

环比向同比定价切换的关键期

——6 月金融数据评估

6 月金融数据总量、结构均呈现好转迹象，反映“实体加杠杆意愿增强，经济活力修复”特征。①在稳增长政策应出尽出的导向下，6 月金融数据总量改善明显，新增社融 5.17 万亿，增速录得 10.8%，叠加年内 M2-M1 剪刀差首次收窄，侧面反映了经济活力增强的宏观特征。②结构上看，同 5 月相比，结构上出现明显优化特征。具体来看，不变的是政府加杠杆背景下政府债融资仍旧是社融核心支撑项，变得是在“稳增长政策前置和强力度加持下，叠加疫情防控缓和背景下企业复产复工活动加速、消费、地产销售修复”背景下，居民、企业加杠杆意愿明显抬升，金融机构票据冲量动机减弱。反映在数据上，新增信贷录得 2.81 万亿，超市场预期，票据融资录得近 15 个月最低值。

分析师：高宇

执业证书编号：S1230522020003

 邮箱：gaoyu@stocke.com.cn

相关报告

资金面或开始边际收敛，货币政策取向不发生大改变，稳增长兑现观察期中债市策略仍侧重于防御。①30 亿逆回购叠加实体融资需求修复，银行间流动性或开启边际收敛，DR007 逐步回归政策利率中枢；②伴随着实体融资需求恢复，信贷持续新增将对银行体系中长期流动性形成挤占和消耗，银行体系中长期流动性亟需补足，对标货币政策工具箱，使用概率上，结构性金融工具>中长期流动性支持工具>降准。③映射至债市策略，短期社融结构虽有所改善，但持续性仍存疑，目前仍处于稳增长兑现观察期，建议继续持有前期入库的中短债，10Y 国债暂不建议持有。若金融数据总量和结构持续改善（最快 8 月），则映射稳增长进入兑现初期，叠加银行体系流动性加剧消耗，后续收益率曲线沿着先平后陡修复，短端利率高点先于长端利率出现，纯债策略沿着“稳杠杆-降杠杆，短久期-长久期”切换。

《下半年降息的预判——基于货币政策框架及其周期演绎的视角（上、下篇）》

□ 社融总量加速扩张，结构改善端倪初现

从总量上看，6 月社融新增 5.17 万亿，同比多增 1.47 万亿，环比多增 2.39 万亿，对应社融存量 334.27 万亿元，同比增长 10.8%，总量改善态势继续。从新增社融结构上看：

1. 贷款总量增长态势延续，居民企业贷款结构均有所优化

总量上看，实体融资延续修复态势，居民、企业加杠杆意愿增强。6 月人民币信贷分项录得 2.81 万亿，环比多增 0.92 万亿，表明稳增长政策前置和强力度加持下，实体融资需求延续修复态势。

结构上，中长期贷款投放加速明显，银行票据冲量行为有所缓解。分部门拆解来看：①居民部门信贷新增 0.85 万亿，环比多增 0.56 万亿，其中防控措施趋缓下消费修复驱动居民短贷新增 0.43 万亿，环比多增 0.24 万亿，地产销售企稳爬升背景下居民中长贷新增录得 0.42 万亿，环比多增 0.31 万亿；②企业部门信贷新增 2.22 万亿，环比多增 0.69 万亿，其中企业新增（短贷+票据）录得 0.77 万亿，环比少增 0.21 万亿，企业中长贷新增 1.45 万亿，环比多增 0.90 万亿，均指向复产复工背景下企业资本开支增强和经济活力增加、金融机构利用票据冲量动机减弱的宏观特征。

2. 直接融资项环比改善明显，核心仍旧由政府加杠杆驱动

6月直接融资项新增1.93万亿，环比增加0.85万亿。细分来看：①“企业融资需求伴随着疫情缓和逐步提升+结构性资产荒叠加宽货币驱动企业债券融资成本位于低位”下本月城投债和产业债净融资增长明显，带动企业债融资新增0.25万亿，由负转正，环比新增0.26万亿；②5月30日，财政部要求“各地加快支出进度，确保今年新增专项债在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”，政策导向下6月底专项债发行加速明显并驱动政府债融资继续处于高位，从数据来看，6月地方债融资新增1.62万亿，环比提升0.56万亿，成直接融资核心支撑项；③6月A股行情复苏背景下，企业股票融资有所修复，6月非金融企业境内股票融资分项新增0.06万亿，环比增加0.03万亿。

