

总量研究

政策进实体跟，宽信用进行时

——2022年6月金融数据点评

要点

事件：2022年7月11日，中国人民银行公布2022年6月货币金融数据。人民币贷款新增2.81万亿元，前值1.89万亿元；社融新增5.17万亿元，前值2.79万亿元，存量同比增速10.8%，前值10.5%；M2增速11.4%，前值11.1%。

核心观点：6月新增社融明显高于市场预期和去年同期水平，主要受益于表内信贷和政府债券融资同比大幅多增。政府端，政府债券融资节奏明显前置，1-6月已完成全年预计新增额度的66.2%；企业端，各地基建项目和政企合作项目加快落地，催生配套融资需求；居民端，疫情缓和叠加政策刺激，乘用车零售和商品房销售大幅改善，拉动相关贷款需求。

展望来看，社融增速有望延续震荡上行态势，全年增速有望达到11.0%，疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，是最大的不确定性来源。政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但四季度大概率会提前下达明年专项债新增额度，在较强的宽信用政策诉求下，无须担心政府融资的缺席。企业层面，考虑到各地基建项目仍在加码落地，以及央行增设专项金融工具和政策性银行调增信贷额度的支持，基建配套融资需求预计仍将保持旺盛。居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动，但对新增社融的拖累作用大概率将明显弱于上半年。

融资：政府部门强势进击，实体部门温和修复

6月新增社融和信贷明显高于市场预期，政府部门和企业部门融资齐头并进。6月新增社融5.17万亿元，明显高于市场预期，同比多增1.47万亿元；新增信贷2.81万亿元，明显高于市场预期，同比多增6900亿元。从融资方式来看，政府债券融资同比多增8676亿元，社融口径下的表内信贷同比多增7409亿元，是6月新增社融明显超出市场预期的主要推动因素；同时，未贴现银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款转为同比多增，表征着社融各个融资渠道多有所改善。

结构层面，6月国内疫情缓和后，各地基建项目和政企合作项目加快落地，催生配套融资需求，叠加政策层要求商业银行加大制造业中长期贷款投放力度，企业中长期贷款显著多增；同时，在国内疫情缓和和政策刺激的共同助推下，乘用车零售和商品房销售等线下消费显著好转，推动居民部门杠杆扩张速度明显修复。

货币：资金活力小幅上行，实体信心有所修复

6月M1同比增速为5.8%，较5月上行1.2个百分点；6月M2同比增速为11.4%，较5月上行0.3个百分点，一方面源于财政多支少收带来的基础货币被动投放，另一方面源于稳增长政策诉求增强的背景下，商业银行信贷投放力度增强。

M1-M2同比增速由-6.5%收窄至-5.6%，表明资金活力呈现出修复态势。主要源于两方面因素：一是，在疫情所带来的不确定性影响边际走弱后，实体部门的经济预期有所修复；二是，历史数据来看，企业活期存款增速与商品房销售增速具有较强的相关性，6月商品房销售增速明显改善，大量销售回款推高了企业活期存款。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

相关研报

房地产投资有哪些新变化 —— 光大宏观周报 (2022-07-03)

LPR下行空间多少：投资回报率的视角 —— 流动性洞见系列八 (2022-06-30)

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七 (2022-05-24)

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六 (2022-04-11)

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五 (2022-03-31)

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四 (2022-01-25)

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三 (2021-12-23)

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二 (2021-12-06)

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一 (2021-11-21)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

1. 政府部门强势进击，实体部门温和修复	3
2. 资金活力小幅上行，实体信心有所修复	5
3. 风险提示	6

图目录

图 1：信贷和政府债券推动 6 月社融大超预期.....	3
图 2：政府部门融资和实体部门融资齐头并进.....	3
图 3：对公中长贷大幅超出季节性水平.....	4
图 4：政企合作基建项目投资企稳回升.....	4
图 5：汽车零售季节性缺口大幅转正	5
图 6：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口明显收窄	5
图 7：货币增速剪刀差收窄，资金活力边际修复	6
图 8：货币供需差维持低位.....	6

