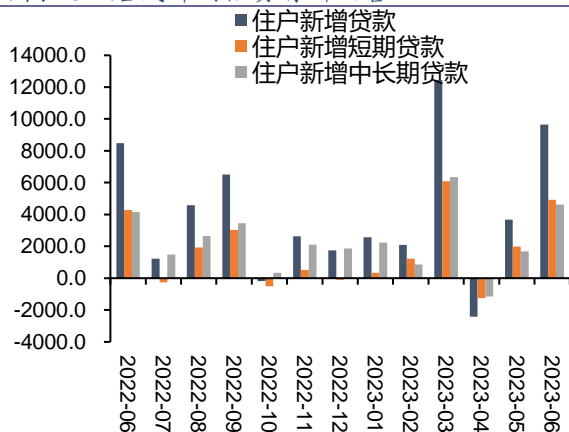
企业端，中长贷规模扩张更为明显。6月企业部门新增贷款2.28万亿元，同比多增687亿元，环比多增规模大幅上行至14245亿元。结构上而言，票据融资转为负增，短贷和中长贷则有扩张，中长期贷款同比多增1436亿元，环比多增8235亿元，也是整体信贷新增规模上行的主要贡献。在稳增长政策引导及部分数据释放乐观信号下，企业对未来预期有所转好，进行中长期投资的意愿增强，这也表明基建和制造业投资受到一定资金支持，上行将有支撑。

图表5：6月信贷新增规模同样明显超出市场预期



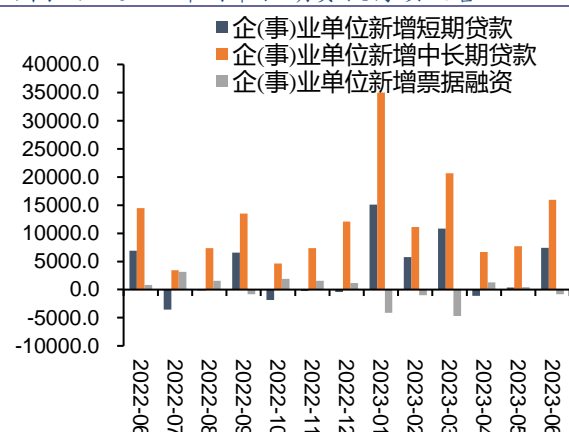
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表6：居民部门信贷有所改善



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表7：企业部门中长期贷款持续改善



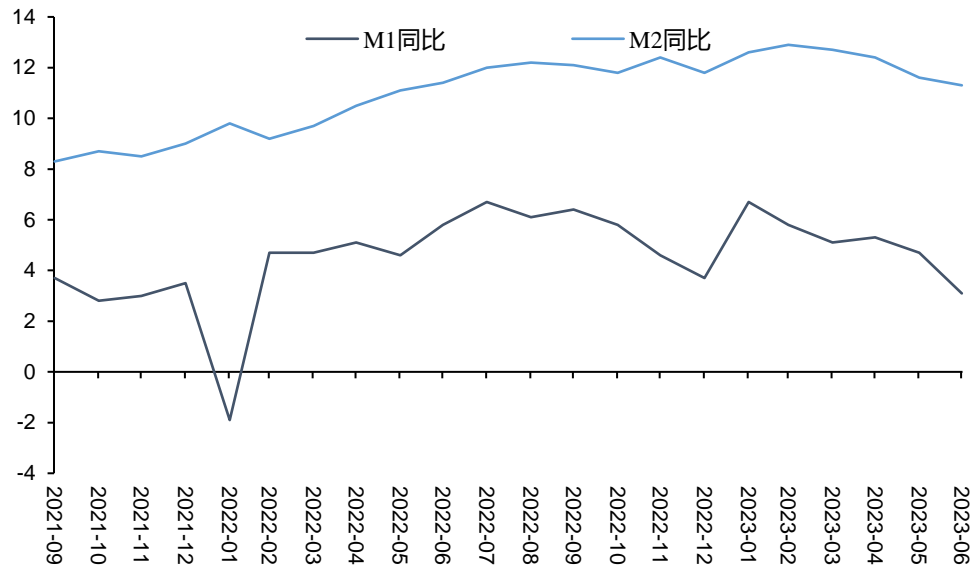
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. M2 增速回落小于市场预期

6月M2同比录得11.3%的同比增速，超出市场预期，高基数影响下较上月持续回落0.3个百分点。存款方面，住户及非金融性企业均为正增，其中居民端存款同比及环比均为多增，财政存款则出现了超季节性的减少，或与本月政府端债券融资规模收缩，以存款保证支出有关，这也反映出本月实体经济受到一定政府部门资金流出的支撑。M1同比增长3.1%，增速同样

有所回落,较前值下降1.6个百分点,也受到基数走高的一定影响。M1同比回落幅度大于M2, M1-M2增速差降至-8.2%,表明目前资金活化程度还有待改善。

图表 8: 6月M2同比高出市场预期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 经济企稳迹象逐渐显现

6月金融数据普遍超出市场预期,信贷增量对社融规模扩张的贡献明显,月季末冲量为重要驱动,此外本月金融数据同样反映出内生性需求的下行空间有限,经济企稳的迹象已逐步显现,这同PMI产需指数边际上行一样释放出一定的积极信号。当然数据中居民中长贷增量弱于短贷、M1与M2同比增速差下行等结构性问题表明目前经济动能依然偏弱,也表明货币政策维持宽松仍存必要性,再加上通胀同比偏低,客观上也为政策留出了空间,预计下阶段货币政策还将遵循精准有力原则,与财政政策协调配合以支持社会融资需求的回升。

风险提示: 国内稳增长政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。