

固定收益点评

如期的改善市场或已反应，关键是持续性——6月金融数据点评

6月信贷如期回升，总量和结构都明显改善。6月新增信贷2.81万亿，同比多增6900亿元，由于此前市场已经预期6月信贷将明显多增，因此当前的情况并不能说明明显超市场预期。信贷不仅总量大增，而且结构也出现明显改善。其中中长期贷款同比多增5141亿元至1.87万亿，其中特别是企业中长期贷款，同比多增6130亿元至1.45万亿。企业中长期贷款大幅多增的背后，是地方债大量发行产生的配套融资需求和政策力推宽信用的结果。居民中长期贷款同比少增989亿元至4166亿元，同比少增幅度在去年12月以来首次降至千亿以内，这与6月地产销售显著回升相一致。中长期贷款显著回升的同时，票据融资也随之回落，6月票据融资796亿元，同比少增1951亿元。融资结构改善明显。

贷款与政府债券增长共同推动社融增速。在贷款同比多增以及政府债券放量推动之下，6月社融同样显著回升。5月新增社融5.17万亿，同比多增1.47万亿，社融同比增速较上月提升0.3个百分点至10.8%。其中对实体经济贷款同比多增7409亿元至3.06万亿元，而政府债券同比多增8676亿元至1.62万亿元。两者是社融回升的主要动力。其余部分变化相对有限。

6月数据呈现出融资大幅回升，被动储蓄情况显著缓解的格局，如果这种趋势延续，那么意味着实体融资需求的强劲回升，这将改变过去几个月由于被动储蓄导致的流动性大幅宽松格局。但是6月所显示的融资需求会在未来持续吗？目前来看并不一定。

首先，6月企业中长期贷款的增长很大程度上受到地方债发行放量的影响。6月信贷回升背后是稳增长政策发力，特别是地方债大量发行带来的配套融资需求增加。经验数据显示，地方债净融资额和土地出让收入之和对企业中长期贷款具有领先性。因而地方债发行节奏、地方政府资金配套能力，决定着基建类贷款的投放节奏，而这会进一步影响到企业中长期贷款的投放需求。因而7月地方债发行节奏放缓之后，配套资金需求节奏也存在放缓的可能，这意味着信贷需求在7月能否持续改善，有待进一步观察。从7月初票据利率走势来看，7月企业融资到目前为止并不强劲，反而存在一定程度的节奏型回落。

其次，6月地产销售回升存在异常，7月已经恢复到正常水平，居民中长期贷款依然承压。6月以来，30个大中城市商品房销售增速明显攀升，其中青岛、苏州等地近期房地产销售激增。但进入7月之后，这些地区销售大幅跌落，再度下降至5月末水平，显示6月的回升为短期因素冲击所致，并不具有持续性。短期冲击因素消退，地产销售重回低位。地产销售重回低位意味着居民中长期贷款依然疲弱，而存款将继续攀升，这将持续对银行体系流动性形成回补。

再次，随着政府债券发行资金逐步拨付项目，财政存款将继续下降，继续对流动性形成补充。2季度财政存款减少对客观上实现了货币投放，增加了流动性供给。4-5月财政存款下降主要是由于留抵退税。虽然今年1.68万亿的留抵退税在2季度已经超额完成。因而7月之后财政收入增速跌幅会收缩。但同时需要看到，影响财政存款的不仅有财政收入，政府债券、土地出让收入等同样或进入国库进而影响财政存款变化。5、6月发行的2.5万亿地方债陆续拨付项目，会同样带来财政存款下降。因而7月、8月财政存款不一定会季节性增加，也就是说，税期来临，流动性不一定收紧。

