

宏观动态跟踪报告

“稳信用”后劲审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHE934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



2022年6月新增社融5.17万亿元，新增人民币贷款2.81万亿元，M2货币供应量同比增长11.4%。

平安观点：

- **6月社融强劲反弹，再超市场预期。**经济基本面延续复苏、信贷需求回暖，叠加政府债发行放量，带动6月新增社融规模再超市场预期，达历年同期的最高点。社融增长的大类结构相对均衡，表内信贷增长强劲、政府债加速发行是社融同比大增的主要原因；表外融资压降速度放缓，也提供了一定支撑。不过，企业直接融资表现不佳，股、债皆低于去年同期。
- **6月新增人民币贷款达历史同期最高，企业中长期贷款“跳升”。**除表内票据外，6月新增贷款各分项的同比增量均较5月改善。**1)居民信贷投放修复。**短期贷款的修复受益于疫情防控趋缓，对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱，“6·18”购物节叠加快递物流的恢复，线上消费需求或有较集中释放。**中长期**贷款增量依然低于去年同期，但地产托底政策、汽车消费政策成效初显，贷款需求低位恢复。**2)企业融资结构改善。**我们推测，企业短期贷款的增量或源于普惠小微领域的支撑。企业中长期贷款投放或更多集中于科技创新、绿色和基建领域；尤其是，政策性银行获得的支持力度更大，可能在企业中长期贷款投放中发挥着引领作用。
- **6月M1、M2增速同步回升，二者增速差收窄的原因包括：****1)**居民存款的同比增量收窄，预防性储蓄未有加速提升。**2)**非银行业金融机构存款较快减少，仅体现在M2中。**3)**复工复产推进、商品房销售回暖和财政资金投放的支持下，企业生产经营活跃度提升，现金流有所改善。
- **6月社融数据亮眼，但市场或担忧“稳信用”的持续性。**原因有二：一是，如无财政预算调整和增量的政府债券发行，预计下半年政府债将拖累社融增速较快回落。二是，上半年表内信贷投放节奏一波三折，总量的“稳”部分源于银行依靠票据、短贷等的冲量行为。**我们认为，下半年“稳信用”不乏抓手，或将从三个方面着力：****一是，“降成本”激发贷款需求，可能降准0.25-0.5个百分点置换MLF、完善存款利率市场化改革机制，推动银行向实体经济让利，必要时适度调降MLF利率。****二是，重点领域做抓手，加大中长期贷款的投放力度。**在科技创新和绿色领域，再贷款工具“抓落地”；在传统基建领域，发挥政策性银行的带头作用，撬动配套融资。**三是，薄弱环节强托底，充分满足普惠小微领域、房地产领域、及疫情受损行业企业的信贷需求，有望下调支农支小再贷款利率10-25bp，及推动个人住房贷款加权平均利率下行。****基于此，下半年人民币贷款或呈现“总量稳定、结构改善”的特征。****剔除政府债部分后的社融存量同比增速有望持续回升。**
- **风险提示：**疫情风险再抬头；政策见效慢于预期；海外央行加速紧货币等。

一、社融再超市场预期

6月社融强劲反弹，国内基本面延续复苏、信贷需求回暖，叠加政府债发行放量，社融再超市场预期。2022年6月新增社会融资规模5.17万亿，同比多增1.47万亿，远超市场预期，是历年同期新增社融的最高点；社会融资规模存量同比增长10.8%，相比上月进一步提升0.3个百分点。

6月社融增长的大类结构相对均衡，信贷融资、直接融资、表外融资分别同比多增0.74万亿、0.69万亿、0.16万亿，各分项中，仅外币贷款、企业债券和非金融企业股票融资三个分项的增量同比减少。6月社融数据的强劲表现主要得益于：

