

## 总量更稳，结构更优

——2021年6月货币数据和降准点评

宏观

财信研究院 宏观团队

胡文艳

**事件：**2021年6月份社融增量为3.67万亿元，比上年同期多增2008亿元；新增人民币贷款2.12万亿元，比上年同期多增3086亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长5.5%、8.6%，增速较上月末分别降低0.6和提高0.3个百分点。

**核心观点：**6月社融、信贷、M2均超预期改善，国内信用收缩步伐放缓，逆周期调节政策有所加码，同时信贷结构持续优化。具体看：（1）受益于信贷增长强劲和政府债券、企业债券发行改善，社融增速在连续三个月回落2.3个百分点后，首度止跌；（2）信贷高增主要源于货币供给偏松下票据融资明显回暖，同时企业中长贷继续强劲、居民中长贷和金融部门贷款减少，表明信贷结构持续优化；（3）信贷强劲与财政发力是支撑M2回升的主因，但盈利放缓和地产走弱导致M1回落。

往后看，预计货币政策总量更稳、结构更优，降准不会导致大水漫灌。一是随着下半年经济增长动能放缓，货币政策将适度边际宽松，加上政府债券发行提速，预计社融增速或进入震荡期，大幅下行的阶段已过去；二是7月全面降准在于缓解短期流动性压力和支持经济薄弱环节尽快修复，不会导致大水漫灌；三是预计未来政策重点在于加大对小微企业、科技创新和绿色领域的金融支持，同时防止资金大规模流入金融和房地产。

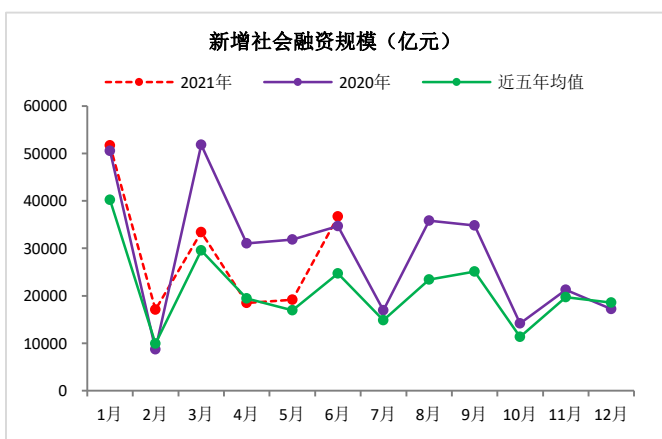
### 一、信贷强劲与债券拖累减弱，共致社融增速止跌

6月份社融增量为3.67万亿元，同比多增2008万亿元，相比3-5月连续少增1万亿以上，出现明显改善；存量增速为11%，与上月持平，也结束了此前持续大幅回落态势（见图1-2），国内社融收敛速度如期放缓。从各分项看（见图3）：

**信贷保持高增和企业债券、政府债券发行改善是主要支撑。**一是受益于金融机构加大对中小微企业、科技创新、绿色领域的支持力度和基建配套贷款需求增加，本月新增人民币贷款（社融口径）同比多增4131亿元，是社融同比多增量的2倍多，毫无疑问是最大贡献因素；二是受国内专项债发行提速和城投债发行市场转暖影响，政府债券和企业债券净融资额环比均改善，由上月分别同比减少4661、4215亿元，变为本月均同比多增，对社融的拖累明显减弱。三是在扩大直接融资比重等促进资本市场发展的政策支持下，非金融企业股票融资连续24个月保持同比多增，但多增规模仍偏小，月均仅400亿左右。

