

社融回落或未到底，水牛行情暂不可期

——6月金融数据点评

2021年7月12日

固定收益 点评报告

分析师	杨若木 电话：010-66554032 邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
研究助理	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070058

事件：

2021年7月9日，央行发布中国6月金融数据：

新增人民币贷款 2.12 万亿元，前值 1.5 万亿元，同比多增 3100 亿元；社融规模存量为 301.56 万亿元，同比增 11%；社融规模增量 3.67 万亿元，前值 1.92 万亿元，同比多增 2008 亿元；6月 M2 同比增长 8.6%，前值 8.3%，M1 货币供应同比 5.5%，前值 6.1%，M0 货币供应同比 6.2%，前值 5.6%。

观点：

我们认为 6 月金融数据整体超预期，或是在缓和 4、5 月份社融回落速度过快的影响。目前显示实体融资需求不强，所以实际社融情况未必有数据表现的这么好，票据冲量支撑下反映出的信贷结构也并不良好。后续信用收紧、经济动能趋弱的效应可能还会有所表现，尤其会体现在居民中长期贷、企业部门贷款上，但政府债券发行节奏后置、稳杠杆下企业债融资环境或渐进改善，高基数下我们维持此前对于三季度社融触底趋稳的判断，6 月数据可作为一个信号。我们在揣摩政策深意的时候，能够感受到全年“稳”字当头、防患于未然的决心，上周五央行公布下调存款准备金率 0.5 个百分点，降准时间和力度均超预期，或是对局部疫情影响和实体经济动能趋弱打出的提前量，在建党百年与明年二十大即将召开的重要时点，政策巩固经济的力度或持续稳健。对于债市而言，短期内最大利好或已落地，经济尚无失速风险，信用环境尚未企稳，宽货币之后水牛行情暂不可期。

一、信贷大幅超预期，企业票据融资持续旺盛、中长期贷款保持平稳，但信贷结构并不好

6 月新增人民币贷款 2.12 万亿元，同比多增 3100 亿元，大幅超市场预期。6 月末人民币贷款余额 185.5 万亿元，同比增长 12.3%，增速比上月末增加 0.1%，比上年同期低 0.9%。短贷和票据融资多增（+3991 亿），中长期贷款同比少增（-174 亿）。中长期贷款占比同比有所降低，信贷结构不算太好。

居民部门增加 8685 亿元，同比少增 1130 亿元。其中短期贷款增加 3500 亿元，同比多增 100 亿元，居民短贷在连续两个月同比少增后迎来多增，反映居民消费缓慢修复；中长期贷款增加 5156 亿元，同比少增 1193 亿元、环比多增 730 亿元，反映多地房地产调控加码、全国房贷利率水平持续上涨背景下地产领域信贷弱势渐显，居民中长期贷款后续或继续走弱。

企业部门贷款增加 14591 亿元，同比多增 5313 亿元。其中，短期贷款增加 3091 亿元，同比少增 960 亿元，票据融资增加 2747 亿元，同比多增 4851 亿元，中长期贷款增加 8367 亿元，同比多增 1019 亿元。短期贷款同比少增，仍因成本上行、安全生产影响及部分行业缺芯等承压。票据融资增幅较大，与银行季末以票据冲量行为有关，也有政策支持实体经济的因素，但中长期贷款的表现不好不坏，说明企业融资需求偏弱，印证了央行此前的调查结果，后续信贷尚不具备持续高景气的条件。

二、社融同比增量转正大幅超预期，信贷为主要拉动项，大概率为政策层面的主动调节，持续性较弱

6 月社会融资规模增量为 3.67 万亿元，比上年同期多增 0.2 万亿元，在连续 3 月同比少增后首次多增，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。其中新增人民币贷款为主要拉动项，政府债券和企业债券融资规模回升，非标延续压降态势。

