

宏观点评

客观看待信贷社融超预期，下半年节奏有三大扰动

事件：6月新增人民币贷款2.12万亿，预期1.77万亿，前值1.5万亿（2019年6月1.66万亿，2020年6月1.81万亿）；新增社融3.67万亿，预期3.02万亿，前值1.92万亿（2019年6月2.62万亿，2020年6月3.47万亿）；M2同比8.6%，预期8.3%，前值8.3%。

核心结论：超预期背后反映了信贷供给充足，可能与中长期融资需求旺盛和成本压力上行有关。本次全面降准后货币政策并未转向，下半年主基调仍是“稳货币+紧信用+严监管”。后续社融增速回落仍是大趋势，但回落速度将趋缓，持续关注降准、地方发债节奏、PPI走势等三大扰动。

1.新增信贷超预期：居民贷款同比小幅多增，结构有所分化，反映消费内生改善，楼市继续边际降温，企业贷款同比多增，可能既与中长期融资需求旺盛有关，也与季末冲量、成本上涨提高中小微企业的资金压力有关。6月新增信贷2.12万亿，同比多增3100亿，较2019年同期多增4600亿。其中居民贷款新增8685亿，同比少增1130亿；企业贷款新增14591亿，同比多增5313亿；非银机构贷款减少1906亿，同比少增1116亿。金融机构信贷余额同比增长12.3%，较前值小幅回升0.1个百分点，三个月连续回落之后首次回升。紧信用格局下，预计今年信贷增速较去年回落1-2个百分点。

1)居民端：居民贷款同比小幅多增，反映消费内生性改善；但结合乘用车数据来看，消费仍是弱复苏；居民中长贷同比少增，楼市继续边际降温。6月居民短贷增加3500亿元，同比小幅多增100亿元，较2019年同期多增833亿元。短贷改善除季节性原因，可能也与618大促、消费内生性修复有关。但从数据上来看，6月乘用车销量较2020年和2019年同期均下滑，意味着消费仍是弱复苏。6月居民中长贷新增5156亿元，同比少增1193亿元，较2019年同期多增298亿元，反映了房地产在调控趋严形势下，景气度有所回落。今年6月30大中城市商品房成交面积同比下降1%（5月为上升17%），较2019年同期上升8%（5月为14%）。

2)企业端：企业贷款同比多增，可能既有中长期融资需求旺盛的因素，也与季末冲量、成本上涨提高中小微企业的资金压力有关。6月企业贷款新增14591亿，同比多增5313亿，较2019年同期多增5486亿，其中：表内票据融资新增2747亿元，同比多增4851亿；企业短贷新增3091亿，同比少增960亿；企业中长贷新增8367亿，同比多增1019亿。原因上看：1)中长期贷款同比延续多增，反映实体经济融资需求仍旺，也与制造业PMI维持高位相印证。2)表征短期融资需求（对象主要为中小企业）的票据超预期，可能部分源于季末冲量，也与原材料涨价下，中小企业短期现金流压力加大有关。6月BCI指数回落2.2个百分点至54.9，二季度央行问卷显示贷款需求指数全面下滑，其中大、中、小型企业贷款需求指数较一季度回落4个百分点以上。由此看，6月企业贷款超预期高增至少不能全部由资本开支需求和实体经济融资意愿旺盛来解释，也可能与成本上涨提高中小微企业的资金压力有关。

2.新增社融超预期：表内贷款是主支撑；信托、票据等表外融资维持弱势；债券融资对社融的贡献提升，政府债券发行进度加快、企业债一级市场有所修复。后续社融增速仍趋回落，但回落速度较上半年放缓。6月新增社融3.67万亿，同比多增2019亿，较2019年同期多增1万亿。社融存量同比增速持平前值的11%，剔除政府债券口径的同比增速持平前值的9.9%。结构上表内贷款是主支撑，企业债券和政府债券有所好转，表外信托、表外票据仍弱。

1)支撑项主要为表内贷款。社融口径新增人民币贷款2.3万亿，同比多增4131亿元，较2019年同期多增6423亿元。结合上述新增信贷的结构特点来看，资金应主要流向房地产市场（居民中长贷）、制造业（企业中长贷）、小微企业（票据）等部门。

2)信托贷款和表外票据延续拖累。受压表外影响，6月表外融资减少1740亿，同比少增2594亿，其中：6月信托贷款减少1047亿，同比少增195亿；6月末贴现银行承兑汇票减少220亿，同比少增2410亿；6月委托贷款减少473亿，同比微增11亿。此外，我们观察到：1)尽管表外融资在减少，但3-6月减少的幅度在逐步下降；2)6月主要是表外票据同比大幅多减，可能与企业贴现规模加大（对应上述表内票据高增）和可能的新增额度受限有关。