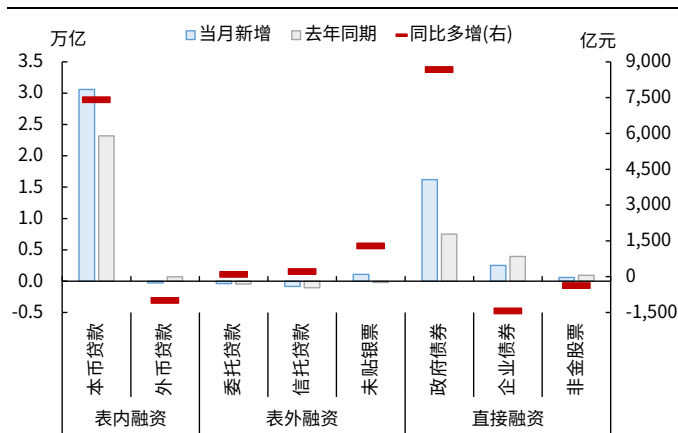
1. 政府部门强势进击，实体部门温和修复

6月新增社融和信贷明显高于市场预期，政府部门和企业部门融资齐头并进。6月新增社融5.17万亿元，明显高于市场预期(Wind一致预期为4.65万亿元)，同比多增1.47万亿元；6月新增信贷2.81万亿元，明显高于市场预期(Wind一致预期为2.44万亿元)，同比多增6900亿元。

从融资方式来看，政府债券融资同比多增8676亿元，社融口径下的表内信贷同比多增7409亿元，是6月新增社融明显超出市场预期的主要推动因素；同时，未贴现银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款转为同比多增，表征着社融各个融资渠道多有所改善。

从融资主体来看，政府部门净融资同比多增8676亿元，企业部门净融资同比多增4378亿元，是6月新增社融的主要支撑项；同时，居民部门净融资对新增社融的拖累效应基本收敛为零，这是自2021年11月居民部门转为拖累因素后，首次收窄于零值附近。

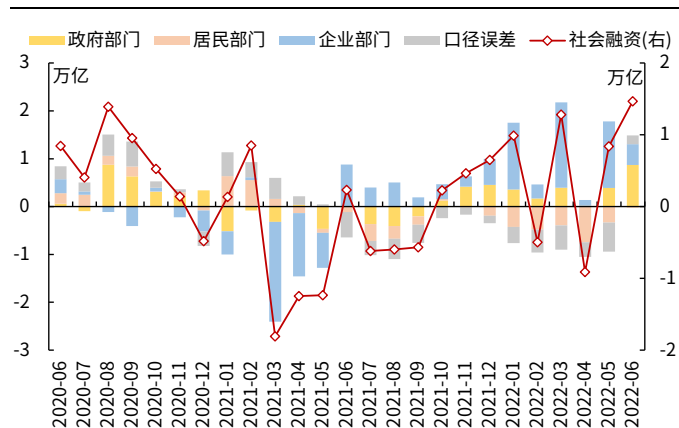
图1：信贷和政府债券推动6月社融大超预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年6月

图2：政府部门融资和实体部门融资齐头并进



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年6月

结构层面，6月国内疫情缓和后，各地基建项目和政企合作项目加快落地，催生配套融资需求，叠加政策层要求商业银行加大制造业中长期贷款投放力度，企业中长期贷款显著多增；同时，在国内疫情缓和和政策刺激的共同助推下，乘用车零售和商品房销售等线下消费显著好转，推动居民部门杠杆扩张速度明显修复。

政府端来看，政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的，为3.37万亿元的赤字额度叠加3.65万亿元的专项债新增额度，也就是说，今年政府部门融资净额大约在7.02万亿元上下，与去年基本相当，对新增融资的拉动相对有限。因而，在不考虑新增政府债务额度的情况下，政府部门净融资对新增融资的影响，关键在于融资节奏，而非融资高度。从目前的政府部门融资节奏来看，今年前6个月政府部门净融资额达4.65万亿元，占全年预计净融资额的66.2%，明显高于稳增长压力同样较大的2019年和2020年同期。

企业端来看，6月企业部门新增信贷2.14万亿元，同比多增9945亿元，其中，对公中长期贷款同比多增6130亿元，大幅超出往年季节性水平。归因来看，对公贷款(尤其是对公中长期贷款)的同比大幅多增，主要源于三个方面的因素：

一则，6月疫情出现边际缓和，经济景气程度明显回升。在度过4-5月的疫情防控期后，6月长三角区域的工业生产明显修复，复工复产和加快赶产带动了相关融资需求。

二则，基础设施建设项目加快落地，配套融资需求旺盛。今年以来，国家发改委多次召开会议要求各地加快推进重大项目建设，扩大制造业和高技术产业投资。在此背景下，广义和狭义基建增速均保持在近年同期较高水平，直接反映政企合作的PPP项目新增投资额3月以来持续发力。虽然4-5月在疫情扰动下有所走弱，但在疫情边际缓和后的6月再度企稳回升。

三则，房地产行业贷款同比收缩有所放缓。2021年四季度以来，政策层开始逐渐释放保证房地产行业合理信贷需求的政策诉求，经过层层递进落实，房地产行业的融资情况已经出现好转，今年二季度以来，房地产行业债券净融资量收缩幅度明显放缓。

图3：对公中长贷大幅超出季节性水平

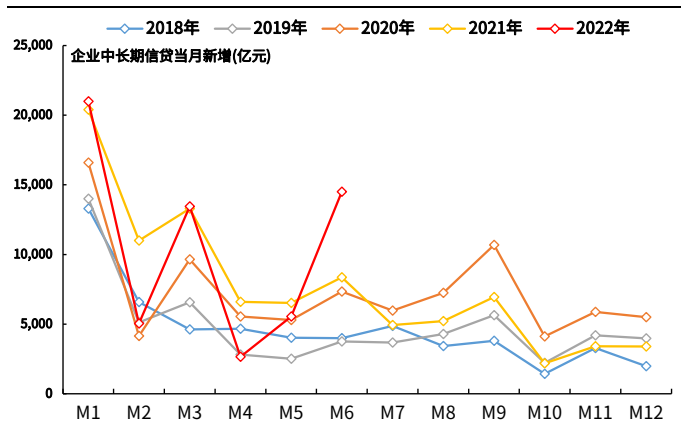
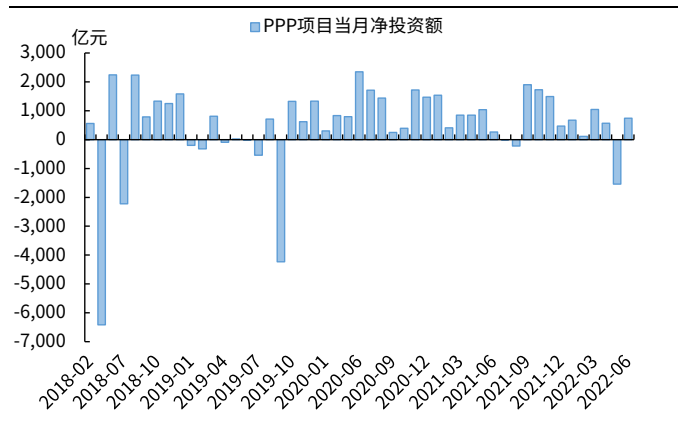


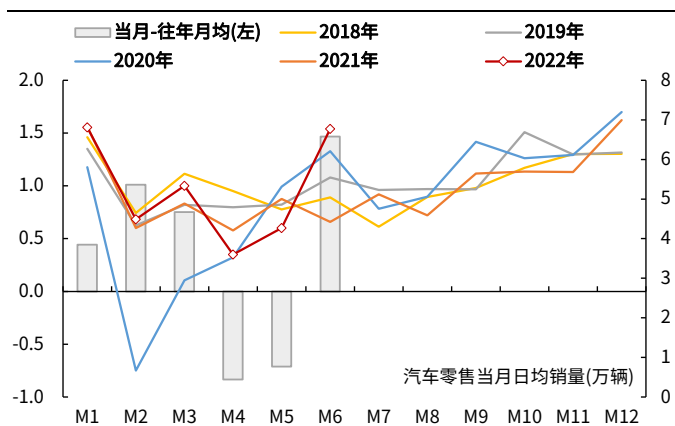
图4：政企合作基建项目投资企稳回升



居民端来看，居民部门净融资自2021年11月以来持续同比少增，在5月同比少增幅度小幅边际走弱后，6月同比少增幅度进一步收窄。一方面，4月以来各地陆续推出汽车下乡和购车补贴措施，6月疫情防控放开后，线下消费场景的恢复叠加购车补贴政策，明显提振了居民购车情绪。根据中国汽车工业协会的数据，6月日均汽车销量相较往年(2018年-2021年)同期均值多增1.47万辆，从而推动汽车分期等贷款需求明显回升。

另一方面，从30个大中城市商品房销售数据来看，今年以来的商品房销售数据相较往年同期较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。但随着年后多地放松限购限贷监管，30大中城市商品房成交面积季节性缺口在6月大幅收缩，进而带动居民中长期贷款需求有所修复。

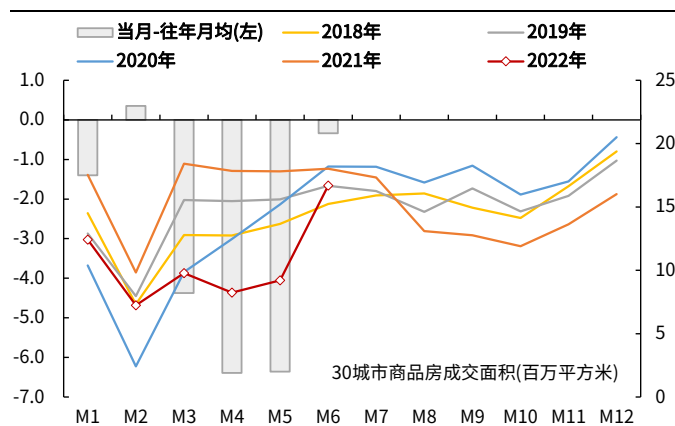
图 5：汽车零售季节性缺口大幅转正



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2018年-2021年当月的均值，数据截至2022年6月

图 6：30大中城市商品房成交面积季节性缺口明显收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2018年-2021年当月的均值，数据截至2022年6月

展望来看，社融增速有望延续震荡上行态势，全年增速有望达到 11.0%，疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，是最大的不确定性来源。政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但四季度大概率会提前下达明年专项债新增额度，在较强的宽信用政策诉求下，无须担心政府融资的缺席。企业层面，考虑到各地基建项目仍在加码落地，以及央行增设专项金融工具和政策性银行调增信贷额度的支持，基建配套融资需求预计仍将保持旺盛。居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动，但对新增社融的拖累作用大概率将明显弱于上半年。

2. 资金活力小幅上行，实体信心有所修复

货币增速剪刀差收窄，资金活力边际修复。6月M1同比增速为5.8%，较5月上行1.2个百分点；6月M2同比增速为11.4%，较5月上行0.3个百分点，一方面源于财政多支少收带来的基础货币被动投放，另一方面源于稳增长政策诉求增强的背景下，商业银行信贷投放力度增强。

M1-M2同比增速由-6.5%收窄至-5.6%，表明资金活力呈现出修复态势。主要源于两方面因素：一是，在疫情所带来的不确定性影响边际走弱后，实体部门的经济预期有所修复；二是，历史数据来看，企业活期存款增速与商品房销售增速具

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_43839

