

社融和全面降准超预期，影响几何？

——2021年6月社融及7月9日降准点评

事件：

7月9日，央行发布数据显示，6月新增社融3.67万亿元，超出市场预期。此外，7月9日，中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。

点评：

➤ 新增社融超预期，人民币贷款为主导

截至6月末，社融存量达301.56万亿元，同比增长11%，与上月增速持平，并止住了前期的下行趋势。在当月新增社融中，新增人民币贷款仍占据主导，在6月新增的3.67万亿社融中，人民币贷款、政府债券、企业债券融资分别为2.32万亿、7475亿元和3702亿元，位居分项中前三。年初以来，新增人民币贷款占社融比重整体呈现趋势上行。从去年底57.5%提升至当前73%，提升了15.5个百分点，表外转表内趋势延续。

➤ 贷款：长期贷款维持高位，短期贷款和票据融资高增

从贷款结构看，6月份新增中长期贷款、短贷和票据融资分别为1.35万亿和9338亿元，可见中长期贷款依然维持高位；与此同时，本月短贷和票据融资从上月2700亿元增至本月9338亿元，成为推升本月信贷的主要动力，短贷和票据融资的增长，从供给端，一方面或是银行在房地产贷款压缩下主动寻找中短期贷款机会，另一方面或与半年度末考核节点有关；而从需求端，体现了在复苏之下，企业对经营现金等短期资金需求的提升，尤其在表外压缩背景下，更多转向表内短贷和票据融资。

➤ M2增速连续三个月回升；M1增速下降主要因翘尾因素影响

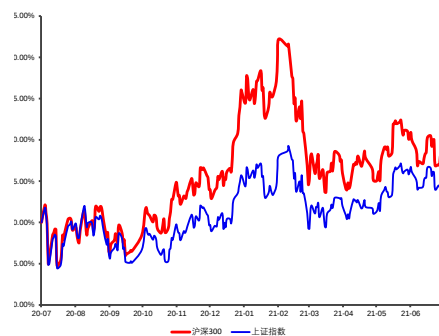
在存款增长下，6月末M2增速从上月8.3%升至8.6%，连续三个月呈现回升态势，但另一方面，M1增速有所回落，从5月6.1%降至6月5.5%，并自年初以来持续回落。但这主要受翘尾因素影响，并非说明货币活性下降。

➤ 全面降准0.5%，力度超预期；成长风格有望持续

因此前国常会有所提及，此次降准时间在预期之内，但采取全面而非结构性降准，其力度超出市场预期。为何在此时降准：当前通胀温和，为货币政策提供了空间；7月15日到期的4000亿MLF，降准释放万亿资金为平抑银行间流动性波动，且用降准的长期资金替换部分MLF，同时达到降低融资成本和匹配资产端长期化的需求；当前经济结构的调节也需要适宜的货币政策环境配合；降准带来的影响：对银行利润影响有限，对小微企业等有较好提振；市场方面，降准利好当前成长风格的延续。

➤ 风险提示：疫情反复，经济复苏不及预期。

相对市场表现



张晓春 分析师

执业证书编号：S0590513090003

电话：0510-82832053

邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《物价或已行至年内高点，政策空间有望打开》
《》
- 2、《流动性边际收紧，风险资产波动加剧》
021.06.20》
- 3、《美联储上调通胀预期，内部分歧加大》
《》

