

宏观观点评

社融持续超预期，经济会超预期吗？——兼评6月金融数据

事件：6月新增人民币贷款1.81万亿，预期1.76万亿，前值1.48万亿；新增社融3.43万亿，预期2.82万亿，前值3.19万亿；M2同比11.1%，预期11.2%，前值11.1%；M1同比6.5%，前值6.8%。

1、信贷延续高增、结构改善，预示经济持续修复，特别是地产销售回暖、投资需求提升。6月新增贷款1.81万亿，同比多增1500亿元；上半年累计新增贷款超12万亿，同比多增2.4万亿。结构呈现中长期贷款好于短贷的特征。1）居民贷款：短贷连续4个月同比多增，反映居民消费持续改善。6月居民中长期贷款新增6349亿元，同比多增1491亿元，环比多增1687亿元。中长期贷款与近期房地产市场强势反弹有关，6月30城商品房成交面积同比9.4%，较5月回升11.7个百分点。2）企业贷款：6月企业贷款新增9278亿元，同比多增173亿元。受票据-结构性存款监管趋严影响，6月企业表内票据融资同比少增3065亿元，部分票据可能转为表外。企业中长期贷款同比多增3595亿元，延续5月趋势，中长期贷款同比多增量高于票据和短贷为主的短期融资，反映企业真实融资需求恢复，特别是基建、地产等投资需求增加，与二季度贷款需求指数大幅回升、PPI回升、黑色、有色产业链价格走强形成印证。

2、社融：新口径存量增速连续8个月持平或上升，宽信用传导加强，社融分项全面改善。6月社会融资规模新增3.43万亿，同比多增8057亿元；上半年累计新增社融20.8万亿，同比多增6.2万亿；存量增速较5月上升0.3个百分点至12.8%，测算可比口径社融存量同比增速较5月提升0.3个百分点至11.7%。社融分项全面改善：一是人民币贷款新增1.9万亿，同比多增2306亿元，反映疫后生产生活持续改善。二是表外融资同比少减2976亿元，连续4个月维持正增长。特别是未贴现银行承兑汇票新增2189亿元，同比多增3500亿元。此前表外票据新增量连续两个月低于表内票据，6月这一特征逆转，可能与套利监管趋严，票据贴现减少有关。三是企业债券继续同比多增。6月企业债券增加3311亿元，同比多增1872亿元，连续5个月新增规模高于去年同期。上半年累计新增3.33万亿，按照今年“引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元”的要求，预计全年新增企业债券4.24万亿，目前已完成78%。四是政府债券新增7400亿元，同比多增533亿元。6月抗疫特别国债已经发行2900亿元，7月有7100亿特别国债待发，将继续对社融形成支撑。预计政府债券全年发行8.51万亿，支撑社融超33万亿。

3、M1同比不升反降应是基数原因，M2三连平，关注居民存款高增。6月M1同比下降0.3个百分点至6.5%；M2同比连续3个月持平11.1%。M1走势与房地产市场相关度较高，6月房地产销售大幅回暖，因此M1“反常”下降很可能与基数抬高有关（去年同期M1同比升1个百分点至4.4%），仅凭本月尚不能理解为企业现金流情况边际恶化。M2同比与贷款余额同比相关性高，6月贷款余额同比持平前值的13.2%，支持了存款派生。鉴于全年新增贷款20万亿，新增社融可能33.5万亿，有望继续支撑M2同比下半年整体维持在11%以上。6月非银机构存款、财政存款减少，居民存款、企业存款增加符合季节性规律，即财政季末加大支出，银行为应对季末考核收缩非银额度。剔除季节规律，6月居民存款同比多增1万亿，可能与疫后居民增加储蓄、适当减少消费有关，也应和股市有向好预期、楼市有回暖迹象等因素相关。

4、社融持续超预期，经济回升会超预期吗？建议关注以下结构指标的纵向演化：一是信贷、社融结构改善意味需求持续修复。通常居民贷款与房地产市场更相关，是经济周期回升主要力量；企业中长期贷款更反映企业长期融资需求，而短贷反映企业短期现金流改善需求；政府债券则以基建等逆周期调节为主。1-6月贷款改善从企业扩大到居民，从企业短融扩大到企业中长期融资；社融则从主要依靠信贷和政府债券向全面改善演化，反映资金从逆周期调节向需求提升转变。二是M2-社融同比连续两个月下行，反映社会资金总需求增速正赶超总供给。三是关注M1-M2能否持续回升甚至转正，目前5-6月M1-M2剪刀差高于4月，但尚未确认上行趋势，需要持续观察。从金融数据看，我们认为二季度GDP同比有望转正且超预期，投资好于消费。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《价格角度看供需分化——兼评6月物价数据》

