

全面降准≠全面宽松

——6月社融数据点评

摘要

- **社融增速放缓停止，降准不改政策方向。**6月末社会融资规模存量同比增长11%，增速与上月持平；其中，对实体经济发放的人民币贷款同比增长12.6%。从社融增量来看，2021年上半年社会融资规模增量累计为17.74万亿元，比2019年同期多3.12万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.94万亿元，较2020年及2019年同期都多增。上半年流动性较充裕，金融机构对于实体经济的扶持力度不减。单月数据来看，6月社会融资规模增量同比多增2019亿元，一方面受到季节因素影响，另一方面也由于基建投资融资加速；其中，对实体经济发放的人民币贷款同比多增4131亿元，6月信贷投放回暖。随着后续企业持续复苏，或将继续支撑融资需求，但仍需注意监管趋严以及房地产调控政策的影响。7月9日，央行表示启动降准，短期内流动性超预期宽松，但这不意味稳健货币政策取向发生改变，预计社融增速将延续稳定态势。
- **社融结构持续改善，6月直接融资加速。**上半年直接融资占比降低，主要受到企业债券及政府债券占比下降影响较多。单月来看，直接融资占比上升明显，主要由于本月企业债券融资显著升高作用，6月信用债净融资额较5月大幅回升，城投债发行也有所好转；地方债发行加快，6月政府债券融资较2019年同期多增607.73亿元，预计债券供给会逐步释放，三季度地方债或迎来一波发行高峰。此外，6月非金融企业境内股票融资同比多增419亿元。从表外融资看，上半年信托贷款同比减少较多，委托贷款相对较稳定。从单月数据来看，表外融资仍呈现收缩态势，不过月度数据中未贴现的银行承兑汇票成为最大的拖累项，一定程度上说明货币政策常态化仍在推进；信托贷款6月同比多减195亿元，监管效果持续显现；委托贷款减少473亿元。
- **居民中长期贷款同比少增，企业中长期贷款仍为主力。**2021年上半年，人民币贷款增加12.76万亿元，其中主要受上半年房地产销售韧性较强影响，住户贷款增加4.58万亿元，企（事）业单位贷款增加8.37万亿元。单月来看，6月人民币贷款同比多增3086亿元。分部门看，房地产管控效果显现，居民中长期贷款同比少增，短期贷款同比多增，随着消费持续复苏，预计居民短期贷款将稳中有升。6月，企（事）业单位贷款同期同比多增4910亿元。从贷款结构来看，6月短期贷款同比少增960亿元，但环比5月增幅较大，企业短期流动性需求增加；中长期贷款同比多增1019亿元，已连续多增16个月，虽占比有所下降，但仍保持在较高水平，企业对未来信心较足。
- **M2增速回升，剪刀差继续扩大。**6月，M2同比增长8.6%，增速较前值回升，主要由于非金融机构存款增多所致。季末财政支出扩大、地方债发行加速，6月财政存款同比少减2100亿元；6月非银金融机构存款增加同比多增2670亿元；居民存款同比多增551亿元。M1同比增长5.5%，增速较前值回落。M2-M1的增速差继续扩大，在经济持续恢复、高基数逐渐回落，以及央行开启全面降准的多重因素作用下，预计后续M2增速将稳中有升。
- **风险提示：**国内需求不及预期，金融监管趋严。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内宽松预期骤起，联储仍称保持耐心 (2021-07-09)
2. 不出所料，PPI下行开始——6月通胀数据点评 (2021-07-09)
3. 风华正茂，稳住大局 (2021-07-02)
4. 平而不淡，数据中的细节——6月PMI数据点评 (2021-07-01)
5. 年中流动性无虞，美国债务引担忧 (2021-06-25)
6. 真实利率的真相 (2021-06-25)
7. 轻转向，全球水龙头何时关？ (2021-06-19)
8. 缓步前行的复苏，韧性仍在——5月经济数据点评 (2021-06-16)
9. 一行两会重磅发言，美国通胀继续走高 (2021-06-11)
10. 变奏下的社融增速与结构变化——5月社融数据点评 (2021-06-10)

