

实体流动性依旧宽松

——6月金融数据点评

宏观事件点评

2020年7月13日

报告摘要:

● 居民和企业中长期贷款推高信贷增速

6月居民长期贷款同比多增1491亿元，很重要的原因在于商品房销量和汽车零售的复苏，根据高频数据来看，6月商品房销量和汽车零售较前几个月有所改善，对居民长期贷款有拉动作用。企业长期贷款同比多增3595亿元，很大程度和基建发力有关。5月以来专项债发行速度有所加快，6月特别国债亦大量发行，而特别国债中有7000亿可以用于基建项目资本金，预计这可以撬动大量企业长期贷款。另一方面，企业票据融资较往年明显收缩，下降3065亿元，主要原因是监管部门对企业发行票据融资—购买结构性存款进行打击。非银贷款同比下降629亿元，也跟监管部门对金融机构加杠杆套利进行打击有关。

● 政府债券融资环比缩量

社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据贡献。6月社融增量3.43万亿，高于市场预期的3.05万亿，同比多增8057亿。其中，表内贷款同比多增2515亿元，企业债券和政府债券融资分别同比多增1872亿元、533亿元，均属正常表现。唯有表外融资出现一些异动，未贴现票据同比大幅多增3500亿。但另一方面，6月政府债券融资相比5月缩量，为保障特别国债顺利发行，一般政府债券和地方专项债发行部分延期，预计7月政府债券融资仍将维持较高水平。

● 居民储蓄回表，非金融机构去杠杆

从存款端来看，6月新增居民户存款明显高于往年，主要原因是监管政策对表外理财的打击使居民储蓄重新回表。另一方面随着余额宝等理财收益的降低，存放在余额宝的收益已低于部分大额可转让存单的收益。6月非银金融机构新增存款同比负增长，和监管政策对金融加杠杆有关，可以看到，无论是非银金融存款还是贷款均明显下降，非银加杠杆套利的行为得到限制。

● 未来展望：下半年宽松力度可能减小，但降准仍有必要

6月M2货币供应同比 11.1%，与市场预期一致。下半年，按照M2增速明显高于去年的政策要求和高信贷社融的派生需求推算，准备金缴存基数仍将保持两位数以上增长，基础货币缺口的压力与日俱增，货币乘数有必要进一步提高，预计下半年仍有必要降准两次。

● 风险提示：货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

7月10日，央行公布6月金融数据：

6月新增人民币贷款18100亿元，市场预期17600亿元，前值14800亿元。

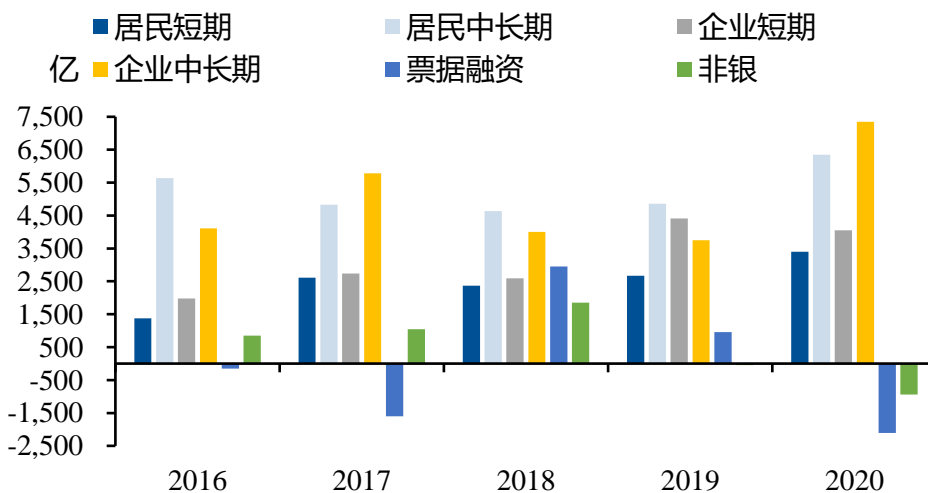
6月社会融资规模34300亿元，市场预期28200亿元，前值31907亿元。

6月M2同比11.1%，市场预期11.2%，前值11.1%；M1同比6.5%，前值6.8%。

一、数据表现：居民和企业部门中长期贷款放量

特征一，居民和企业中长期贷款推高信贷增速。6月居民长期贷款同比多增1491亿元，很重要的原因在于商品房销量和汽车零售的复苏，根据高频数据来看，6月商品房销量和汽车零售较前几个月有所改善，对居民长期贷款有拉动作用。企业长期贷款同比多增3595亿元，很大程度和基建发力有关。5月以来专项债发行速度有所加快，6月特别国债亦大量发行，而特别国债中有7000亿可以用于基建项目资本金，预计这可以撬动大量企业长期贷款。另一方面，企业票据融资较往年明显收缩，下降3065亿元，主要原因是监管部门对企业发行票据融资—购买结构性存款进行打击。非银贷款同比下降629亿元，也跟监管部门对金融机构加杠杆套利进行打击有关。