3)债券融资有所提升，企业债券和政府债券同比均小幅多增。随着地方债发行进度加快，6月新增政府债券7475亿元，同比多增25亿元，较2019年同期多增608亿元。我们曾指出，今年我国地方债发行偏慢主因稳增长压力较小、前期沉淀资金再利用以及项目审核趋严。中性假设下三季度新增地方债月均发行8000亿元左右，净融资额在6000-7000亿元之间，但需要说明的是，鉴于上述导致上半年发债进度不及预期的因素后续可能持续，也存在新增专项债发行延续至四季度，从而平滑下半年的月均发行量，或发不完全年度额度的可能性。企业债一级市场有所恢复，6月新增企业债券3702亿元，同比多增16亿元，较2019年同期多增2263亿元。

4)后续社融节奏怎么看？趋势下行之外提示三大关注点：维持我们中期策略的观点，后续社融增速回落仍是大趋势，全年社融同比可能从去年的13.3%降至11%以下，回落速度较上半年缓和。依照以往规律，在信贷投放和政府债券发行量三季度大于四季度的中性假设下，由于基数的原因，我们可能看到社融存量增速在9-11月见底，12月回升。但需要注意几个问题：1)降准后银行对实体支持力度加大，从而可能抬高贷款规模。我们倾向于认为，由于下半年经济动能逐渐回落，贷款需求可能边际走弱，贷款规模提升幅度有限。若贷款规模较此前预期扩容，可能大概率流向制造业（部分中长贷）和小微企业（票据和短贷为主）。2)若专项债发行由三季度平滑至四季度，那么区别于我们的中性预测节奏，社融存量增速可能呈现Q3逐渐走低，Q4逐渐走高的局面。3)随着PPI超预期上行，今年名义GDP增速可能达到13%，高于年初市场的预期。若年底社融存量增速降至11%以下，则实体和市场感受到的信用收缩力度可能更大（即社融同比低于名义GDP增速）。

3.M1连续5个月回落，M2续升，反映房地产市场边际降温、原材料涨价可能提高企业现金流压力。此外，居民、企业、非银存款随贷款同步增加，派生作用较强，财政存款投放仍偏弱。6月M1同比回落0.6个百分点至5.5%；M2同比回升0.3个百分点至8.6%。M1同比在基数下行情况下仍走低，反映楼市边际降温，也可能与原材料价格上涨提高企业现金流压力，挤压企业利润有关。存款端，6月居民、企业存款环比多增，非银机构存款、财政存款环比少增反映了季节规律，即企业为应对季末MPA考核，收紧对非银机构融资，财政也在季末加大投放。同比看，各类存款同比多增，与贷款多增导致派生存款有关。其中财政存款同比少减2100亿，叠加6月政府债券发行量增加，说明财政投放仍偏弱。继续提示，“防风险、严监管、稳杠杆”之下，预计M2同比较去年回落1-2个百分点。

4.综合看，超预期背后反映了信贷供给充足，可能与中长期融资需求旺盛和成本压力上行均有关；持续关注降准、专项债发行、PPI走势等对社融的影响；降准并不代表货币政策转向，下半年主基调仍是“稳货币+紧信用+严监管”。与此前相比，6月数据突出了贷款的主支撑，表内票据超预期高增，居民中长贷走弱，表外票据偏弱，政府和企业债券发行量上升的特点。总体看，信贷供给充足，中长期融资需求旺盛和原材料涨价下企业压力加大可能并存，这也能部分解释为什么在贷款需求下降、小企业经营压力下降的情况下，信贷“逆势”走高。事实上，本次全面降准落地，也是为缓解因大宗价格上涨带来的小微企业成本压力。往后看，社融增速总体趋下行，但节奏仍存不确定性，关注降准、专项债发行节奏等扰动。维持此前判断，全面降准后中国货币政策并未转向，下半年主基调仍是“稳货币+紧信用+严监管”。后续央行会更加突出对中小微企业、制造业企业的结构性支持。同时，继续提示，要紧盯信用收紧进展，尤其是控房地产、地方债务化解、压表外融资、处置问题企业等领域。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

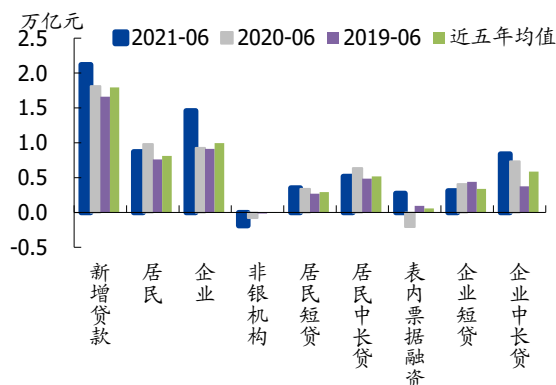
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1.《这次不一样——对全面降准的5点理解》2021-07-09
- 2.《“紧信用+稳货币”延续，社融回落速度将趋缓——5月信贷社融点评》2021-06-11
- 3.《宏观专题：分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07
- 4.《“紧信用+稳货币”进一步确认——4月信贷社融点评》2021-05-13
- 5.《央行一季度货币政策报告的7大信号》2021-05-12
- 6.《信贷强、社融降，紧信用开始了吗？》2021-04-12
- 7.《金融数据全面超预期的背后》2021-03-11
- 8.《天量信贷和社融释放了什么信号？》2021-02-09
- 9.《央行四季度货币政策报告的7大信号》2021-02-09