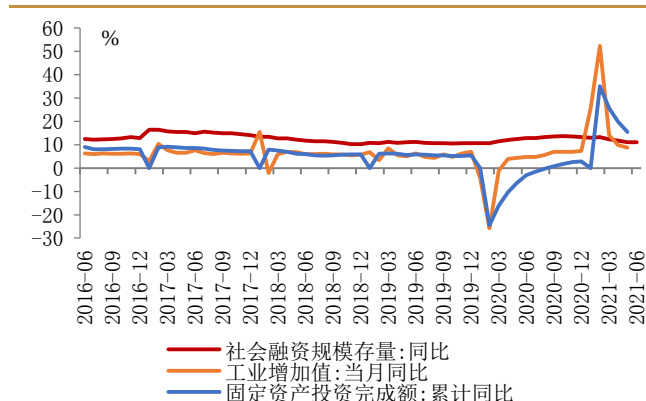
6月，社融增速与上月持平，企业债券融资回升，政府债券融资继续回暖，M2 同比继续回升。7月央行出台全面降准政策，但这不改货币政策稳健方向，预计金融机构将继续助力实体经济复苏，后续社融增速将趋于稳定。

1 社融增速放缓停止，降准不改政策方向

社融存量同比增速持平，6月新增人民币贷款同比多增。6月末社会融资规模存量为301.56万亿元，同比增长11%，增速与上月持平；其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为184.54万亿元，同比增长12.6%，增速较前值加快0.1个百分点。从社融增量来看，2021年上半年社会融资规模增量累计为17.74万亿元，比上年同期少3.13万亿元，比2019年同期多3.12万亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.94万亿元，同比多增6135亿元，较2019年同期多2.92万亿元。上半年流动性较充裕，金融机构对于实体经济的扶持力度不减。从单月数据来看，6月社会融资规模增量为3.67万亿元，同比多增2019.00亿元，较2019年同期多增1.05万亿元，一方面受到季节因素影响，另一方面也由于基建投资融资加速，6月社融增量较大；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加2.32万亿元，同比多增4131亿元，较2019年同期多增1.05万亿元，6月信贷投放回暖。随着后续企业持续复苏，或将继续支撑融资需求，但仍需注意监管趋严以及房地产管控政策的影响。

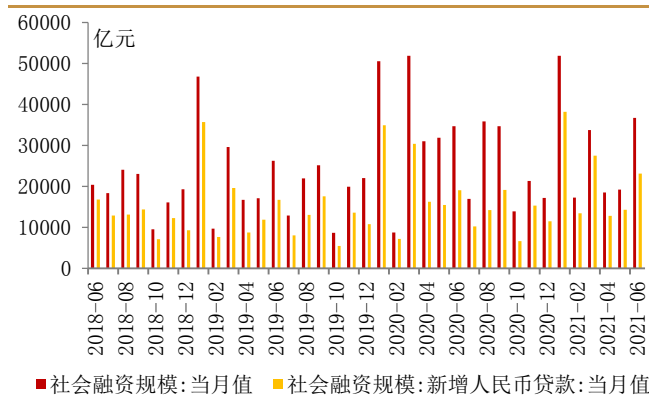
6月25日央行二季度例会召开，货币政策在稳增长方面的压力进一步下降，更为强调经济的均衡稳定发展；7月9日，央行表示，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，将于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。下一步，央行仍将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，保持流动性合理充裕。降准释放长期资金约1万亿元，降低金融机构资金成本每年约130亿元，此次降准是货币政策回归常态后的常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金被金融机构用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口，增加金融机构的长期资金占比，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定。今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难，预计政策将继续向小微企业倾斜，货币政策维持稳健基调，央行表示此次降准调整中央银行的融资结构，有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。预计降准政策将推升7月的社融增速和信贷投放，但降准不意味稳健货币政策取向发生改变，仍需关注下半年MLF到期的操作情况（三季度和四季度分别有1.7万亿和2.45万亿MLF到期），中期来看我国货币政策正常化仍将持续，社融增速将延续稳定态势。

图1：社融存量同比增速与上月持平



数据来源：wind、西南证券整理

图2：新增社会融资单月同比多增



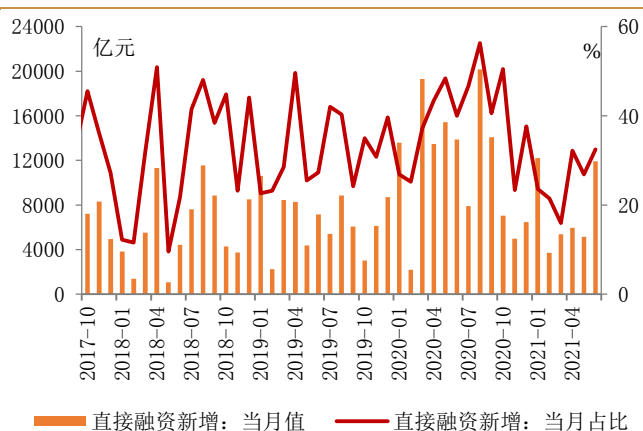
数据来源：wind、西南证券整理

2 社融结构持续改善，6 月直接融资加速

从社融结构来看，上半年直接融资占比降低，6 月企业债券融资上升明显。2021 年上半年，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 73.03%，同比高 13.9 个百分点。直接融资方面，上半年总体直接融资占比 25.00%，较去年同期占比下降 12.31 个百分点，较 2019 年同期占比下降 3.13 个百分点，主要受到企业债券及政府债券占比下降影响较多，企业债券占比 8.4%，同比低 7.7 个百分点；政府债券占比 13.8%，同比低 4.4 个百分点；上半年资本市场活跃，非金融企业境内股票融资占比 2.8%，同比高 1.6 个百分点。单月来看，直接融资占比上升明显，6 月直接融资占社融增量 32.46%，较前值上升 5.62 个百分点，主要由于本月企业债券融资显著升高作用；6 月，企业债券融资 3702 亿元，较 2019 年同期多增 2262.92 亿元，信用债净融资额较 5 月大幅回升，城投债发行也有所好转；近两月地方债发行加快，6 月政府债券融资 7475 亿元，较 2019 年同期多增 607.73 亿元，截至 7 月 4 日，根据部分已公布计划省市三季度地方债发行计划来看，三季度地方债计划发行部分已累计达 2.09 万亿，略高于二季度水平，其中，7-9 月计划发行分别为 6305 亿元、9675 亿元、4890 亿元，预计债券供给会逐步释放，三季度地方债将迎来一波发行高峰，新增专项债的放量有望对下半年的基建投资起到支撑作用。此外，6 月非金融企业境内股票融资 957 亿元，同比多增 419 亿元，较 2019 年同期增加 803.75 亿元。

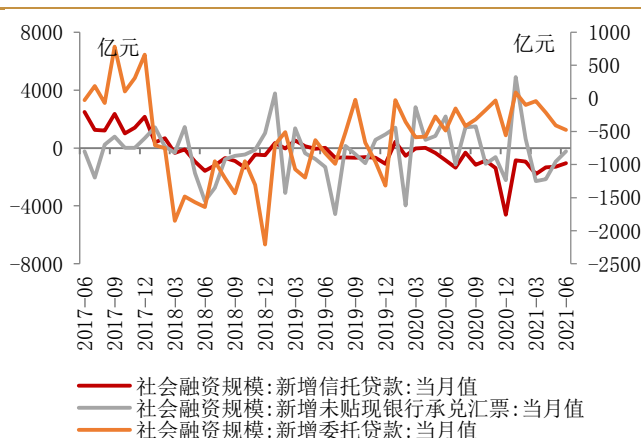
从表外融资看，上半年信托贷款同比减少较多。2021 年上半年，表外融资减少较多，新增表外融资减少 8437 亿元，同比多减 8699 亿元，其中信托贷款拖累最多。受监管政策影响，上半年，信托贷款减少 7239 亿元，同比多减 5944 亿元，占新增社融的比例为 -4.1%，同比低 3.5 个百分点；委托贷款相对较稳定，上半年委托贷款减少 1145 亿元，同比少减 1161 亿元，占比 -0.6%，同比高 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票减少 53 亿元，同比多减 3916 亿元，但较 2019 年同期相比少减 335 亿元，占比 -0.03%，同比低 1.9 个百分点。从单月数据来看，表外融资仍呈现收缩态势，不过月度数据中未贴现的银行承兑汇票成为最大的拖累项。6 月，未贴现的银行承兑汇票减少 220 亿元，同比多减 2410 亿元，但较 2019 年同期少减 1098 亿元，一定程度上说明货币政策常态化仍在推进；信托贷款 6 月减少 1047 亿元，同比多减 195 亿元，较 2019 年同期多减 1062 亿元，监管效果持续显现；委托贷款减少 473 亿元，同比少减 11 亿元，较 2019 年同期少减 354 亿元。