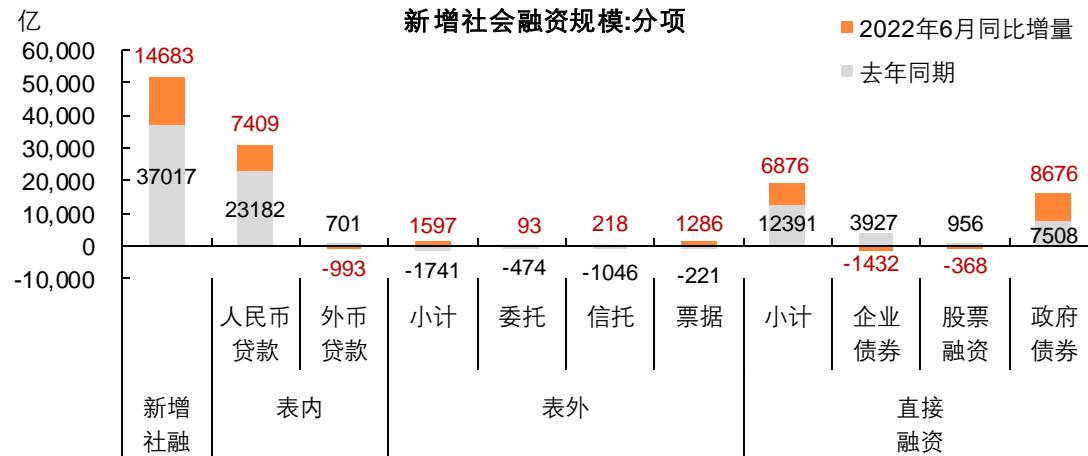
一是，社融口径表内信贷新增3.03万亿，同比多增0.64万亿，是历年同期最高的一次。其中，社融口径人民币贷款同比多增0.74万亿，外币贷款同比减少993亿元。将1-6月数据合并来看，社融口径新增人民币贷款和外币贷款同比分别增加6378亿元、减少1822亿元。6月为传统信贷大月，金融支持实体经济动能较强，贷款需求边际回暖，人民币贷款投放强劲，但外币贷款在人民币汇率贬值的影响下相对较弱。

二是，政府债单月发行规模创统计以来高点，对6月社融构成较强支撑。2022年6月政府债券净融资16184亿元，同比多增8676亿元，是统计以来政府债净融资的最高值。财政部此前要求6月底前完成今年新增地方政府专项债额度的大部分发行，带动政府债加速发行。将1-6月数据合并来看，今年上半年的政府债净融资规模已达4.65万亿，已完成“两会”安排的全部政府债净融资规模的66.4%，进度快于历史同期。

三是，表外融资压降速度放缓，对6月社融也有一定支撑。1)6月表外委托贷款、信托贷款合计减少1209亿元，相比2021年同期少减311亿元，对社融增速构成一定支撑。今年以来，国内经济下行压力偏大，金融监管实施力度可能有阶段性的边际松动。2)表外票据方面，6月新增1065亿元，而2021年同期为减少221亿元。今年以来表外票据投放较2021年同期偏弱，在表内信贷需求不足的背景下，银行票据贴现“冲量”，一定程度上挤压了表外票据的增量，6月这一现象有所缓解。

不过，6月企业直接融资表现不佳，股票、债券的融资规模皆低于2021年同期。1)企业债净融资为2495亿元，同比减少1432亿元。其中，Wind口径城投债6月净融资规模约1812亿元，相比2021年同期减少了776亿元；房地产行业信用债净融资约90亿元，相比2021年同期减少约129亿元；制造业信用债净偿还502亿元，相比2021年同期减少约604亿元，或与表内企业中长期贷款的强势表现相关。2)非金融企业境内股票融资588亿元，同比少增368亿元。股票市场年初调整幅度较大，对企业股票融资存在一定干扰。不过，4月末以来，上海疫情拐点出现，国内经济逐渐走出“至暗时刻”，股票市场触底反弹，市场情绪已有显著改善，下半年随着全面注册制的稳步推进，非金融企业股票融资规模或可维持在相对高位。