3.非标融资项目总量继续压降，未贴现承兑汇票支撑环比多增

6月表外三项合计录得数值-0.01万亿，环比增加0.17万亿。具体来看：①严监管导向持续下，委托贷款和信托贷款数额继续压降，6月新增数值分别录得-0.04万亿和-0.08万亿，环比下降0.03万亿和0.02万亿；②疫情缓和下企业复产复工加速，开票动机增强，在银行利用票据冲量需求不旺背景下，本月未贴现承兑汇票实现环比高增。从数据来看，6月未贴现银行承兑汇票新增0.11万亿，环比多增0.21万亿。

□ M1改善明显，M2-M1剪刀差收窄，实体活化动力增强

M1改善明显，M2-M1剪刀差开始收窄，指向微观经济修复，经济活力增强特征。6月M2同比增速录得11.4%，M1同比增速录得5.8%，环比分别抬升0.3%和1.2%，M2-M1剪刀差录得5.6%，环比下降0.9%，从中我们可以提炼如下信息：①地产销售回暖、地方债发行加速共同驱动M1抬升明显；②M2-M1从某种意义上说明了存款定期化倾向，市场常用M2-M1这一指标反映经济活力特征，年初至今该指标首次回落从侧面验证了经济活力增强特征。

□ 后续银行流动性或边际收敛，货币政策取向未变

30亿逆回购叠加实体融资需求修复，银行间流动性或开启边际收敛，DR007逐步回归政策利率中枢。自7月4日开始，央行已经开展了6次30亿低量逆回购，我们分析核心内因是“央行引导短端流动性从合理充裕略高向合理充裕转换，缓解央行对银行体系控制力减弱和债市杠杆攀升风险”的主动应对之策。展望后续，伴随着资金面切换和实体融资需求的进一步恢复，银行体系短期流动性或率先开启边际收敛，反映在数据上，DR007或继续向政策利率中枢OMO 7D靠拢。

货币政策取向不变，中长期流动性趋紧下结构性货币政策和中长期流动性支持工具是重点。

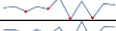
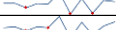
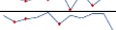
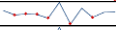
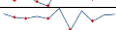
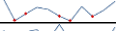
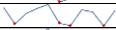
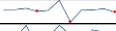
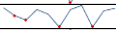
我国属于间接融资体系，货币政策操作框架的核心内容之一即是“央行通过控制银行体系流动性影响信用派生”。银行体系流动性核心分为两种：其一是央行通过逆回购、短期流动性支持工具（SLF\SLO等）对银行体系短期流动性进行投放和回笼；其二是央行通过降准、增加中长期流动性支持工具（MLF\PSL等）额度、结构性货币政策工具影响银行体系中长期流动性。

展望后续，伴随着实体融资需求恢复，信贷持续新增将对银行体系中长期流动性形成挤占和消耗，银行体系中长期流动性亟需补足，对标货币政策工具箱，结构性金融工具>中长期流动性支持工具>降准：①根据BCI数据，目前中小企业融资环境仍相对恶劣，在银行信贷投放具有风险偏好背景下，后续结构性货币政策工具有望缓解相关信贷

机制传导不畅问题；②MLF、PSL 投放本质上属于低息再贷款，属于总量性政策，并需要银行提供抵押品/质押品，使用优先级略劣后于结构性货币政策工具；③在通胀风险加大、实体融资需求进一步恢复，央行“不大水漫灌”政策导向下，降准使用概率继续下降。