因而，债市无需过度谨慎，久期策略和杠杆策略都是占优策略。央行30亿操作并非意味着流动性会趋势性收紧。当前基本面和信用状况并不支持央行大幅收紧流动性。同时在财政存款继续下降、居民继续回补银行体系流动性情况下，流动性将继续保持宽松，对债市依然形成保护。同时，外部衰退预期上升，美国长债利率再度回落至2.8%左右，外资流入将放缓甚至阶段性流入。因而对债市无需过度悲观，长端利率尚未到趋势性调整时。结合当前相对陡峭的收益曲线形态，短端利率过低意味着过于保守的操作可能导致票息损失较为明显，因而提升杠杆水平，持有一定久期资产是更为占优的策略。

风险提示：政府债券发行节奏超预期，货币政策调整超预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益点评：债市需要担忧猪价推升的通胀吗？》2022-07-10
- 2、《固定收益定期：市场与央行的博弈》2022-07-10
- 3、《固定收益定期：资金继续宽松，债市杠杆未降——流动性和短端资产跟踪》2022-07-09
- 4、《固定收益点评：震荡市下的选择——7月信用债投资策略》2022-07-09
- 5、《固定收益点评：专项债收官——六大维度详解今年专项债融资》2022-07-05

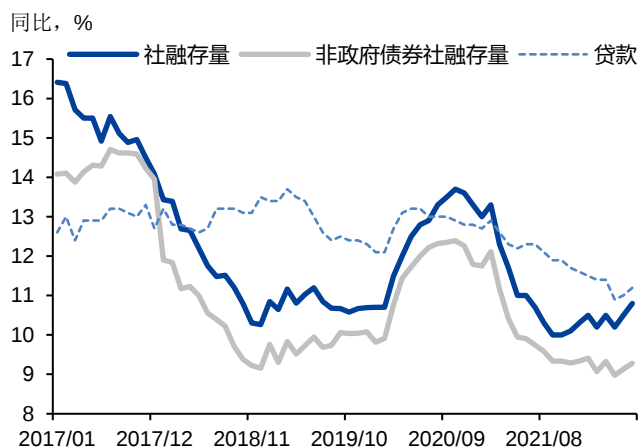
图表目录

图表 1: 6 月信贷社融增速都有所回升.....	3
图表 2: 融资结构同样显著改善.....	3
图表 3: 6 月融资减少和被动储蓄相较于过去几个月明显改善.....	4
图表 4: 货币增速随之回升.....	4
图表 5: 地方债缩量 and 土地出让收入下降可能基建配套融资节奏放缓.....	4
图表 6: 票据利率依然处于相对低位.....	4
图表 7: 7 月地产销售高频数据再度回归低位.....	5
图表 8: 地方债缩量以及土地出让收入下降将继续带动财政存款下降.....	5
图表 9: 欠配压力之下债市依然将继续走强.....	6

6月信贷如期回升，总量和结构都明显改善。6月新增信贷2.81万亿，同比多增6900亿元，由于此前市场已经预期6月信贷将明显多增，因此当前的情况并不能说明明显超市市场预期。信贷不仅总量大增，而且结构也出现明显改善。其中中长期贷款同比多增5141亿元至1.87万亿，其中特别是企业中长期贷款，同比多增6130亿元至1.45万亿，这是去年2月以来同比多增量最多的一个月。企业中长期贷款大幅多增的背后，是地方债大量发行产生的配套融资需求和政策力推宽信用的结果。居民中长期贷款同比少增989亿元至4166亿元，同比少增幅度在去年12月以来首次降至千亿以内，这与6月地产销售显著回升相一致。中长期贷款显著回升的同时，票据融资也随之回落，6月票据融资796亿元，同比少增1951亿元。融资结构改善明显。

贷款与政府债券增长共同推升社融增速。在贷款同比多增以及政府债券放量推动之下，6月社融同样显著回升。5月新增社融5.17万亿，同比多增1.47万亿，社融同比增速较上月提升0.3个百分点至10.8%。其中对实体经济贷款同比多增7409亿元至3.06亿元，而政府债券同比多增8676亿元至1.62万亿。两者是社融回升的主要动力。其余部分变化相对有限。

图表1：6月信贷社融增速都有所回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：融资结构同样显著改善

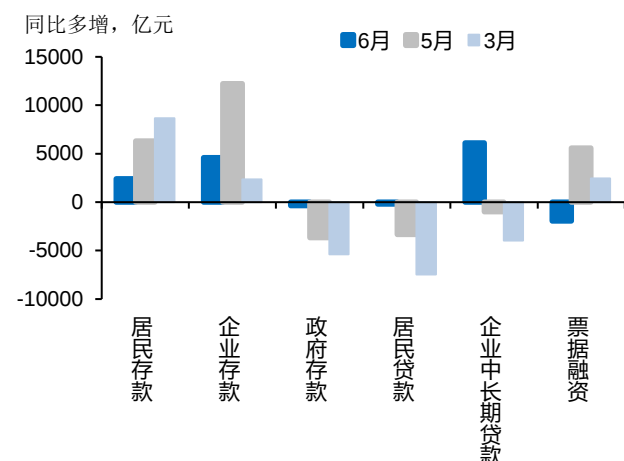


资料来源：Wind，国盛证券研究所

6月企业和居民融资增加之后，前期被动储蓄的情况也得到了改变。6月融资攀升之后，居民和企业被动储蓄的情况也得到改善，其中6月居民存款同比多增2411亿元，同比多增量较过去三月均值7537亿元的均值显著下降，显示居民购房量回升之后，投资增加，存款储蓄增量下降。而企业存款增幅同样下降，6月同比多增4588亿元，相较于3-5月7936亿元的均值同样明显下降。而由于政府债券的大量发行，政府债券下降幅度也有所放缓，6月政府债券同比多降365亿元，相较于过去3-5月平均4201亿元的水平明显下降。这意味着财政存款下降投放的货币量减少，而居民和企业被动储蓄回补银行体系的资金量下降，这也解释了6月流动性较4-5月出现一定程度收紧的原因。

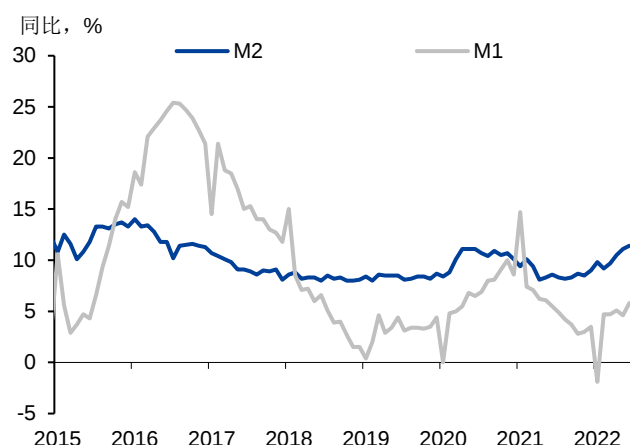
社融增速回升推升货币增速。近几个月广义货币增速快速攀升，M2在6月继续提升0.3个百分点至11.4%，过去4个月累计回升2.2个百分点。6月M2增速回升主要由于社融增速回升推动，M2增速回升幅度也与社融一致。而狭义货币M1增速同样小幅回升1.2个百分点至5.8%，信贷投放大幅增长一定程度上提升了企业现金状况。

图表3: 6月融资减少和被动储蓄相较于过去几个月明显改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 货币增速随之回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6月数据呈现出融资大幅回升, 被动储蓄情况显著缓解的格局, 如果这种趋势延续, 那么意味着实体融资需求的强劲回升, 这将改变过去几个月由于被动储蓄导致的流动性大幅宽松格局。而融资需求增长叠加流动性趋紧将共同导致利率攀升。但是6月所显示的融资需求会在未来持续吗? 目前来看并不一定。

首先, 6月企业中长期贷款的增长很大程度上受到地方债发行放量的影响。6月信贷回升背后是稳增长政策发力, 特别是地方债大量发行带来的配套融资需求增加。经验数据显示, 地方债净融资额和土地出让收入之和对企业中长期贷款具有领先性。这是因为地方债发行后在向项目落地的过程中, 需要地方政府给予配套资金支持。其中土地出让收入能够提供部分资本金来源, 而企业中长期贷款提供融资资金来源。因而地方债发行节奏、地方政府资金配套能力, 决定着基建类贷款的投放节奏, 而这会进一步影响到企业中长期贷款的投放需求。因而7月地方债发行节奏放缓之后, 配套资金需求节奏也存在放缓的可能, 这意味着信贷需求在7月能否持续改善, 有待进一步观察。而这一方面会影响对经济回升速度的判断; 另一方面, 如果信贷需求改善速度缓慢, 那么对银行间资金积压有限, 流动性也将继续保持宽松。从7月初票据利率走势来看, 7月企业融资到目前为止并不强劲, 反而存在一定程度的节奏型回落。

图表5: 地方债缩量 and 土地出让收入下降可能基建配套融资节奏放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 票据利率依然处于相对低位



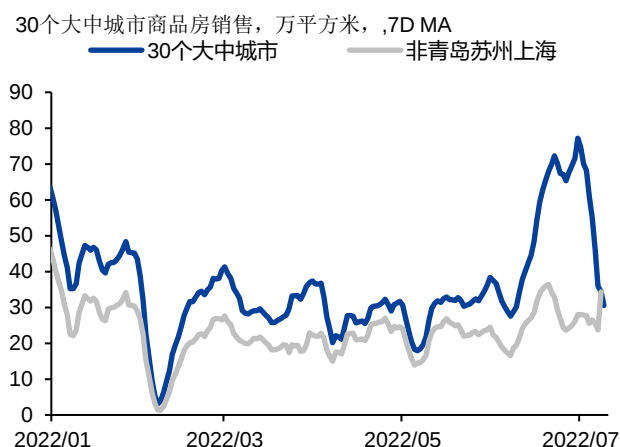
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其次, 6月地产销售回升存在异常, 7月已经恢复到正常水平, 居民中长期贷款依然承

压。6月以来，30个大中城市商品房销售增速明显攀升，其中青岛、苏州等地近期房地产销售激增。但进入7月之后，这些地区销售大幅跌落，再度下降至5月末水平，显示6月的回升为短期因素冲击所致，并不具有持续性。短期冲击因素消退，地产销售重回低位。地产销售重回低位意味着居民中长期贷款依然疲弱，而存款将继续攀升，这将继续对银行体系流动性形成回补。

再次，随着政府债券发行资金逐步拨付项目，财政存款将继续下降，继续对流动性形成补充。2季度财政存款减少对客观上实现了货币投放，增加了流动性供给。4-5月财政存款下降主要是由于留抵退税，导致财政收入锐减，4、5月财政收入分别同比下跌41.3%和32.5%，财政赤字也随之增加。虽然今年1.68万亿的留抵退税在2季度已经超额完成。因而7月之后财政收入增速跌幅会收缩。但同时需要看到，影响财政存款的不仅有财政收入，政府债券、土地出让收入等同样或进入国库进而影响财政存款变化。我们也可以看到历史上财政存款与地方债和土地出让收入具有较高相关性。5、6月发行的2.5万亿地方债陆续拨项目，会同样带来财政存款下降。因而7月、8月财政存款不一定会季节性增加，也就是说，税期来临，流动性不一定收紧。

图表7：7月地产销售高频数据再度回归低位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：地方债缩量以及土地出让收入下降将继续带动财政存款下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

总的来看，目前信贷社融持续增长存在一定不确定性。虽然6月信贷社融强劲增长，但地产销售疲弱、政府债券供给进入空窗期、以及企业配套融资节奏放缓，可能意味着信贷社融能否持续增长需要进一步观察。即使我们假定下半年人民币贷款每月同比多增2000亿元，假定4季度发行1.5万亿地方债，由于去年下半年政府债券供给2.6万亿的高量，今年下半年社融同比增速也难以趋势性回升。特别是7月之后，甚至存在阶段性回落压力。因而，目前信贷社融能否持续回升并不一定。

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_43836