图表1 2022年6月新增社融的同比增量



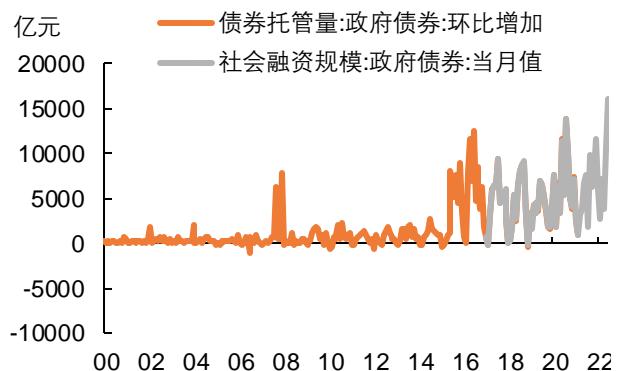
资料来源：wind, 平安证券研究所

图表2 6月社融存量同比增速10.8%



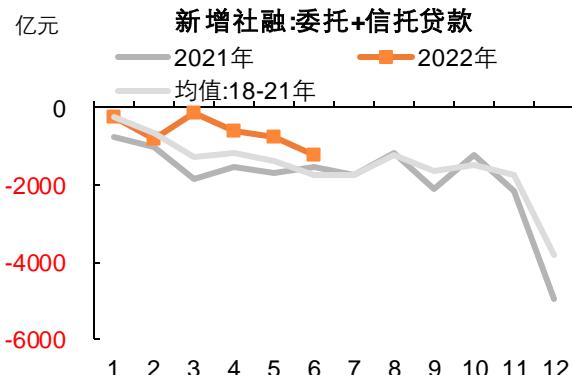
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 6月政府债净融资规模创统计以来高点



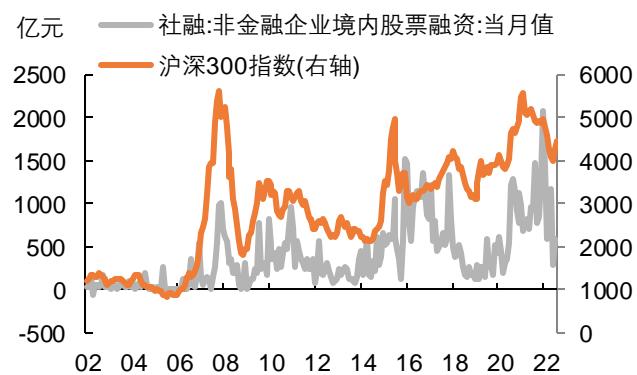
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 6月表外委托、信托贷款压降规模同比下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 企业股票融资规模变化或滞后于A股市场表现



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、企业中长期贷款“跳升”

6月新增人民币贷款达历史同期的最高点。除表内票据外，6月新增贷款各分项的同比增量均较5月改善，尤其是企业中长期贷款表现亮眼，体现出“稳信用”的阶段性成效。6月新增人民币贷款2.81万亿，同比多增6900亿元，相比2020年同期多增1万亿元；贷款存量同比增长11.2%，相比上月回升0.2个百分点。具体地：

居民户信贷投放修复，但中长期贷款的增量依然低于去年同期。

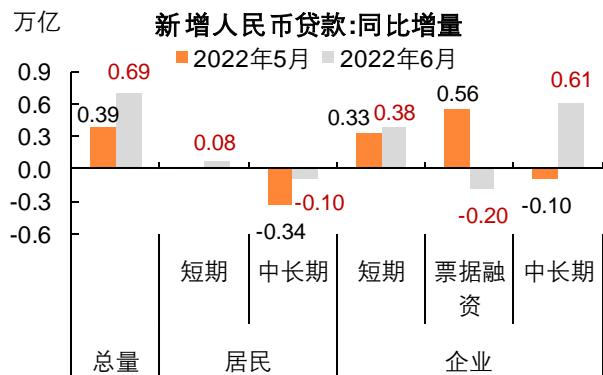
- 居民短期贷款6月新增4282亿元，相比2021年、2020年同期分别多增782亿元、882亿元。居民短期贷款需求增加，原因有二：一方面，6月国内新冠疫情新增病例维持低位，疫情防控压力减缓，对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱；另一方面，“6·18”购物节叠加快递物流的恢复，线上消费需求可能有较为集中的释放。
- 居民中长期贷款6月新增4167亿元，相比2021年、2020年同期分别少增989亿元、2182亿元。不过，6月单月新增居民中长期贷款规模约为2021年同期的80.8%，较5月的23.7%已有明显恢复。5月以来，地产政策积极托底，中央和多个地区出台促汽车消费政策，6月商品房销售和汽车销量高频数据表现亮眼，表明居民中长期贷款需求有所恢复。不过，居民对未来收入和房价的信心仍显不足，压制着居民大幅“加杠杆”的意愿。