图 3：6 月直接融资占比下降



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：6 月表外融资表现较弱



数据来源：wind、西南证券整理

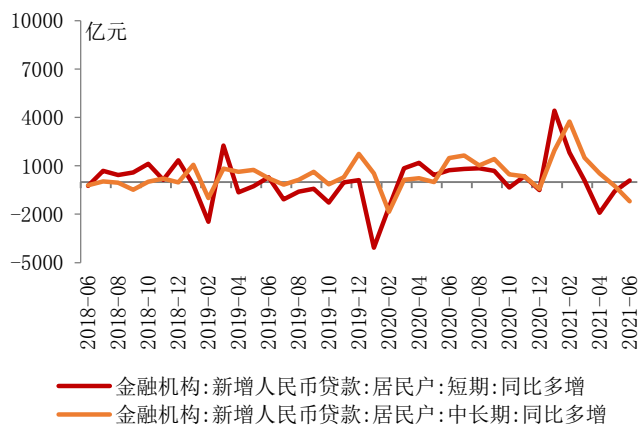
3 居民中长期贷款同比少增，企业中长期贷款仍为主力

2021 年上半年，人民币贷款增加 12.76 万亿元，较上年同期同比多增 6677 亿元。分部门看，住户贷款增加 4.58 万亿元，其中，短期贷款增加 1.15 万亿元，中长期贷款增加 3.43 万亿元，主要受上半年房地产销售韧性较强影响；企（事）业单位贷款增加 8.37 万亿元，其中，短期贷款增加 1.23 万亿元，中长期贷款增加 6.62 万亿元，票据融资增加 2211 亿元，企业端贷款结构改善明显；非银行业金融机构贷款减少 1832 亿元。

6 月房地产管控效果显现，居民中长期贷款同比少增。从单月情况来看，6 月人民币贷款增加 2.12 万亿元，同比多增 3086 亿元。分部门看，住户贷款增加 8656 亿元，比上年同期同比少增 1130 亿元，但较 2019 年同期同比少增 1093 亿元。其中，短期贷款同上月我们预期的一致，增加 3500 亿元，较去年同期同比多增 100 亿元，受 6 月 618 购物节居民增加消费的影响，短期贷款环比 5 月多增 1694 亿元。随着消费持续复苏，预计居民短期贷款将稳中有升。6 月居民部门中长期贷款增加 5156 亿元，同比少增 1193 亿元，环比 5 月多增 730 亿元，房地产监管政策显现。在 2020 年 12 月 31 日，央行和银保监会共同发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，决定建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，控制个人住房贷款占比以及房地产贷款占比，房地产市场监管趋严。6 月房地产调控持续加码，南昌、东莞等先后发布通告，禁止房企多“马甲”抢地，禁止有关联公司同时参加同一土地竞拍；在房贷利率方面，杭州、天津等城市的商业银行再次上调了房贷利率，有部分城市的二手房房贷利率已超过 6%。6 月，30 个大中城市商品房成交面积同比下降 1.80%，政策调控已有显现。

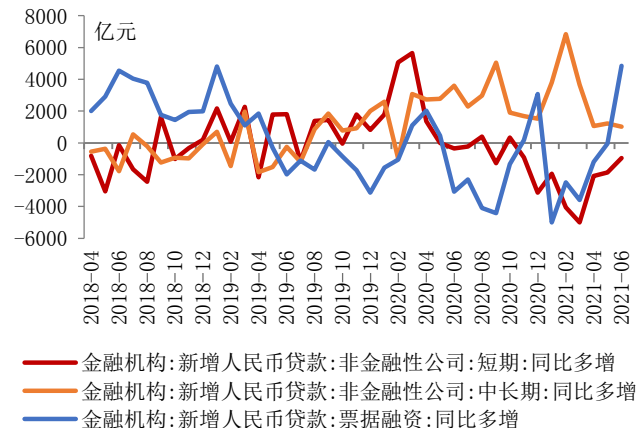
市场流动性宽裕，企业中长期贷款和票据融资同比多增。6 月，企（事）业单位贷款增加 1.42 万亿元，较 2020 年同期同比多增 4910 亿元，主要受到票据融资同比多增影响。从贷款结构来看，6 月短期贷款增加 3091 亿元，同比少增 960 亿元，较 2019 年同期少增 1317 亿元，但环比 5 月增幅较大，增加 3735 亿元，企业短期流动性需求增加；中长期贷款增加 8367 亿元，同比多增 1019 亿元，较 2019 年同期多增 4614 亿元，已连续多增 16 个月，企业投资期限持续向好，表明当前市场对未来信心较足，资金没有进行短期空转，流向长期投资项目；此外，票据融资增加 2747 亿元，同比多增 4851 亿元，较 2019 年同期多增 1786 亿元。6 月企业中长期贷款占全部企业新增贷款的 68.03%，虽较上月降低 13.10 个百分点，但企业中长期贷款占比仍保持在较高水平。