正文目录

1	6月社融增速企稳，表外转表内趋势延续	3
2	全面降准0.5%，力度超预期；成长风格有望持续	8
3	风险提示：疫情反复；经济复苏不及预期	11

图表目录

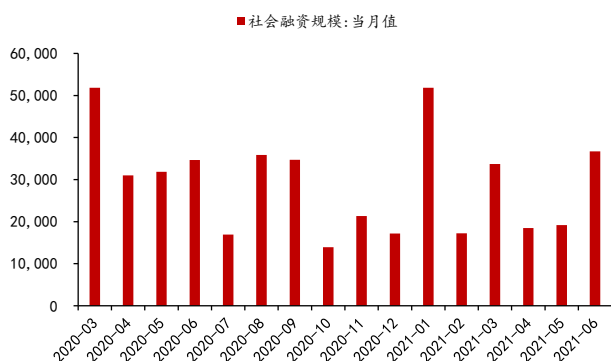
图表 1：6月新增社融3.67 万亿，超预期（亿元）	3
图表 2：社融存量及增速	3
图表 3：今年社融累计新增及增速	3
图表 4：新增社融分项占比（%）	4
图表 5：人民币贷款年累累计新增占社融比重	4
图表 6：当月新增社融分项与上月对比（亿元）	4
图表 7：当月新增社融分项与去年同期对比（亿元）	5
图表 8：社融分项同比增速	5
图表 9：人民币贷款余额及增速	5
图表 10：6月中长期维持高位的同时，短期贷款和票据融资增长较快（亿元）	6
图表 11：人民币存款余额及增速（%）	7
图表 12：M0、M1、M2 同比增速（%）	7
图表 13：M0、M1、M2 翘尾因素（%）	8
图表 14：存款准备金率历次变化（%）	8
图表 15：MLF 的到期与投放量（亿元）	9
图表 16：MLF 的期末余额（亿元）	9
图表 17：货币乘数年初以来不断抬升	10
图表 18：金融机构超额存款准备金率	10
图表 19：shibor（1 月）利率与存款准备金率（%）	11
图表 20：创业板市盈率与 10 年期国债收益率（%）	11

1 6月社融增速企稳，表外转表内趋势延续

➤ 6月社融新增3.67万亿元，结束下行态势呈现回升

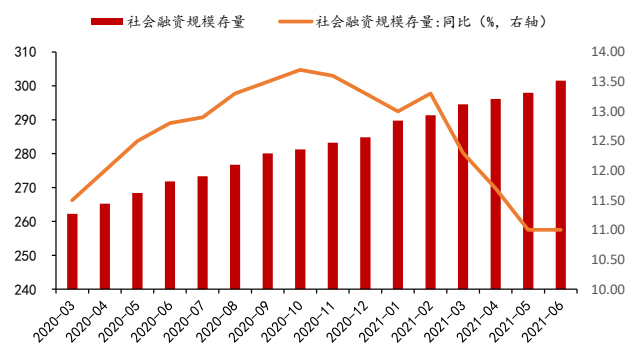
2021年7月9日，央行发布2021年6月金融数据，中国2021年6月新增社会融资规模增量3.67万亿元，前值1.92万亿元，去年同期为3.47万亿元，同时高于市场预期值(3.02万亿元)。截至6月底，社融存量达301.56万亿元，同比增长11%，与上月增速持平，并止住了前期的下行趋势。

图表1：6月新增社融3.67万亿，超预期（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

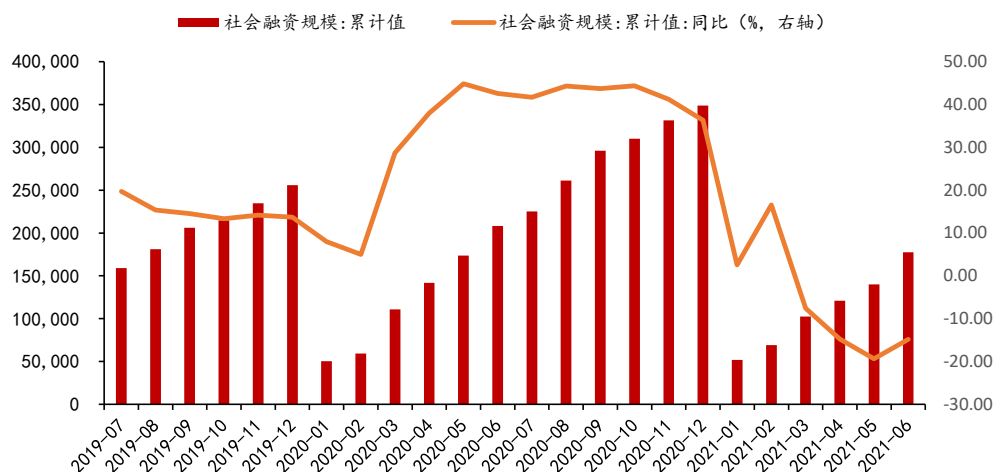
图表2：社融存量及增速



来源：Wind，国联证券研究所

而从社融年内累计新增看，上半年社融累计新增17.74万亿元，同比下降14.85%，降幅较上月收窄了4.5个百分点。从社融单月、存量和年内累计新增均可看到，前期的下行趋势结束并呈现改善态势。

