



社融、M2 小幅回弹

——兼评 6 月金融数据与降准

2021 年 07 月 12 日

投资摘要:

6 月社融、M2 小幅反弹，略超市场预期，其中新增人民币贷款、政府债券、企业债券提供主要贡献。新增社会融资总额 3.67 万亿（前值 1.92 万亿），环比多增 1.75 万亿元。社融存量同比增长 11.0%（前值 11.03%），略高于市场预期。M2 同比增长 8.6%（前值 8.3%），M1 同比增长 5.5%（前值 6.1%）。正如 5 月金融数据点评中指出社融回落最快的时候可能已经过去，预计后续回落空间有限，单月或可能上行，以匹配经济增速合理适当为限。

- 6 月社融、M2 小幅回弹，新增社融环比多增明显，其中新增人民币贷款、政府债券、企业债券提供主要贡献。人民币贷款、外币同比多增仍反映对实体经济支持。政府债券融资环比多增，随 6-9 月专项债发行节奏加快或趋稳定。
- 结构上，中长期贷仍维持多增，环比上短期贷有所上升或值得关注。企业和居民贷款结构上均同比多增，相比上月，企业、居民短期贷款环比上行，长短期货共同作用致使 6 月人民币贷款小幅回升，或反映季末银行行为。信贷结构基本平稳，反映实体融资景气度仍在高位。

往后看，我们认为全年社融、M2 回落最快的节点可能已经过去，预计后续社融、M2 增速震荡回稳，以匹配经济增速合理适当为限。结构上，对房地产融资、地方债、影子银行等方向继续纳入 MPA 考核审慎管理，对制造业、普惠金融继续支撑。

- 总量上，全年社融、M2 回落最快的节点可能已经过去，预计后续社融、M2 增速震荡回稳，以匹配经济增速合理适当为限。随着经济复苏继续延续，货币政策将继续回归正常化，随着高基数效应趋弱及政府债券发行提速，预计社融增速将进入震荡回稳期。
- 结构上，对房地产融资、地方债、影子银行等方向继续纳入 MPA 考核审慎管理，对制造业、普惠金融继续支撑。

本轮降准反映了政策在经济结构性修复与控通胀的目标权衡下又一次倾斜前者。

- 尽管是超市场预期的全面降准，但意图仍是结构性纾困。政策表述上或传达相比小微企业利润修复这个更重要的目标，可以容许部分通胀。本轮 PPI 大幅上行的本质上是供需缺口的错配而非需求的全面复苏，而在供应链短期仍难有效修复的背景下，央行选择降准及引导银行向小微企业让利，更多是以降成本为中小企业因大宗商品价格上涨致使企业生产经营困难纾困并平滑过渡。
- 小微关乎居民收入修复更关乎就业，当前阶段修复小微企业利润作为主要目标。小微企业贡献超过一半的就业，而今年以来不管是消费修复不及预期还是中小企业 PMI 持续处在收缩区间都反应结构上经济不平衡仍存在，故而政策对修复小微企业利润作倾斜也是情理之中。
- 后续政策空间上，货币政策的总基调仍旧以稳为主。中长期来看，通胀的绝对高位及环比仍旧向上、下半年美联储 Taper 临近对流动性的影响、宏观杠杆率及宏观审慎框架下防风险为主的背景下，后续货币政策难言大幅宽松。

风险提示：货币政策过紧、经济修复不及预期、信用风险。

2021 年中国主要经济指标预测

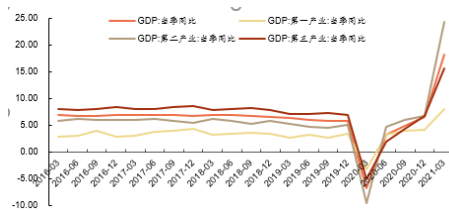
指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特 分析师
 SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘雅坤 研究助理
 SAC 执业证书编号: S1660120080015
 liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: WIND

相关报告

- 《回归均衡中的结构性亮点: ——2021 年中期经济展望与宏观策略》2021-07-07
- 《生产强消费弱的格局仍未打破: 5 月经济数据点评》2021-06-17
- 《社融回落最快的时候可能已经过去: 5 月金融数据点评》2021-06-11
- 《四维度下看下半年利率怎么走: ——利率驱动因素分析》2021-06-08
- 《出口高增有所放缓 但韧性仍在: 5 月出口数据点评》2021-06-08