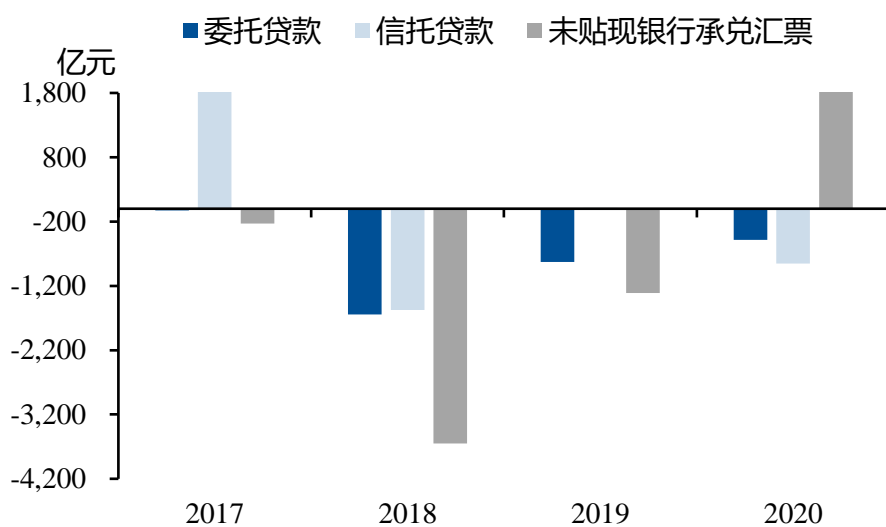
图1：6月份居民和企业中长期信贷放量明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

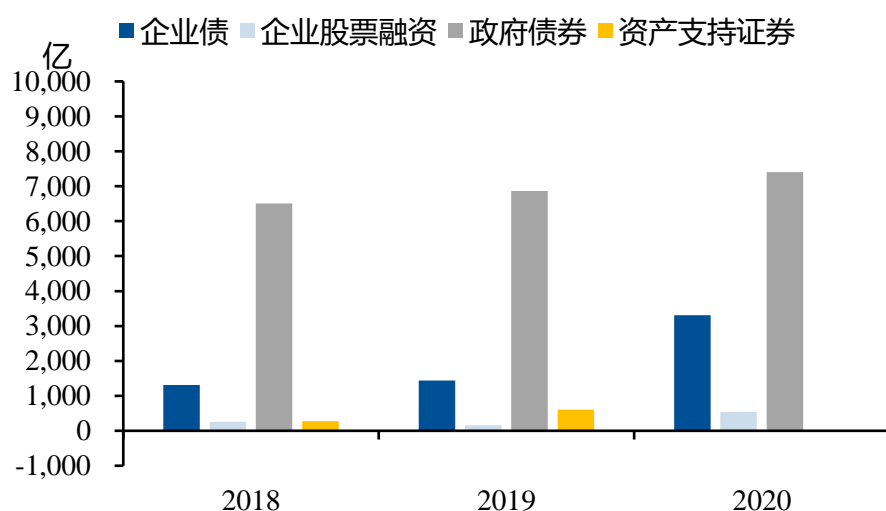
特征二，政府债券融资环比缩量。社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据贡献。6月社融增量3.43万亿，高于市场预期的3.05万亿，同比多增8057亿。其中，表内贷款同比多增2515亿元，企业债券和政府债券融资分别同比多增1872亿元、533亿元，均属正常表现。唯有表外融资出现一些异动，未贴现票据同比大幅多增3500亿。但另一方面，6月政府债券融资相比5月缩量，为保障特别国债顺利发行，一般政府债券和地方专项债发行部分延期，预计7月政府债券融资仍将维持较高水平。