企业端融资结构改善，中长期贷款投放加速、短期贷款同比多增，仅票据融资同比减少。1) 企业短期贷款 6 月新增 6906 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 3815 亿元、2855 亿元。2) 企业中长期贷款新增 14497 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 6130 亿元、7149 亿元。3) 票据融资新增 796 亿元，相比 2021 年同期少增 1951 亿元，但相比 2020 年同期多增 2900 亿元。

就企业贷款的投放领域和支撑因素，我们推测：

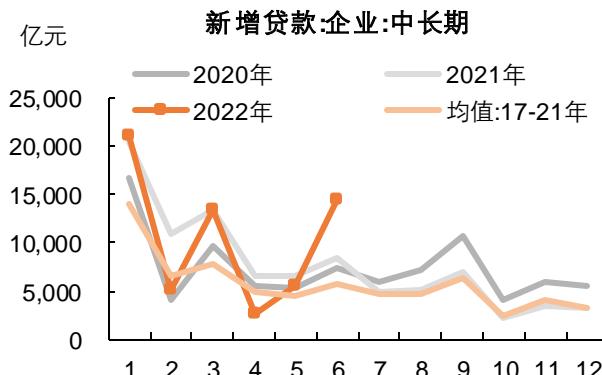
- **企业短期贷款的增量或源于普惠小微领域的支撑**，相关贷款的投放以短期为主，受益于贷款需求恢复和政策支持。5月 31 日，国务院印发的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》提出，将对地方法人银行普惠小微贷款的资金支持由 1% 提升至 2%。6 月 9 日，银保监会召开小微金融工作专题（电视电话）会议，指出国有大型银行要确保全年新增普惠型小微企业贷款 1.6 万亿元（占 2021 年普惠型小微企业贷款总增量的 42%）。近期普惠小微领域贷款投放或有放量：一个佐证是，7 月 5 日，银保监会普惠金融部主任丁晓芳表示¹，“今年上半年小微金融工作克服了种种困难，总体上保持了较好的发展态势。特别是 5 月份以来，5 月份新增了 3000 亿元，扭转了 4 月份下滑的趋势”。另一个是，7 月 2 日，央视新闻报道²“今年各大银行小微企业贷款依旧保持了较高增速，特别是 5、6 月份小微企业贷款投放明显高于 4 月”，其中邮储银行有关负责人表示，“5 月份之后，普惠型小微企业贷款的市场需求呈现比较明显的回升态势。6 月这样的良好势头还是继续在保持。”
- **企业中长期贷款的投放或更多集中于科技创新、绿色和基建领域**。央行 4 月设立 2000 亿元科技创新再贷款、5 月又增加 1000 亿元煤炭清洁高效利用再贷款额度，叠加去年设立的碳减排支持工具和 2000 亿元煤炭清洁高效利用再贷款，再贷款支持工具对企业中长期贷款的投放或有明显提振。尤其是，政策性银行获得的政策支持力度更大，可能在企业中长期贷款的投放中发挥引领作用。6 月 1 日的国常会部署调增政策性银行 8000 亿元信贷额度。6 月 29 日的国常会又部署 3000 亿元政策性、开发性金融工具，可用于补充重大项目资本金，中央财政将予以适当贴息。国家开发银行官网表示：1) 在科技创新领域，上半年共发放贷款 1577 亿元，同时利用科技创新再贷款精准支持高新技术企业、“专精特新”企业发展，目前已向符合再贷款标准的科技企业发放贷款逾 800 亿元³。2) 在基建领域，上半年发放水利贷款 534 亿元，其中 5 月和 6 月发放的贷款占上半年发放量的近 50%⁴。