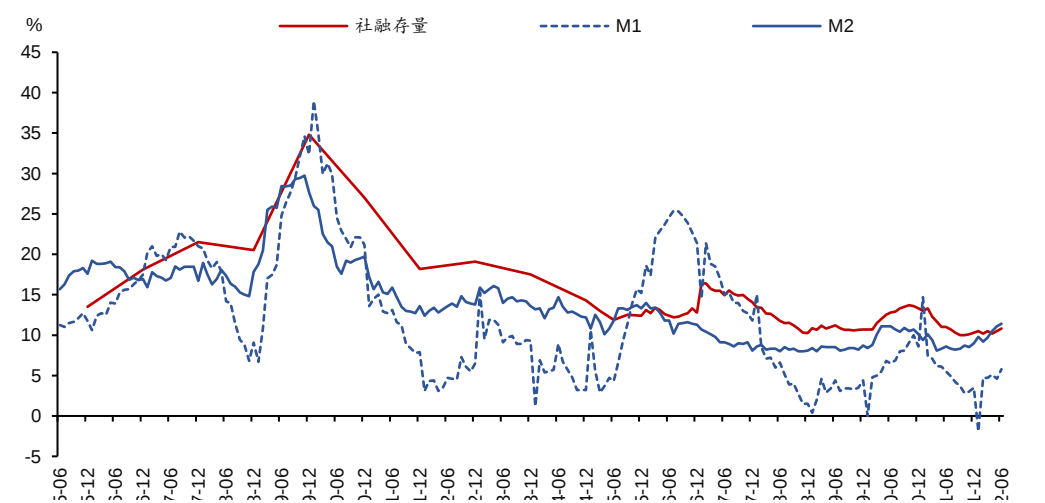
风险提示：疫情防控继续升级；经济增长不及预期等。

表 1：社融、信贷、存款数据快览

项目	缩略图	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
社融		51700	27921	9455	46566	12289	61772	23682	25983	16176	29026	29893	10752
人民币贷款		28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600	12200	10800
居民部门		8449	2887	-2170	7583	-3370	8430	3715	7338	4647	7886	5755	4059
居民中长期贷		4167	1047	-314	3735	-459	7424	3558	5821	4221	4667	4259	3974
居民短贷		4282	1840	-1856	3848	-2911	1006	157	1517	426	3219	1496	85
企业部门		22199	15322	5852	24724	12215	32888	6426	5432	3062	10127	6879	4131
企业中长期贷		14497	5551	2652	13448	5052	21000	3393	3417	2190	6948	5215	4937
企业短贷		6906	2642	-1948	8089	4111	10100	-1054	410	-288	1826	-1149	-2577
短期贷款		11188	4482	-3804	11937	1200	11106	-897	1927	138	5045	347	-2492
中长期贷款		18664	6598	2338	17183	4593	28424	6951	9238	6411	11615	9474	8911
票据融资		796	7129	5148	3187	3052	1788	4087	1605	1160	1353	2813	1771
非标		-144	-1819	-3174	135	-5053	4481	-6388	-2538	-2120	-2106	-1058	-4038
委托贷款		-381	-132	-2	107	-74	428	-416	35	-173	-22	177	-151
信托贷款		-828	-619	-615	-259	-751	-680	-4553	-2190	-1061	-2098	-1362	-1571
未贴现银行承兑汇票		1065	-1068	-2557	287	-4228	4733	-1419	-383	-886	14	127	-2316
直接融资		19267	10766	8858	11784	7036	13317	15916	13458	9274	9975	15865	5849
企业债		2495	-108	3780	3752	3729	5852	2167	4006	2261	1137	4649	3091
政府债		16184	10582	3912	7074	2722	6026	11674	8158	6167	8066	9738	1820
企业股票融资		588	292	1166	958	585	1439	2075	1294	846	772	1478	938
贷款核销		0	487	484	1584	257	204	2726	582	348	1505	526	269
M2同比增速		11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3
M1同比增速		5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9
M2-M1		5.6	6.5	5.4	5.0	4.5	11.7	5.5	5.5	5.9	4.6	4.0	3.4
财政存款		-4367	5592	410	-8425	6002	5849	-10302	-7281	11100	-5031	1724	6008
居民存款		24739	7393	-7032	27023	-2923	54100	18892	7308	-12100	20662	3338	-13600
企业存款		29310	11000	-1210	26511	1389	-14000	13670	9451	-5721	5192	5608	-13100
非银行金融存款		-5515	2568	6716	-6320	13900	-1836	-3843	-257	12400	-669	993	9576

数据来源：央行，Wind，浙商证券研究所

图 1：社融、M1、M2 增速一览



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_43828