2020-07-09

2、《宏观专题：下半年基建投资高增，幅度和结构如何？》2020-07-05

3、《6月PMI超预期回升的信号》2020-06-30

4、《货币政策会转向吗？——兼评5月金融数据》

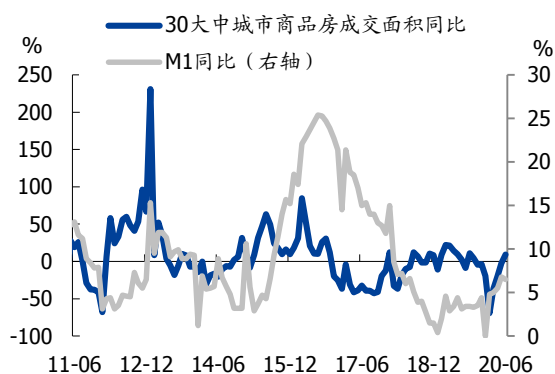
2020-06-10

5、《4月信贷社融超预期的背后》2020-05-11

¹ 鉴于数据可得性因素，这里可比口径用人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债、股票融资之和。

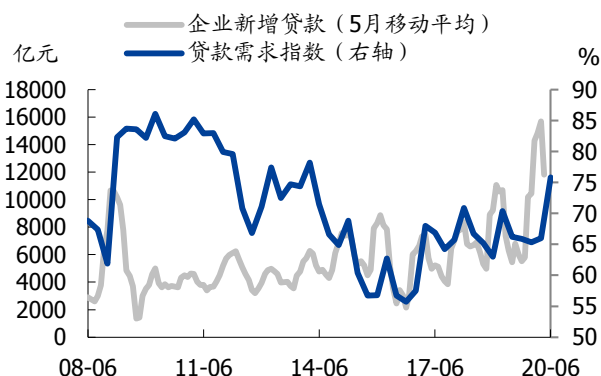


图表 1: 房地产市场回暖带动居民中长贷走高



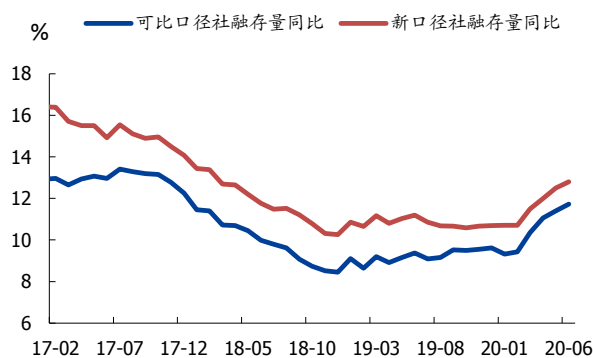
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 二季度贷款需求指数大幅回升



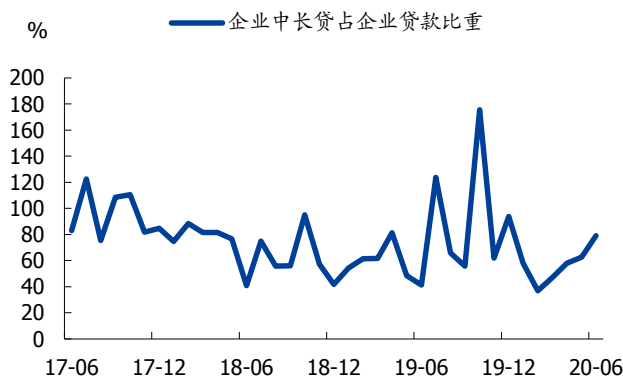
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 社融存量增速持续提高



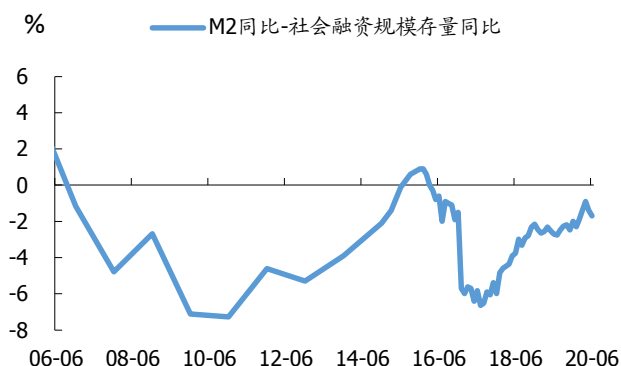
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 企业中长贷占比持续提升



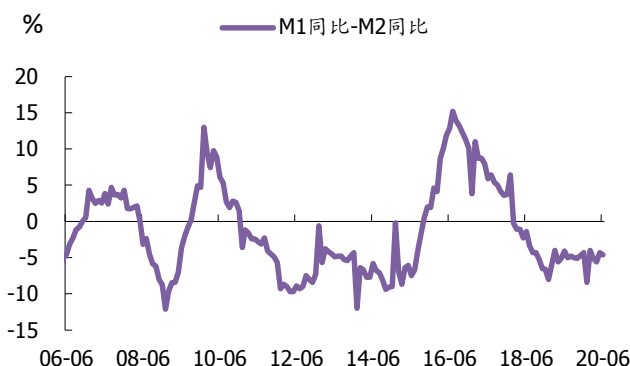
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 全社会资金需求正赶超资金供给



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 需持续观察 M1-M2 何时回升并转正



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所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_3986