图 2：6 月份非标融资正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

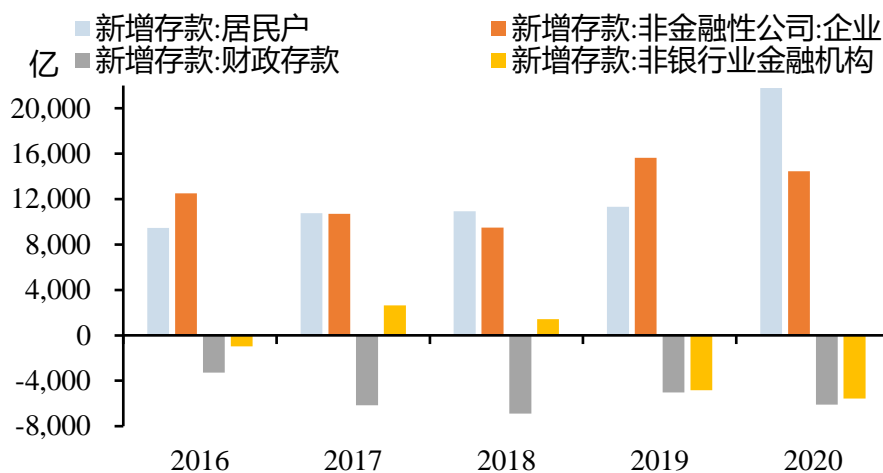
图 3：6 月份政府债券融资与往年持平



资料来源：Wind，民生证券研究院

特征三，居民储蓄回表，非金融机构去杠杆。从存款端来看，6月新增居民户存款明显高于往年，主要原因是监管政策对表外理财的打击使居民储蓄重新回表。另一方面随着余额宝等理财收益的降低，存放在余额宝的收益已低于部分大额可转让存单的收益。6月非银金融机构新增存款同比负增长，和监管政策对金融加杠杆有关，可以看到，无论是非银金融存款还是贷款均明显下降，非银加杠杆套利的行为得到限制。

图 4：6 月居民户存款同比高增长，非银金融机构去杠杆

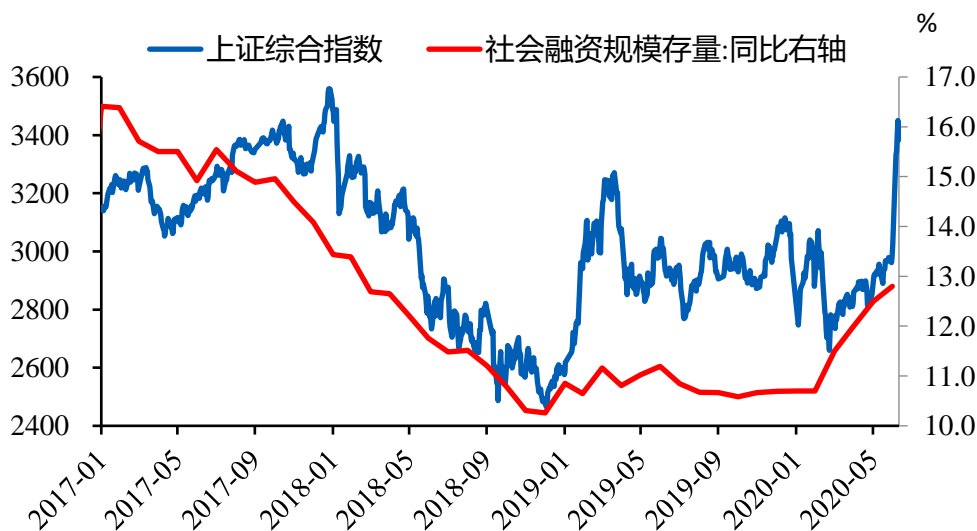


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、数据背后：高社融对权益市场有抬升作用

高社融对股市有提振作用。从近几年经验来看，社融增速高低对股市走势有一定影响。2018 年受去杠杆政策影响，权益市场受到一定冲击，上证综指高位下跌。2019 年去杠杆政策变稳杠杆，股市得到提振。今年疫情以来社融增速快速回升，这利好权益市场。

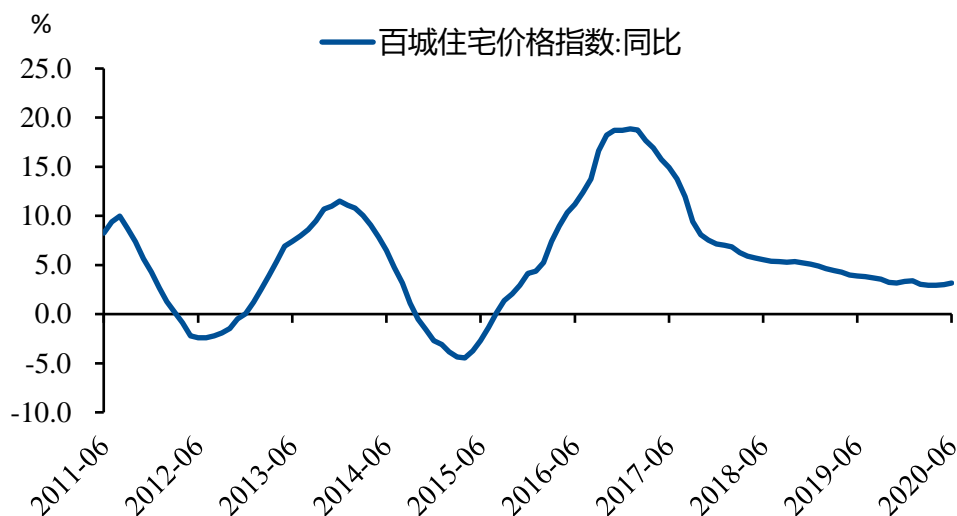
图 5：社融增速和股市走势有一定联系



资料来源：Wind，民生证券研究院

受“房住不炒”影响，流入房地产的资金有限。两会重申“房住不炒”政策，多地限购政策依然没有放松。因此全国来看大部分城市房价均为大幅上涨。传统情况下，货币宽松可能会导致热钱流入房地产，但今年并未发生，因此多余的流动性可以部分流入权益市场。