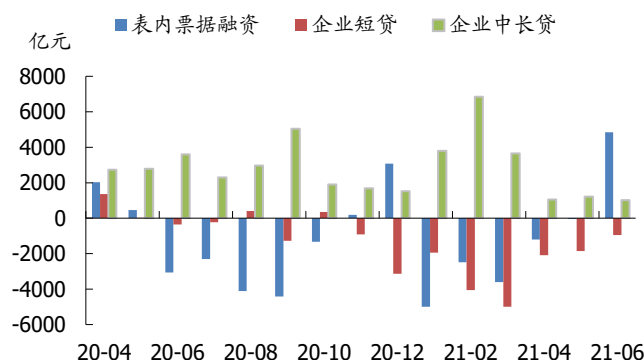


图表1: 6月新增贷款超预期高增



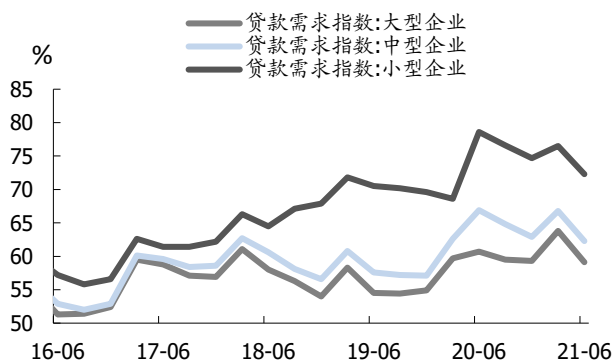
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 企业表内票据融资和中长贷同比多增



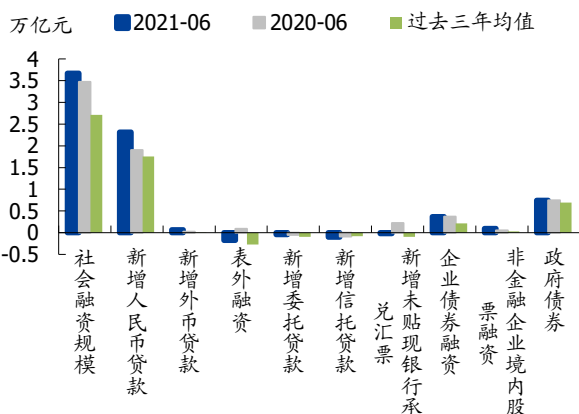
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表3: 2021年Q2贷款需求指数全面下滑



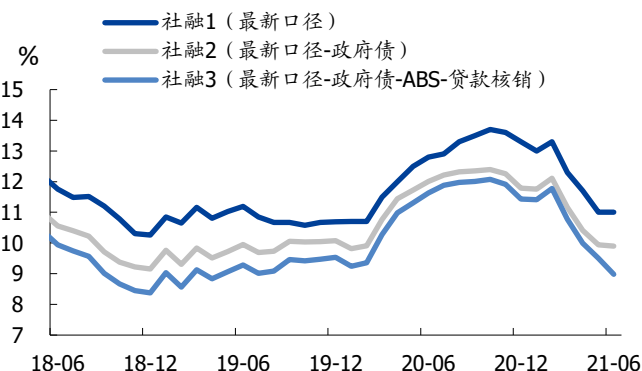
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 6月新增社融高于2020年同期和过去三年均值



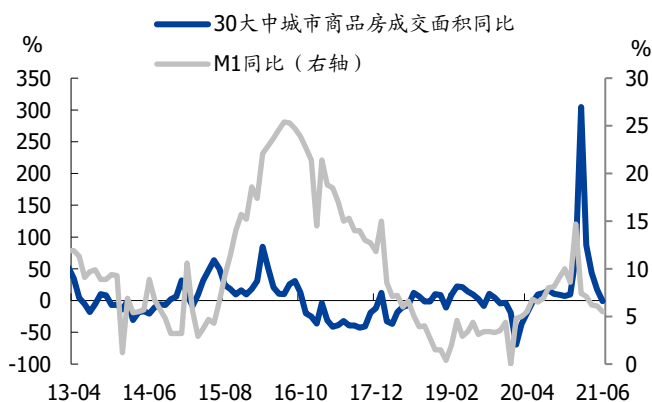
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 6月社融存量增速维持稳定



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: M1同比延续走弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_20699