图 5：居民部门中长期贷款需求同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位票据融资同比多增



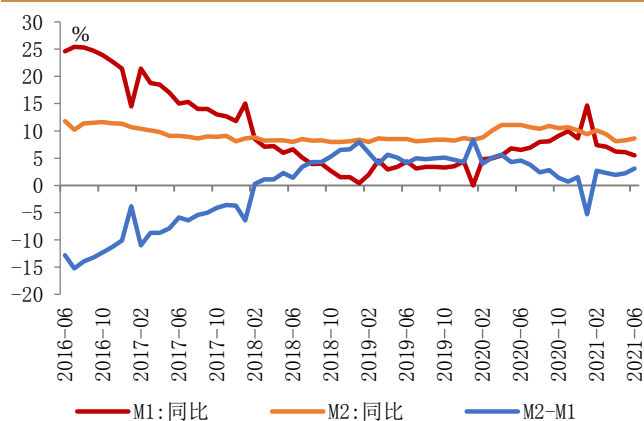
数据来源：wind、西南证券整理

4 M2 增速回升，剪刀差继续扩大

6 月末，广义货币 (M2) 余额 231.78 万亿元，同比增长 8.6%，增速分别比上月末、去年同期和 2019 年同期分别高 0.3 个、低 2.5 个、高 0.1 个百分点。M2 增速 6 月出现小幅上升主要由于非金融机构存款增多所致。季末财政支出扩大、地方债发行加速，6 月财政存款减少 4002 亿元，同比少减 2100 亿元；6 月非银金融机构存款增加 2.23 万亿元，同比多增 2670 亿元；居民存款同比多增 551 亿元。狭义货币 (M1) 余额 63.75 万亿元，同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期和 2019 年同期分别低 0.6 个、低 1 个百分点和高 1.1 个百分点。6 月，M2-M1 的增速差继续扩大，从上月的 2.2 个百分点扩大到本月的 3.1 个百分点。在经济持续恢复、高基数逐渐回落，以及央行开启全面降准的多重因素作用下，预计后续 M2 增速将稳中有升。

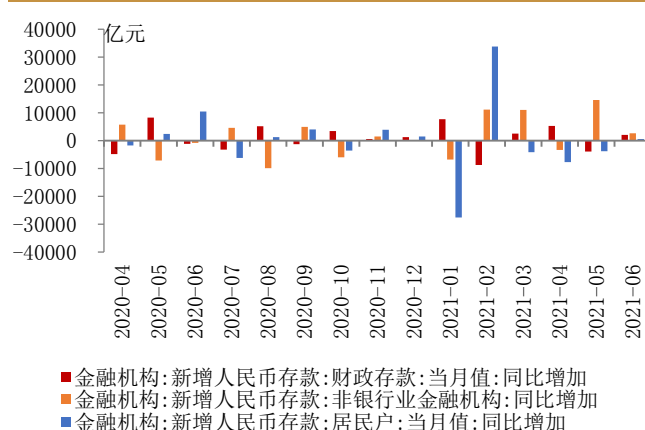
6 月，央行货币政策委员会二季度例会新增了“优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式”等，把“降低贷款利率的潜力”去掉了，改成了“继续释放贷款市场报价利率改革潜力”。继 LPR 改革后，市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。

图 7：6 月 M1 增速持续下行、M2 回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：6 月财政存款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

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_20702