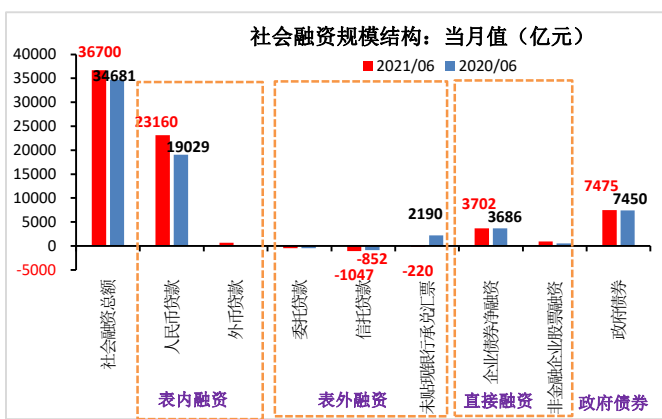
表外融资尤其是未贴现银行承兑汇票继续对社融形成较大拖累。如受货币政策加大“调结构、化风险”力度、加强金融监管影响，本月表外融资同比减少 2594 亿元，二季度累计同比减少 9163 亿元。其中，受去年同期基数偏高影响，本月未贴现银行承兑汇票同比减少 2410 亿元，贡献了表外融资 90% 以上的收缩额；同期信托贷款和委托贷款同比变化不大，但绝对规模持续回落。

图 1：6 月份社融增量已高于去年同期值



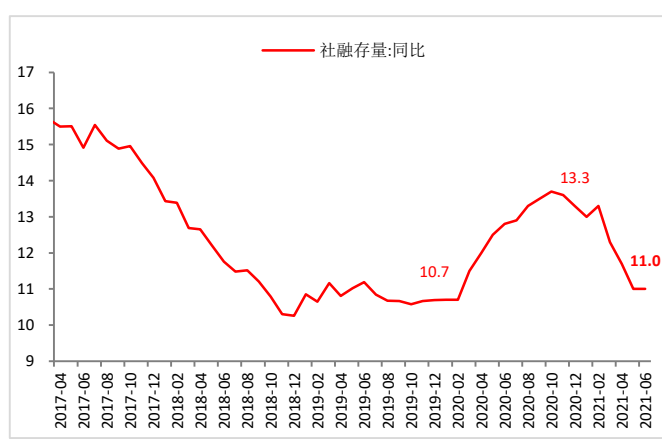
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：6 月份新增社会融资规模结构



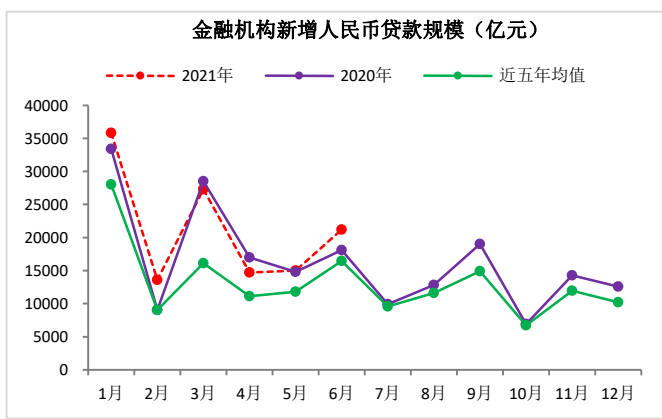
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：社融增速基本回到疫前水平附近



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：6 月份新增人民币贷款同比大幅多增



资料来源：WIND，财信研究院

## 二、供给偏松是信贷高增主因，信贷结构持续优化

6 月份金融机构新增人民币贷款 2.12 万亿元，比上年同期多增 3086 亿元(见图 4)，远高于近五年历史同期值；各项贷款余额增速为 12.3%，较上月提高 0.1 个百分点，实体经济持续强劲。具体看：

### (1) 供给偏松下票据融资回暖是信贷高增主因，企业中长贷继续保持强劲

6 月份企业部门贷款为 14591 亿元，同比大幅增加 5313 亿元（见图 5）。其中，受经济增长放缓下信贷供给有所放松和去年同期基数偏低影响，企业票据融资同比多增 4851 亿元，同期新增人民币贷款同比增加 3100 亿元，前者是后者的 1.57 倍，票据融资