图表3：今年社融累计新增及增速



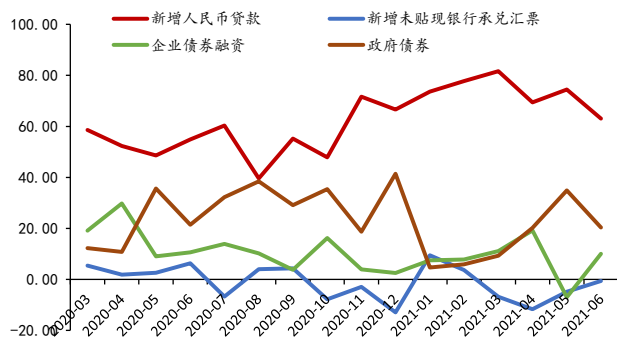
来源：Wind，国联证券研究所

➤ 表外转表内趋势明显，新增人民币贷款是主要贡献

在当月新增社融中，新增人民币贷款仍占据主导，在6月新增的3.67万亿社融中，人民币贷款、政府债券、企业债券融资分别为2.32万亿、7475亿元和3702亿

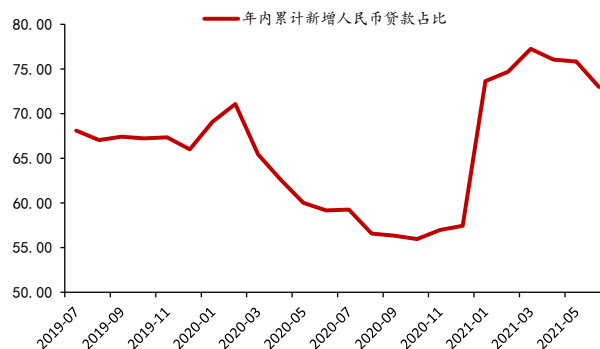
元，位居分项中前三，截至6月末，在年内新增的17.74万亿社融中，新增人民币贷款占73%。在表外转表内下，年初以来，新增人民币贷款占社融比重整体呈现趋势上行。从去年底57.5%提升至当前73%，提升了15.5个百分点。

图表4：新增社融分项占比 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

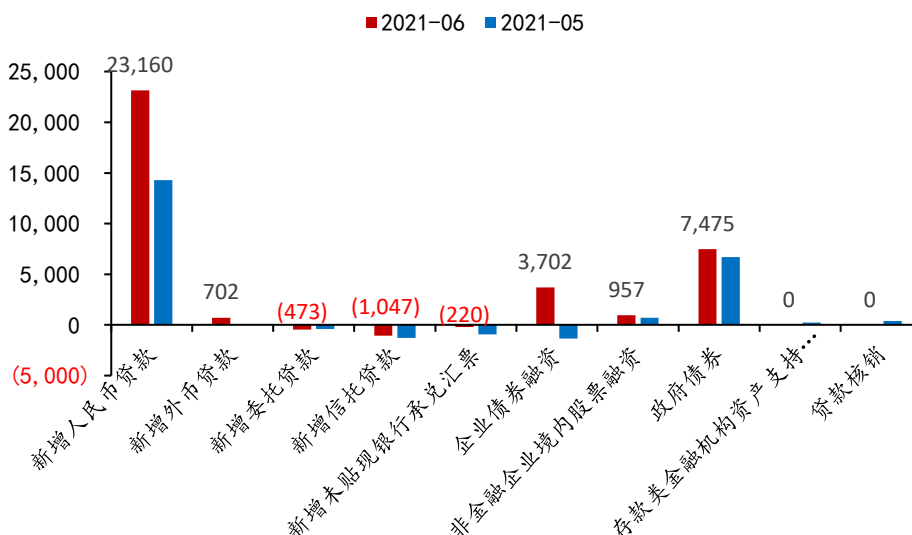
图表5：人民币贷款年累累计新增占社融比重 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

与上月相比，除新增委托贷款外，其余项均呈现不同程度的改善。其中，新增人民币贷款增加明显；在利率下降之下，企业债券和政府债券融资呈现恢复，与此同时，非金融企业境内股票融资同样有所增长。

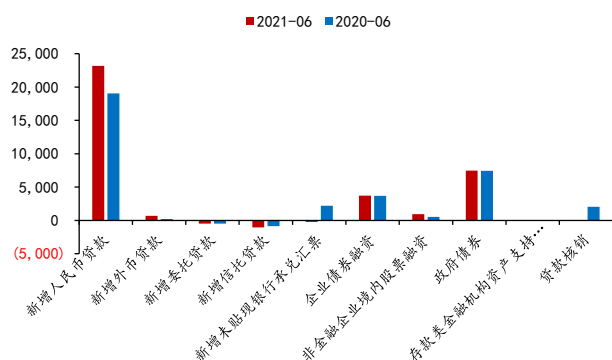
图表6：当月新增社融分项与上月对比 (亿元)