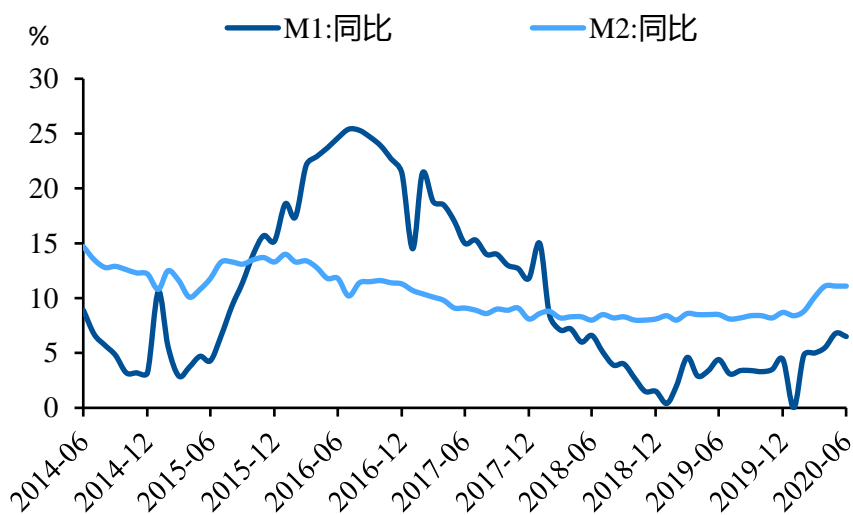
图 6: 受“房住不炒”政策影响, 今年货币宽松并未导致房价暴涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

疫情背景下实体经济资金需求有限。6月M1增速和M2增速剪刀差进一步扩大, 反映出实体经济资金需求低迷的现实, 尽管今年上半年货币政策较为宽松, 但企业投资意愿较低, 将大量资金用于购买定期存款甚至是结构性存款。由于实体投资—融资需求有限, 2-4月大量资金流入债市, 导致固收债牛。但随着监管变严, 大量资金又流入权益市场, 对股市形成提振。

图 7: 6月M1增速和M2增速剪刀差扩大, 实体资金需求有限

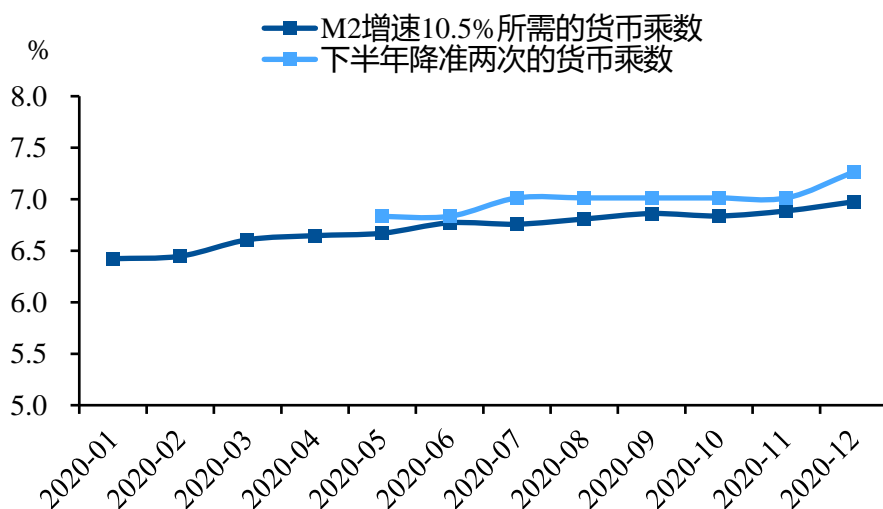


资料来源: wind, 民生证券研究院

三、未来展望：下半年宽松力度可能减小，但降准仍有必要

下半年有必要降准两次。6月M2货币供应同比11.1%，与市场预期一致。下半年，按照M2增速明显高于去年的政策要求和高信贷社融的派生需求推算，准备金缴存基数仍将保持两位数以上增长，基础货币缺口的压力与日俱增，货币乘数有必要进一步提高，预计下半年仍有必要降准两次。

图8：下半年需要两次降准才能满足M2增长要求



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

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_3991



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn