

## 宏观利率

报告原因：定期点评

## “天量”社融伴随结构改善

——2022年6月金融数据点评兼论债市影响

2022年7月11日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：[zhangzhi@sxzq.com](mailto:zhangzhi@sxzq.com)

太原市府西街69号国贸中心A座  
28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

### 主要观点

➤ **M2及社融明显增长，贷款和政府债券仍是融资主力。**6月M2增速为11.4%（前值11.1%），明显超过wind一致预期；社融存量334.27万亿元，同比增长10.8%（前值10.5%）。社融6月新增5.17万亿元，大幅高于历年同期。6月新增信贷、地方政府专项债、企业债、股票融资分别为3.06万亿元、1.62万亿元、2495亿元、588亿元；信托+委托+票据融资合计减少144亿元。在宽货币、宽信用和疫后经济回补作用下，6月新增信贷从总量上已经大幅超过历年同期。截止7月11日，2022年专项债总发行量3.58万亿元，达到额度的98%，后续存在推力不足问题。

➤ **住户信贷好转，但存隐忧。**6月住户贷款增加8527亿元，环比大幅好转，和地产、汽车政策提振、疫情积压需求释放等有关。同时也应关注6月住户贷款增加量为近三年同期最低值，7月房地产销售同比再度回落，住户杠杆未来能否持续恢复还需观察。

➤ **企业信贷总量和结构改善明显。**6月企业贷款增加2.22万亿元，是历年同期的绝对高位。其中，中长期贷款1.52万亿元，短期贷款和票据融资7168亿元。6月，企业短贷及票据融资、中长期贷款占比分别为32%、68%，明显好于上月和上年同期。企业信贷结构改善的背后和货币政策宽松、财政政策、信贷政策的扶持、基建的拉动等息息相关。

➤ **M1和M2剪刀差有所恢复。**6月M1同比5.8%，为近一年来最高值，受疫后修复+政策推动下的住户“花钱”效应，住户存款增速下滑至12.78%（前值12.82%），企业存款增速增长值9.98%（前值9.52%）。6月，M1-M2为-5.6%（前值-6.5%）。

➤ **市场启示：“天量”社融伴随结构改善，收益率震荡区间更为逼仄。**6月社融大幅扩张并伴随结构改善，验证稳增长政策逆周期调节的强劲效果，背后也有疫后积压需求释放助推作用。其中住户贷款尤其是中长期贷款动力不足是市场比较关心的问题，背后是购房等长期支出信心不足，将继续支撑债市。但另一方面，企业中长期贷款高增对于经济复苏面沿产业链扩大具有积极意义。结合存量政策效应持续释放，重要会议对于增量政策布局预期，经济或金融数据短期反复和中期复苏是大概率事件。三季度通胀对货币政策有一定制约，社融超预期坚定货币政策稳健取向。短期资金面问题不大，市场又欠配，交易盘更聚焦于经济复苏的反复性和增量信息去寻找博弈机会，如疫情反复、7月初商品房销售回落、专项债集中发行期已过对于社融的拖累等，但稳增长增量政策预期下，这些短期的利好因素又可能对应中期的利空，决定了市场震荡格局，快进快出的交易思路将使得收益率区间更为逼仄，配置盘可以继续等待更好点位。

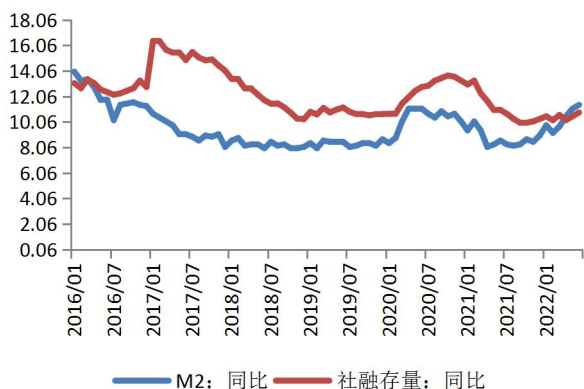
➤ **风险提示：**疫情反复；通胀大幅上行；房地产政策再度放松；居民信心恢复快于预期；地缘政治风险等。



## 图表目录

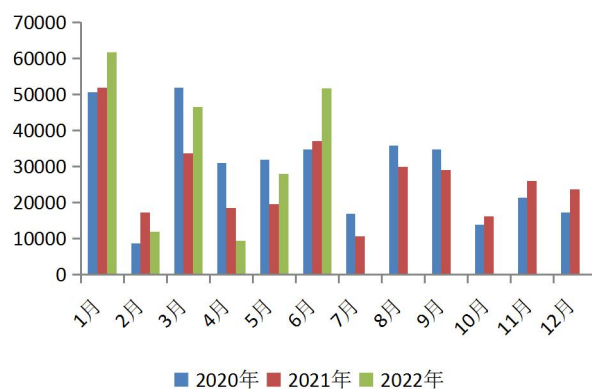
图 1：M2 及社融存量同比增速（%） .....	3
图 2：新增社融当月值（亿元） .....	3
图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比 .....	3
图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比 .....	3
图 5：M2-M1 走势（%） .....	3
图 6：新增企业贷款当月值（%） .....	3

图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



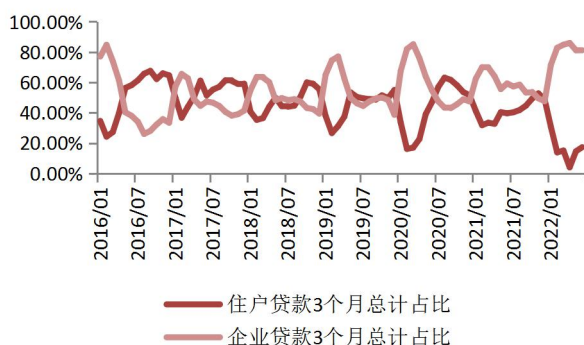
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比



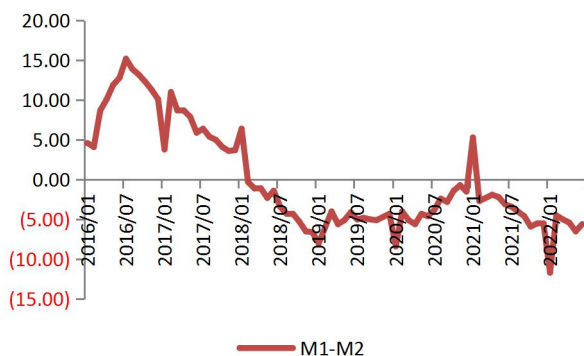
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比



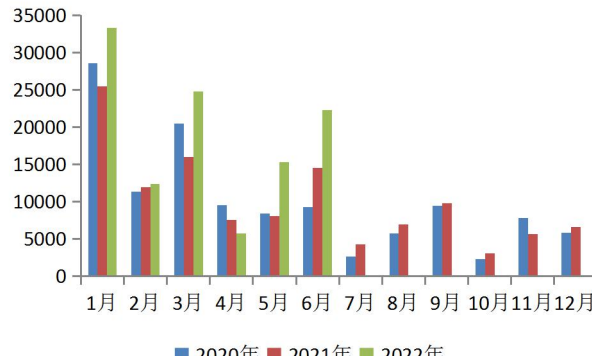
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：M1-M2 走势（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：新增企业贷款当月值（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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\\_43820](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43820)