来源：Wind，国联证券研究所

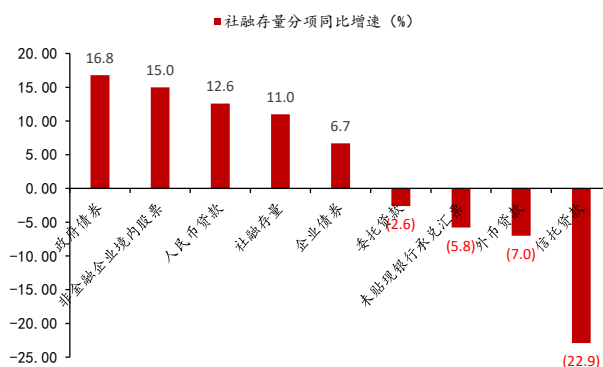
与去年同期相比，则同样可看出更为明显的表外转表内和债券、股票融资增长较快的趋势。截至6月末，社融存量新增11%，从分项看，政府债券、非金融企业境内股票融资、人民币贷款增速分别为16.8%、15%、12.6%，均高于社融整体增速，与此同时，信托贷款、未贴现银行承兑汇票、委托贷款存量增速分别为-22.9%、-5.8%和-2.6%，表外融资呈现明显的收缩态势。

图表 7：当月新增社融分项与去年同期对比（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：社融分项同比增速

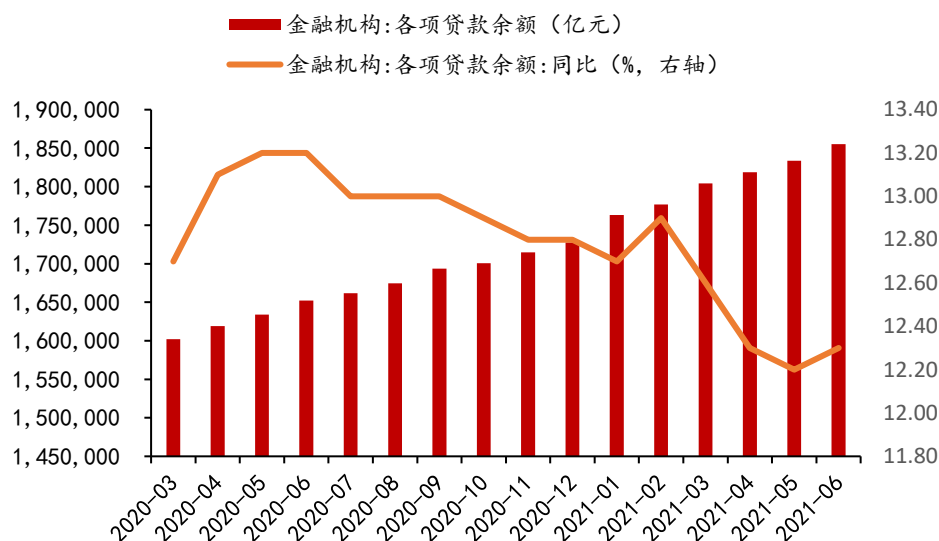


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 新增人民币贷款中，长期贷款维持高位，短期贷款和票据融资高增

6 月新增人民币贷款 2.12 万亿元，截至 6 月末，月末人民币贷款余额 185.5 万亿元，同比增长 12.3%，增速比上年同期低 0.9 个百分点，比上月末高 0.1 个百分点，呈现止跌回升态势。

图表 9：人民币贷款余额及增速

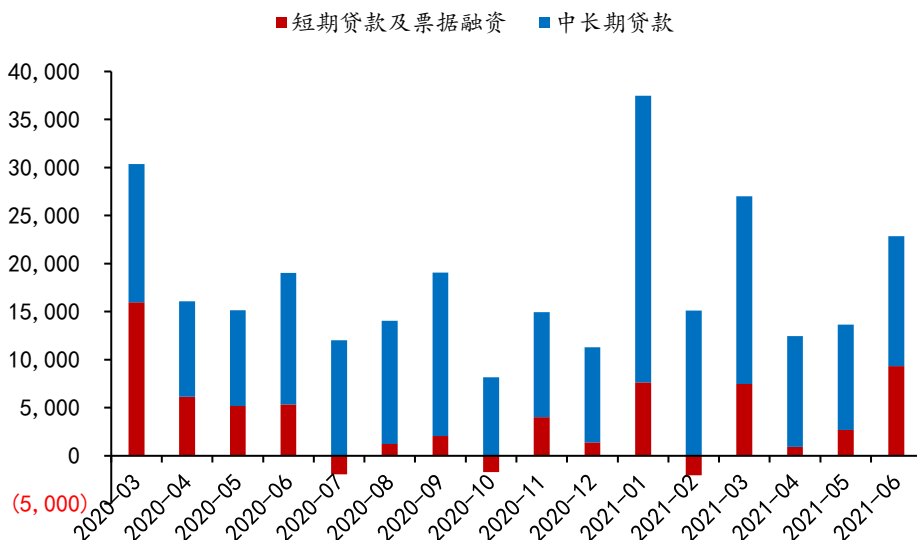


来源：Wind，国联证券研究所

从贷款结构看,6 月份新增中长期贷款、短贷和票据融资分别为 1.35 万亿和 9338 亿元,可见中长期贷款依然维持高位,其中企业和居民中长期贷款分别为 8367 和 5156 亿元,分别较上月多增 1839 和 730 亿元。企业中长期贷款回升与工业企业利润改善下制造业投资加速一致,体现企业对未来预期有所改善,与此同时,居民中长期贷款维持高位也显示居民购房热度依然较高;值得注意的是,本月短贷和票据融资从上月 2700 亿元增至本月 9338 亿元,成为推升本月信贷的主要动力,其中票据融资从上月 1538 增至本月 2747 亿元,居民和企业短贷分别从上月 1806 和 644 亿元增至本月 3500 和 3091 亿元,短贷和票据融资的增长,从供给端,一方面或是银行

在房地产贷款压缩下主动寻找中短期贷款机会,另一方面或与半年度末考核节点有关;而从需求端,体现了在复苏之下,企业对经营现金等短期资金需求的提升,尤其在表外压缩背景下,更多转向表内短贷和票据融资。

图表 10: 6 月中长期维持高位的同时, 短期贷款和票据融资增长较快 (亿元)



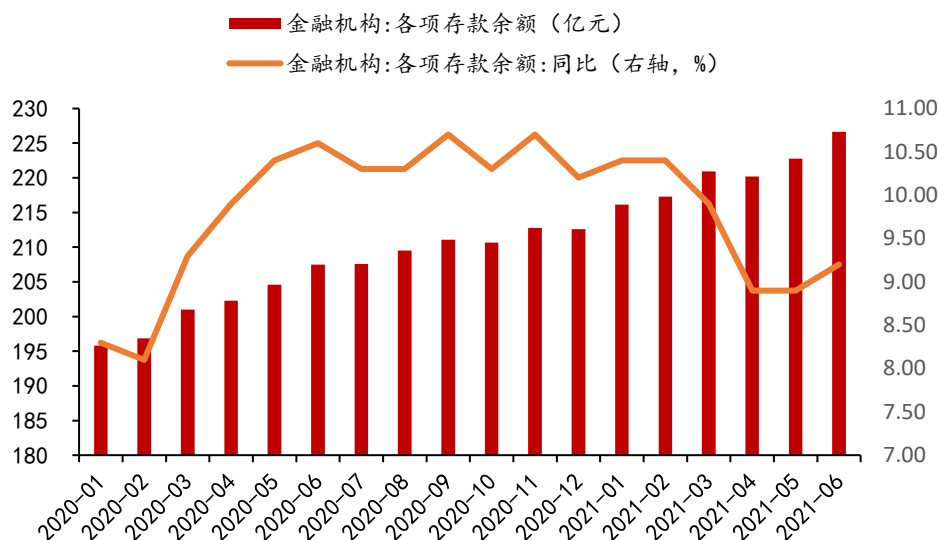
来源: 国联证券研究所

➤ 存款端: M2 增速连续三个月回升; M1 增速下降主要因翘尾因素影响

6 月末人民币存款余额 226.62 万亿元, 同比增长 9.2%, 增速比上年同期低 1.4 个百分点, 比上月末高 0.3 个百分点, 在贷款增速回升下, 存款增速同样止跌回升。

上半年人民币存款增加 14.05 万亿元, 同比少增 5064 亿元。其中, 住户存款增加 7.45 万亿元, 非金融企业存款增加 2.25 万亿元, 财政性存款增加 9399 亿元, 非银行业金融机构存款增加 2.19 万亿元。6 月份, 人民币存款增加 3.86 万亿元, 其中, 居民和非金融性公司存款分别增加 2.23 和 2.47 万亿元, 与此同时, 财政存款和非银行业金融机构存款分别减少 4002 和 2898 亿元。

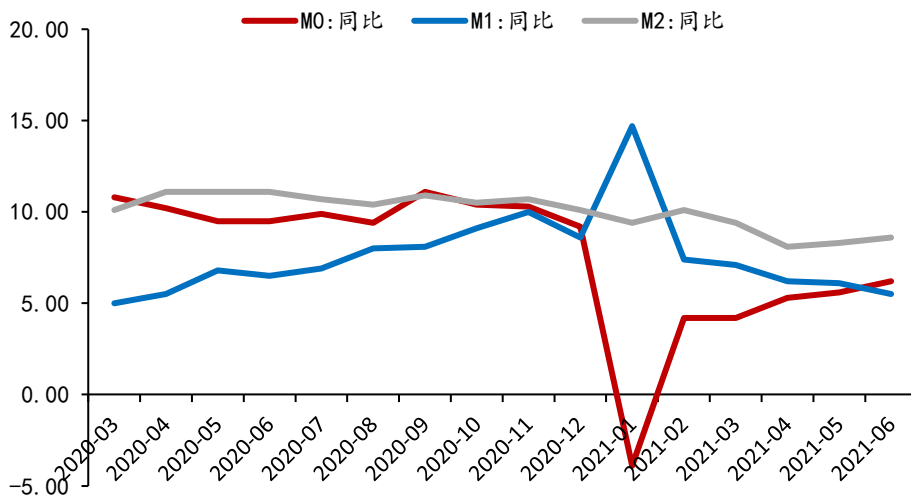
图表 11：人民币存款余额及增速 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

6 月末 M0、M1、M2 分别同比增长 6.2%、5.5%和 8.6%。在存款增长下，6 月末 M2 增速从上月 8.3%升至 8.6%，连续三个月呈现回升态势，但另一方面，M1 增速有所回落，从 5 月 6.1%降至 6 月 5.5%，并自年初以来持续回落。

图表 12：M0、M1、M2 同比增速 (%)

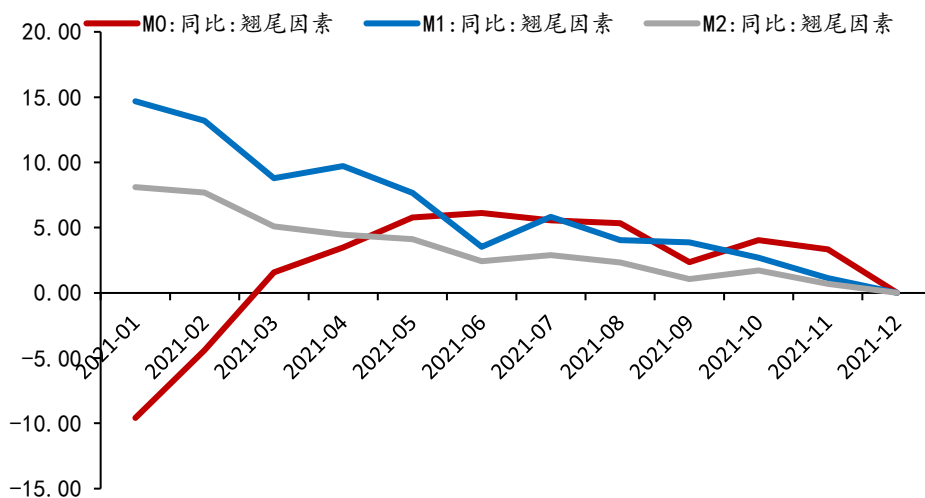


来源: Wind, 国联证券研究所

由于 M1 代表活期存款，通常被认为是经济活跃度的象征。但我们认为，此轮 M1 增速的下降并不代表货币活化减弱，而更多或与去年基数有关，从翘尾因素上我们可以看到，M1 的翘尾因素回落最为明显，而相比之下 M0 的翘尾因素则在过去半年呈现

不断上行态势。三季度，随着翘尾因素影响的减弱，M1 增速或有望企稳。

图表 13: M0、M1、M2 翘尾因素 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

2 全面降准 0.5%，力度超预期；成长风格有望持续

➤ 全面降准 0.5%，力度超预期

7月9日，中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。降准将释放约1万亿左右资金，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。

因前期国常会上提到：“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。”因此，此次降准时间在预期之内，但采取全面而非结构性降准，其力度

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20664