证券研究报告

名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率 (1 年期存款)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1.6 月金融数据小幅回弹	4
1.1 社融、M2 小幅回弹.....	4
1.2 结构上 中长期贷仍维持多增 环比上短期贷有所上升或值得关注.....	4
1.3 降准反映了政策在经济结构性修复与控通胀的目标权衡下又一次倾斜前者.....	5

图表目录

图 1：社融、M1、M2 增速	4
图 2：企业与居民贷款结构	5

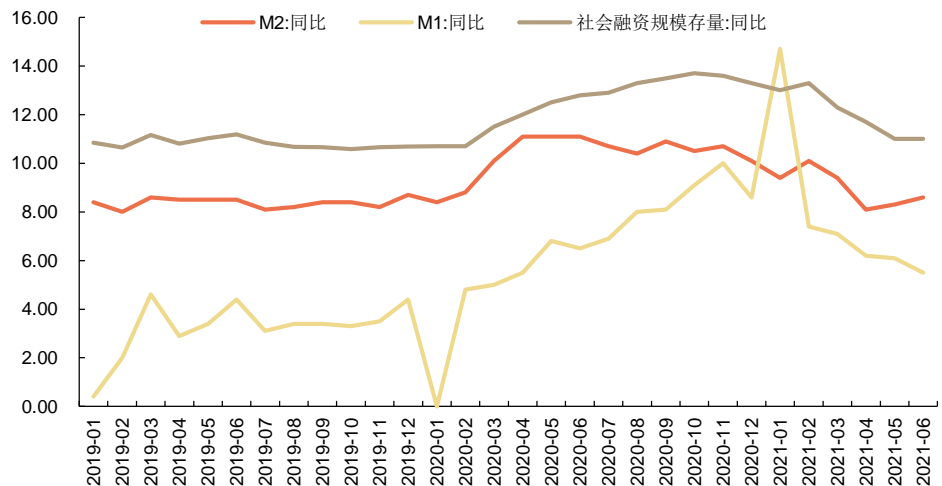
1.6 月金融数据小幅回弹

1.1 社融、M2 小幅回弹

2021年6月新增社会融资总额3.67万亿(前值1.92万亿)环比多增1.75万亿元。社融存量同比增长11.0%(前值11.03%)，略高于市场预期。M2同比增长8.6%(前值8.3%)，M1同比增长5.5%(前值6.1%)。

- ◆ 6月新增社融环比多增明显，其中新增人民币贷款、政府债券、企业债券提供主要贡献。新增人民币贷款上，6月数额为2.316万亿，较去年同期多增4131亿元，较上月多增8866亿元，为主要贡献。政府债券、企业直接融资分别为3702亿元、7475亿元，大幅好于上月，略好于去年同期。
- ◆ 人民币贷款、外币同比多增仍反映对实体支持。
- ◆ 政府债券融资环比多增，随6-9月专项债发行节奏加快或趋稳定。6月，政府债券融资增加7475亿元(前值6701亿元)。随6月开始专项债额度逐步下达，地方债整体发行节奏相比1-5月逐步提速，政府债券有所回升。

图1：社融、M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 结构上 中长期贷仍维持多增 环比上短期贷有所上升或值得关注

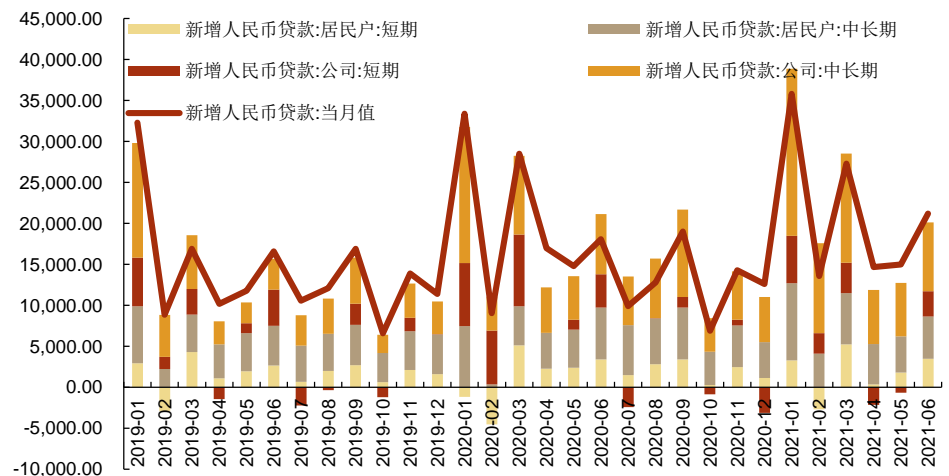
企业和居民贷款结构上均同比多增，相比上月，企业、居民短期贷款环比上行，长短期贷共同作用致使6月人民币贷款小幅回升，或反映季末银行行为。信贷结构基本平稳，反映实体融资景气度仍在高位。

- ◆ 6月企业短贷多增明显，对企业贷款增量上升拉动明显，企业中长期贷继续多增，反映实体经济维持高景气。企业贷款新增11458亿，同比多增5574亿。新增企业短期贷款3091亿元，同比多增3735亿元。主要是短贷及票据上升显著，其效

果及持续性值得继续关注。新增企业中长期贷款 8367 亿，同比多增 1839 亿，主要原因是经济复苏的推进和实体投融资需求的回暖，企业生产经营得到一定程度的恢复，同时政策层面也在继续引导加大对制造业的信贷支持。

- ◆ **居民贷款中长期贷款、短期贷款环比均小幅向上。**居民部门，居民中长期贷款同比继续略有少增，6 月净增 5156 亿元；短期居民贷款净增 3500 亿元，略高于去年同期。中长期贷款新增 5156 亿，较去年同期少增 1193 亿。今年以来，尽管政策端宏观审慎管理加强且多地首套房贷款按揭利率有所回升，但居民中长期贷款仍维持韧性。

图2：企业与居民贷款结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

正如我们 5 月金融数据点评中提到的全年社融、M2 回落最快的节点可能已经过去，6 月信贷数据较前期持平，预计后续社融、M2 增速震荡回稳，以匹配经济增速合理适当为限。随着经济复苏继续延续，货币政策将继续回归正常化。随着高基数效应趋弱及政府债券发行提速，预计社融增速将进入震荡回稳期。

1.3 降准反映了政策在经济结构性修复与控通胀的目标权衡下又一次倾斜前者

7 月 7 日国常会提出适时降准，7 月 9 日，央行正式宣布于 2021 年 7 月 15 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。从持续旺盛的企业中长期贷来看，全面意义上的实体经济融资需求不差（即主权重并非总量上的下半年经济回落风险，总量上央行的表述中更倾向于拉长周期下的回归常态），但更多是侧重修复小微企业利润，表述中“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持”。

- ◆ **尽管是超市场预期全面降准，但意图仍是结构性纾困。**政策表述上或传达相比小微企业利润修复这个更重要的目标，可以容许部分通胀。“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，中国坚持货币政策的稳定性、有效性，不搞大水漫灌，而是精准发力，加大对小微企业的支持力度。”本轮 PPI 大幅上行的本质上是供需缺口的错配而非需求的全面复苏，而在供应链短期仍难有效修复的背景下，央行选择降准及引导银行向小微企业让利，更多是

以降成本来为中小企业因大宗商品价格上涨致使企业生产经营困难纾困并平滑过渡。

- ◆ **小微关乎居民收入修复更关乎就业，当前阶段修复小微企业利润作为主要目标。**
“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持。”小微企业贡献超过一半的就业，而今年以来不管是消费修复不及预期还是中小企业 PMI 持续处在收缩区间都反应结构上经济不平衡仍存在，故而政策对修复小微企业利润作倾斜也是情理之中。
- ◆ **后续政策空间上，货币政策的总基调仍旧以稳为主。**中长期来看，通胀的绝对高位及环比仍旧向上、下半年美联储 Taper 临近对流动性的影响、宏观杠杆率及宏观审慎框架下防风险为主的背景下，后续货币政策难言大幅宽松。

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_21862