成为本月信贷走强的主因。同时，企业中长期贷款同比多增 1019 亿元，延续了 2019 年 8 月份以来高增态势（见图 6）。企业中长贷强劲：一是源于企业盈利高增带动投融资需求增加；二是与金融机构持续加大对制造业、小微企业和绿色金融领域的信贷支持力度密切相关；三是随着财政加快发力，推动基建配套贷款需求也有所增长。

相比之下，本月企业短期贷款同比减少 960 亿元，主要受到去年同期基数偏高的影响，企业短贷新增规模实际上已较上月明显改善。

### （2）居民中长贷明显收紧，映射地产投资或放缓

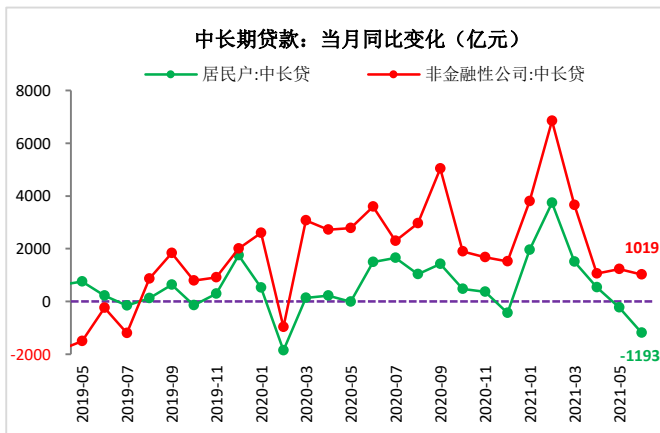
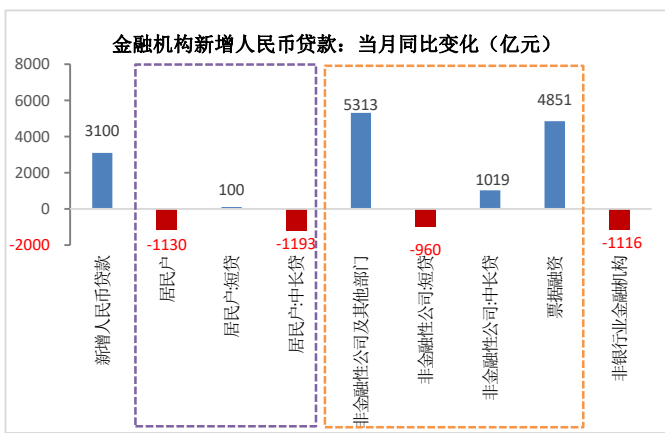
6 月份居民部门新增贷款 8685 亿元，同比减少 1130 亿元（见图 5）。其中，居民中长贷同比减少 1193 亿元，是主要拖累项，反映出各地多角度收紧楼市的政策效果加速显现，流向房地产的资金持续趋缓（见图 6），也预示未来房地产投资或面临高位放缓压力。同期，居民短贷同比多增 100 亿元，结束连续两个月的收缩趋势，表明前期监管严控消费贷、经营贷政策取得明显成效后，逐步走向正常化，同时消费边际修复也有利于居民短贷回暖。