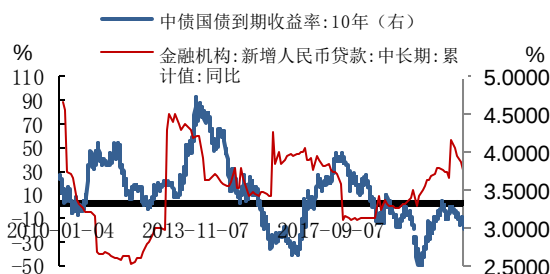
直接融资 6 月增加 4659 亿元，同比多增 435 亿元，其中企业债券净融资 3702 亿元，同比多增 16 亿元，股权融资 957 亿元，同比多增 419 亿元。企业债融资有所恢复，同比回正，但后续信用债融资环境仍不容乐观，城投监管继续收紧，后续难言会有明显好转的趋势。6 月政府债券净融资 7475 亿元，同比多增 25 亿元，政府债券发行提速，三季度或对社融形成一定支撑。

6 月非标融资继续压降 1740 亿元，同比减少 2594 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少 220 亿元，同比减少 2410 亿元，信托贷款减少 1047 亿元，同比多减 195 亿元，委托贷款减少 473 亿元，同比少减 11 亿元。“两压一降”力度不减，年内委托贷款及信托贷款都将面临持续的压力，未贴现的银行承兑汇票大幅多减，企业贴现意愿增强形成消耗，贴现利率较上月提升。

三、M2 超预期，信贷带动 M2 改善，M1 增速持续回落，M2 与 M1 剪刀差有所扩大

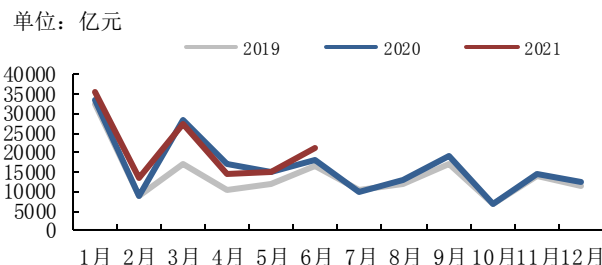
6 月末 M1 同比增长 5.5%，较前值回落 0.6%，剪刀差有所扩大，M0 增速同比为 6.2%，M2 余额为 231.78 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 0.3%，比上年同期回落 2.5%。6 月居民存款增加 2.23 万亿元，同比多增 551 亿元，非金融企业存款增加 2.47 万亿元，同比多增 1.28 万亿元，企业和居民存款均强，与信贷高增带来存款派生有关。财政存款减少 4002 亿元，同比多增 2100 亿元，财政支持力度季末不弱。非银存款减少 2898 亿元，同比少减 2670 亿元，反映季末非银流动性较为宽松，也有低基数的原因，符合预期。

图 1：中长期信贷仍稳，



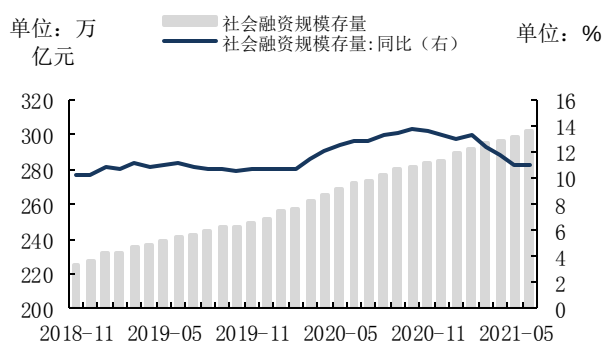
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 2：新增人民币贷款 6 月同比有所超预期



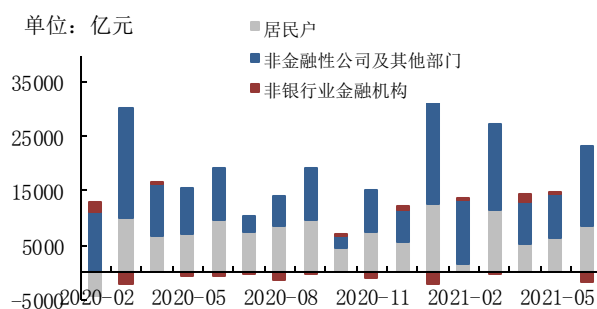
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 3：6 月社融增速与 5 月持平



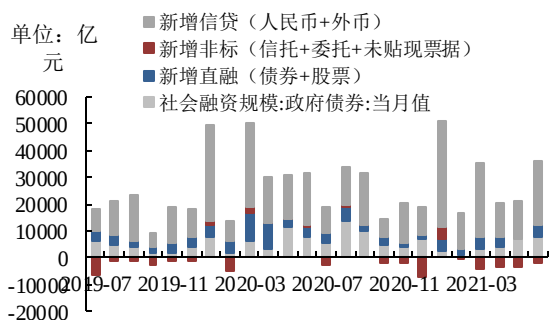
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 4：企业部门新增贷款大幅增加



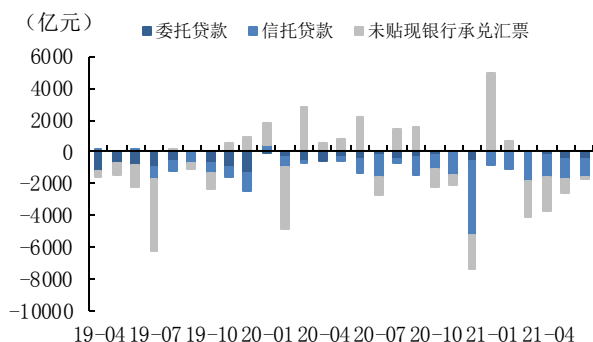
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 5：信贷环比高增助力社融环比高增



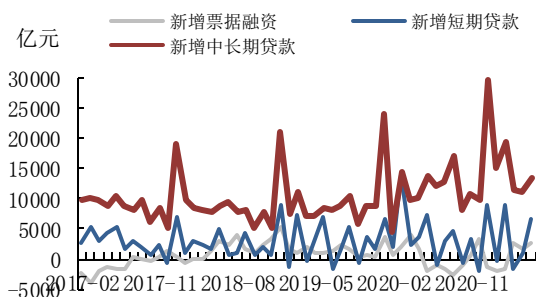
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 6：6 月委托贷款与信托贷款缩减是非标缩减的主要方面



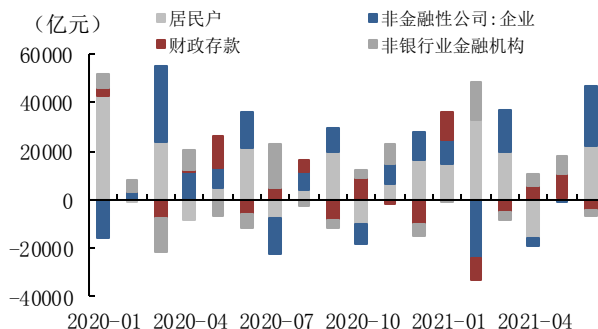
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 7：6 月票据融资与短贷同比大幅增加



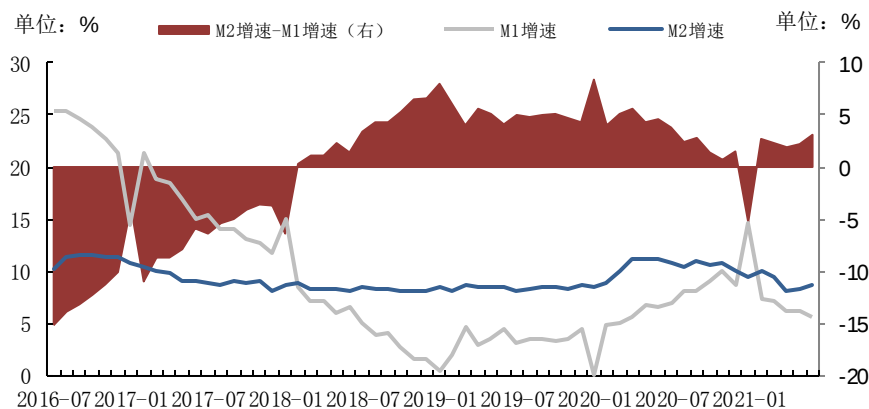
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 8：企业存款和居民存款是 M2 的主要增量因素



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 9：M1 与 M2 剪刀差有所扩大



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

风险提示： 经济修复不及预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

研究助理：贾清琳

金融本硕，2019年7月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重信用债策略及转债方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_21855