图表6 除表内票据外，6月新增贷款各分项同比增量改善



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 6月企业中长期贷款同比多增 6130 亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

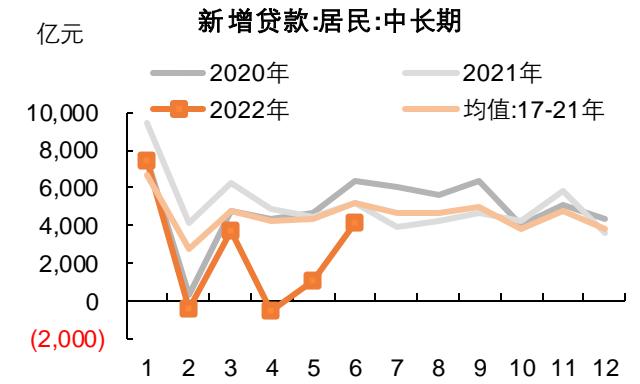
1 普惠小微企业贷款扭转下滑趋势 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=173751218188436199>

2 央视报道 | 邮储银行小微企业贷款保持较高增速 <https://mp.weixin.qq.com/s/nKQpwYqq-1ZJ-VR7oW1JHQ>

3 开发银行上半年发放科技创新贷款 1577 亿元 http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/202207/t20220707_10004.html

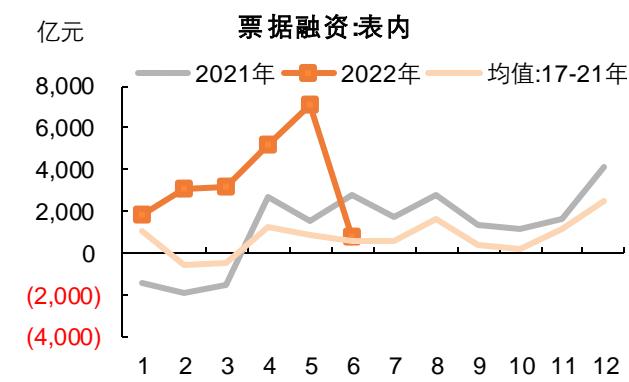
4 国家开发银行上半年 534 亿贷款支持水利建设 [http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/20220705_9993.html](http://www.cdb.com.cn/xwzx/khdt/202207/t20220705_9993.html)

图表8 6月居民中长期贷款恢复至21年同期的80.8%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 6月表内票据增量降至历年同期均值水平附近



资料来源:wind, 平安证券研究所

三、M2-M1差值收窄

6月M2与M1增速同步上行，二者的差值收窄了0.9个百分点。M2同比增速上行0.3个百分点至11.4%，M1同比增速上行1.2个百分点至5.8%。信贷积极投放之下，企业部门生产经营活跃度提升，现金流出现改善迹象。6月新增人民币存款48300亿元，同比多增9700亿；人民币存款余额增速10.8%，相比上月提升0.3个百分点。从存款结构来看，造成M1和M2增速收窄的原因可能有以下几点：

- 一是，居民存款的同比增量收窄，其仅体现在M2增速中。6月居民存款同比多增2411亿元，相比5月的6321亿元有所减少。随着疫情防控的放松，居民消费意愿有所好转，预防性储蓄未出现加速攀升。
- 二是，非银行业金融机构存款较快减少，其仅体现在M2增速中。6月非银行业金融机构存款减少3939亿元，同比多减2617亿元，相比于2017-2020年的同期均值多减3939亿元。
- 三是，企业复工复产推进，生产经营活跃度提升，现金流改善。6月企业部门存款新增29310亿元，同比多增4588亿元。背后原因包括：1)国内经济基本面恢复，企业复工复产推进，经营性现金流入改善，留待生产经营的短期存款同步增加；2)从高频数据看，6月商品房销售回暖，而地产销售是居民存款“搬家”至企业部门的一大引擎。3)尽管6月政府债净融资同比多增8676亿元，但财政存款同比减少了365亿元，财政资金投放力度较大，对企业部门的现金流仍有支撑。

图表10 6月M2、M1同比增速皆有改善

图表11 6月新增居民存款的同比增量收窄

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_43849