### （3）金融部门持续去杠杆

6 月份非银行业金融机构新增贷款-1906 亿元，同比多减少 1116 亿元（见图 5），国内金融去杠杆趋势延续，且今年以来力度也有所加大。

图 5：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化

图 6：企业和居民中长期贷款：当月同比变化（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

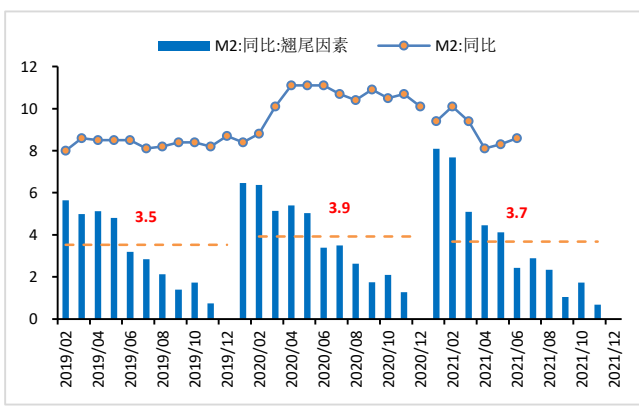
## 三、信贷强劲与财政发力支撑 M2 回升，盈利放缓导致 M1 下降

6 月末 M2 同比增长 8.6%，增速较上月提高 0.3 个百分点（见图 7），原因主要有三：一是受财政支出加快影响，本月财政存款环比减少 13259 亿元，有利于阶段性增加同时段银行体系存款，对 M2 形成支撑；二是本月信贷同比大幅多增、增速较上月提高，导致贷款创造存款的信用货币创造明显加快，也有利于 M2 增速提升；三是翘尾因素较上月回落 1.7 个百分点，不利于 M2 增速大幅提高（见图 7）。

6 月末 M1 同比增长 5.5%，增速较上月继续回落 0.6 个百分点（见图 8）。其中，

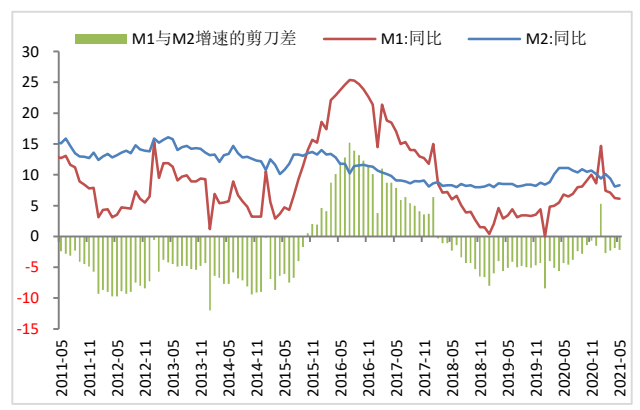
单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，其增速由 5 月的 6.2% 降低至 6 月的 5.4%，是 M1 回落的主因；同期 M0 增速则由上月的 5.6% 升至 6.3%。单位活期存款增速回落，一方面源于国内企业盈利边际走弱，导致企业现金和资金流改善放缓；另一方面与房地产投资、信贷、需求均将有所降温也密切相关。往后看，随着经济增长动能继续放缓、房地产投资高位回落，加上 M1 基数效应增加，预计 M1 增速仍面临较大放缓压力。

图 7：6 月份 M2 翘尾因素回落 1.7 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：M1 与 M2 增速剪刀差扩大



资料来源：WIND，财信研究院

#### 四、预计货币政策总量更稳、结构更优，降准不会导致大水漫灌

受货币供给偏松、政府债券和企业债券拖累减弱等因素影响，6 月份社融、信贷和 M2 均超预期改善；同时信贷结构持续优化，“金融地产降、企业中长贷增”格局强化。往后看，随着经济增长动能边际放缓，预计社融增速大幅下行的阶段或已过去，大概率进入震荡期；但 7 月全面降准并不意味大水漫灌，未来货币政策重点在于支持小微企业复苏，同时加大对科技创新和绿色领域的支持。

一是受下半年出口补缺口效应趋弱、消费支出修复面临阻力和房地产投资增速放缓影响，国内经济增长动能面临边际放缓压力，要求货币政策需适度边际宽松，为实体经济稳定增长提供适度融资环境。预计在政策边际宽松和政府债券发行提速的支撑下，下半年社融增速或进入震荡期，大幅下行的阶段已过去。

二是 7 月全面降准在于缓解短期流动性压力和支持经济薄弱环节尽快修复，不会导

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\\_20684](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20684)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn