

信用和货币双松，政策转向了？

数据和事件：6月新增人民币贷款2.12万亿元，比去年同期多增3100亿元；6月新增社融3.67万亿元，同比多增0.2万亿元；截至6月末，社融存量同比增长11.0%，M2同比8.6%；同时，央行决定于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）。

评论：

■ **信贷、社融回升意味着信用转向扩张。**从信贷结构上来看，居民中长期贷款回落，票据融资大幅上行。**贷款结构变化有两点含义：**一是居民中长期贷款回落，一方面受到房贷利率回升，从需求端约束了对房产的需求；另一方面6月下旬以来由于年中信贷额度不足，存在银行的信贷额度分配和房地产市场需求出现错配，所以居民中长期贷款受到供需两方面收缩的影响。二是票据融资大幅上行，一方面体现了银行风险偏好较低，另一方面表明企业对于信贷需求回落。从社融结构来看，人民币贷款同比多增、企业债券、政府债券和信托贷款同比改善。**社融结构变化有三点含义：**第一，政府债券同比回升较大，主要受益于政府债发行节奏开始加快。第二，6月以来信用债发行规模加速带动企业债融资修复。第三，信托贷款同比缺口逐步收敛，预计之后信托贷款表外融资的拖累效果走弱。

■ **降准虽然不代表全面宽松，但意味着货币边际宽松的拐点提前到来。本次降准体现政策思路发生四点变化：**第一，流动性边际宽松力度加大。虽然央行明确强调本次降准并不是货币政策基调发生变化，但从降准的时点、力度以及实际效果来看，无论是流动性的“量”还是“价”都将改善。第二，结合其他监管政策和行业政策，降准带来的流动性流向更加精准服务实体。本次降准的同时，对于炒作房地产、炒作股市以及地方政府债务都做了进一步约束，那么普降带来的增量资金能够更好的流向实体。第三，“内松外紧”的大环境能够在通胀可控背景下，更好稳定国内经济增长。下半年，我国需求逐步走弱的方向较为确定，但美国等发达经济体增长仍将改善；同时，通胀的压力也逐步从国内定价品种转向全球定价的原油等；那么，在中美经济周期错位的背景下，货币的适度偏松能够更好对冲海外政策收紧带来的风险。第四，降准带来的银行负债成本下降，有助于防范信用风险。无论是房地产行业、还是地方政府债务、以及中小微企业，在疫情、政策和结构的影响下，信用风险发生的概率都有所上升，通过降准能够缓解银行压力，有助于防范系统性信用风险的发生。

■ **超预期的降准能否带来“股债双牛”？**首先，债券收益率下行空间打开较为确定。降准打开短端利率下降空间，后续随着风险溢价和通胀预期的回落，我国国债长端收益率下行空间打开。尽管债券发行仍形成一定扰动，但收益率下行趋势确立。第二，A股短期仍需谨慎，等待风险释放。尽管货币转向宽松，但盈利可能不及预期，同时风险偏好在海外资本市场影响下也将有所回落。不过，随着货币逐步转向宽松，以及海外风险的释放，A股充分调整之后的上行动能也将更足。第三，商品价格筑顶回落。本次降准对大宗商品价格影响有限。降准背后隐含的一个信号可能是需求回落幅度超预期，同时未来供给增加也较为确定，整体工业品价格筑顶回落概率上升。第四，人民币汇率短期贬值压力加大，但资本外流压力不大。下半年，美联储将逐渐Taper，中国转向边际宽松，中美货币政策分化加大；但我国经济基本面以及资本市场开放仍对外资形成较大吸引力。

风险提示：货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

数据：

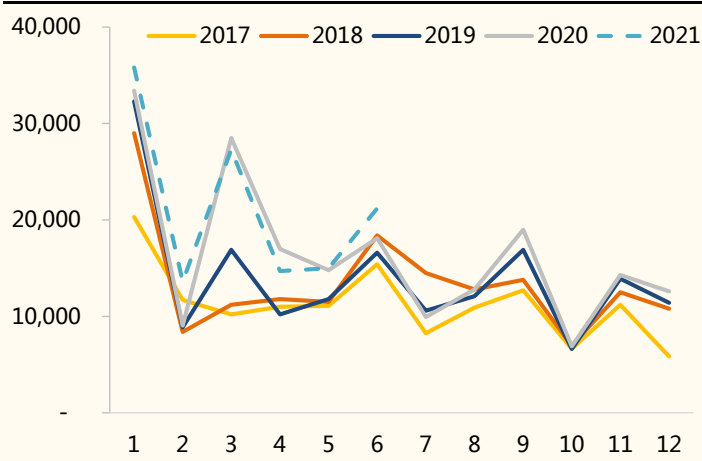
中国人民银行公布：6月新增人民币贷款2.12万亿元，比去年同期多增3100亿元；6月新增社融3.67万亿元，同比多增0.2万亿元。截至6月末，社融存量同比增长11.0%，M2同比8.6%。

评论：

1. 信贷仍强于季节性，票据融资大幅上行

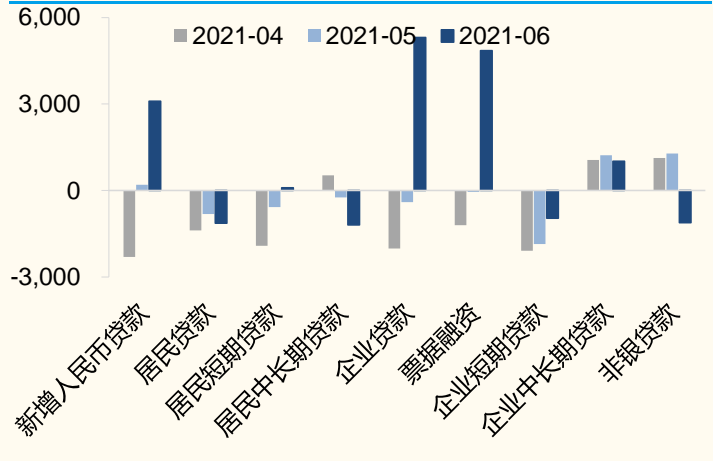
总量上看，信贷强于季节性，表现超预期。6月新增人民币贷款规模较去年规模走阔，且强于近5年均值（1.4万亿元），明显高于2017-2020年的水平。从结构上来看，居民中长期贷款回落，票据融资大幅上行。具体来看，居民贷款同比少增1130亿，其中居民短期贷款同比多增100亿、居民中长期贷款同比少增1193亿；企业贷款同比多增5313亿，其中票据融资同比多增4815亿、企业短期贷款同比少增960亿、企业中长期贷款同比多增1019亿；非银金融机构贷款同比少增1116亿。贷款结构变化有两点含义：一是居民长期贷款回落一方面受到房贷利率回升，从需求端约束了对房产的需求，另一方面6月下旬以来由于年中信贷额度不足，不仅二三线多处城市出现二手房“限贷”的情况，一线城市也受到放款周期的延长的影响，存在银行的信贷额度分配和房地产市场出现错配，所以居民长期贷款受到供需两方面收缩的影响；二是票据融资大幅上行，一方面体现了银行风险偏好较低，另一方面表明企业对于信贷需求回落。

图表 1：6月信贷仍强于季节性（亿元）



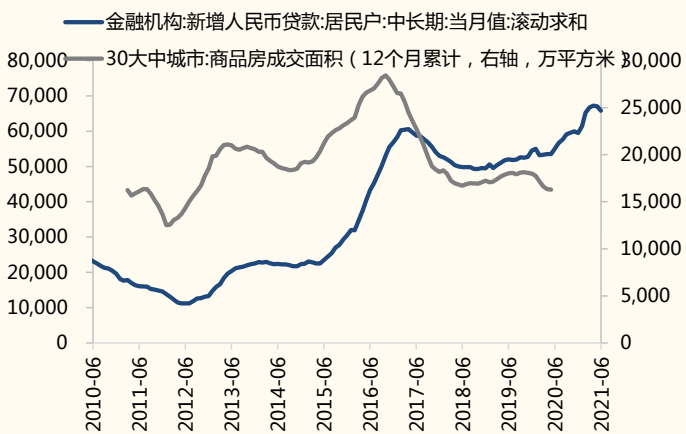
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：6月企业贷款和票据融资大幅上行



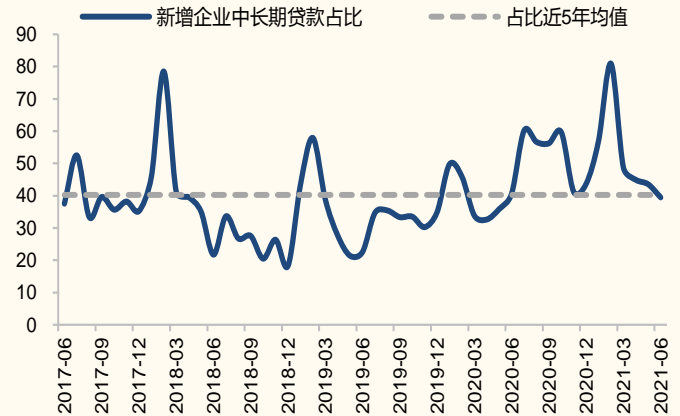
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：累计新增居民中长期贷款下行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：企业中长期贷款占比回落 (%)

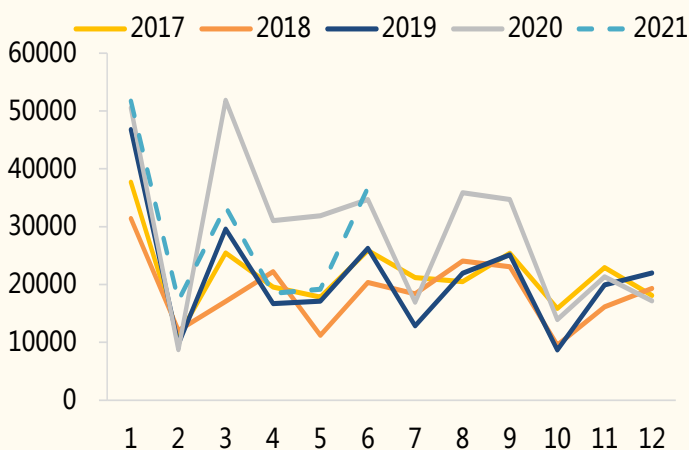


来源：Wind，国金证券研究所

2. 社融增速回升主要受益于新增人民币贷款大幅攀升

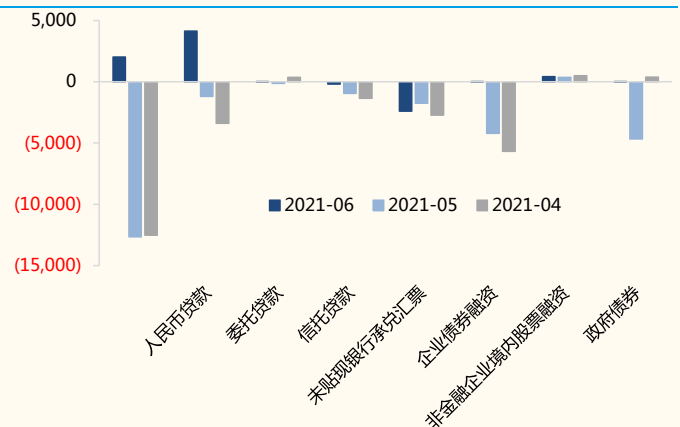
从总量看，新增社融本月超预期。6月新增社融 3.67 万亿，同比多增 0.2 万亿，超过 2019 年的 3.47 万亿，高于近 5 年的平均值 (2.2 万亿)；6 月社融存量同比增速持平于前值为 11.0%。从结构来看，人民币贷款同比多增、企业债券、政府债券和信托贷款同比好转。具体来看，人民币贷款同比多增 4131 亿，委托贷款同比多增 11 亿，信托贷款同比少增 195 亿，未贴现银行承兑汇票 (表外票据) 同比少增 2410 亿，企业债券融资同比多增 16 亿，非金融企业境内股票融资同比多增 419 亿，政府债券同比多增 25 亿。社融结构变化有三点含义：第一，政府债券同比回升较大，主要受益于政府债发行节奏开始加快。第二，6 月以来信用债发行规模加速带动企业债融资修复。第三，信托贷款同比缺口逐步收敛，预计之后信托贷款表外融资的拖累效果走弱。

图表 5：6 月新增社融超预期 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：6 月社融规模同比超预期受到人民币贷款影响



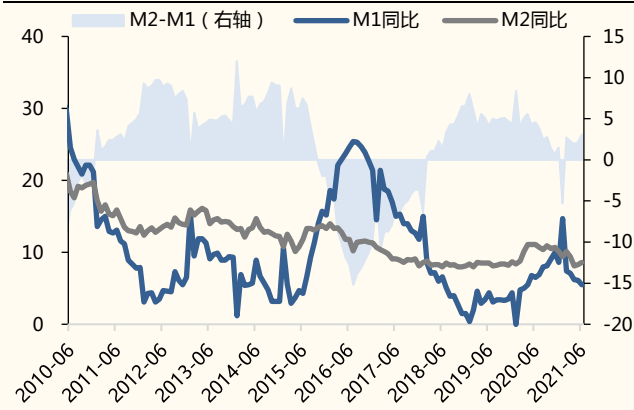
来源：Wind，国金证券研究所

3. M2-M1 剪刀差走阔

从总量上看，M1 和 M2 余额回升，M1 同比回落，M2 同比回升。M2 余额上升 0.42 万亿，M1 余额上升 2.0 万亿；M2 同比为 8.6%，较前值 8.3% 回升；M1 同比为 5.5%，较前值 6.1% 回落。从结构上看，各类分项存款同比均多增。

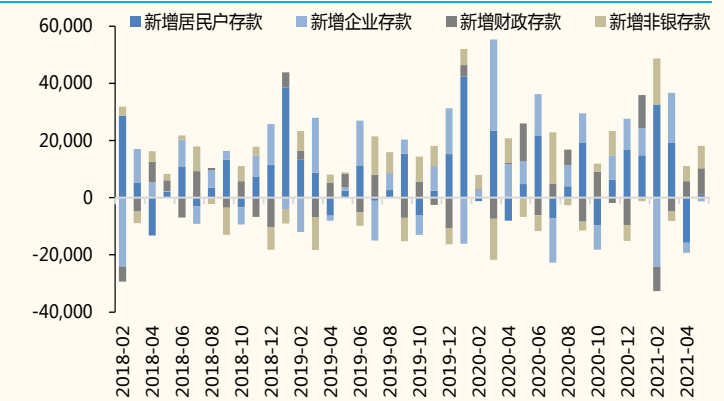
6月份人民币存款增多 38600 亿元，同比多增 9600 亿元；其中，居民住户存款同比多增 551 亿元，非金融企业存款同比多增 10276 亿元，财政性存款同比多增 2100 亿元，非银行业金融机构存款同比多增 2670 亿元。M2-M1 剪刀差走阔一方面意味着企业经营能力回落，长期经营性投资不足，另一方面表明在房地产受限的影响下，购房需求回落很大程度上影响了居民部门对中长期信贷的需求。

图表 7：M2 同比回升、M1 同比回落 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：新增存款结构 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

4、降准不代表全面宽松，但意味着货币边际宽松的拐点提前到来

本次降准体现政策思路发生四点变化：**第一，流动性边际宽松力度加大。**虽然央行明确强调本次降准并不是货币政策基调发生变化，但从降准的时点、力度以及实际效果来看，无论是流动性的“量”还是“价”都将改善。**第二，结合其他监管政策和行业政策，降准带来的流动性流向更加精准服务实体。**本次降准的同时，对于炒作房地产、炒作股市以及地方政府债务都做了进一步约束，那么普降带来的增量资金能够更好的流向实体。**第三，“内松外紧”的大环境能够在通胀可控背景下，更好稳定国内经济增长。**下半年，我国需求逐步走弱的方向较为确定，但美国等发达经济体增长仍将改善；同时，通胀的压力也逐步从国内定价品种转向全球定价的原油等；那么，在中美经济周期错位的背景下，货币的适度偏松能够更好对冲海外政策收紧带来的风险。**第四，降准带来的银行负债成本下降，有助于防范信用风险。**无论是房地产行业、还是地方政府债务、以及中小微企业，在疫情、政策和结构的影响下，信用风险发生的概率都有所上升，通过降准能够缓解银行压力，有助于防范系统性信用风险的发生。

超预期的降准能否带来“股债双牛”？首先，债券收益率下行空间打开较为确定。降准打开短端利率下降空间，后续随着风险溢价和通胀预期的回落，我国国债长端收益率下行空间打开。尽管债券发行仍形成一定扰动，但收益率下行趋势确立。**第二，A 股短期仍需谨慎，等待风险释放。**尽管货币转向宽松，但盈利可能不及预期，同时风险偏好在海外资本市场影响下也将有所回落。不过，随着货币逐步转向宽松，以及海外风险的释放，A 股充分调整之后的上行动能也将更足。**第三，商品价格筑顶回落。**本次降准对大宗商品价格影响有限。降准背后隐含的一个信号可能是需求回落幅度超预期，同时未来供给增加也较为确定，整体工业品价格筑顶回落概率上升。**第四，人民币汇率短期贬值压力加大，但资本外流压力不大。**下半年，美联储将逐渐 Taper，中国转向边际宽松，中美货币政策分化加大；但我国经济基本面以及资本市场开放仍对外资形成较大吸引力。

风险提示：

- 1、流动性收缩导致短端利率出现较大上升；

- 2、信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；
- 3、通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

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_20690

