

社融修复：预期内的超预期

2022年07月12日

2022年7月11日，央行公布金融数据，对此我们点评如下：

➤ 如何看待6月社融数据？

6月社融信贷修复是在市场预期之内的，尤其考虑到此前票据利率已在回升，但一定程度上超预期的是新增社融总量回升的幅度，且结构上有明显的改善优化，尤其是信贷的明显改善而票据冲量诉求走弱，反映了在疫情受控、宽信用政策发力持续支撑之下，实体融资需求有边际显著转好。

由此，我们进一步看超预期信贷的结构：

6月新增信贷结构有所改善，主要支撑项终于转由票据融资转变为企业中长期贷，显示疫后复苏之下宽信用进程得到明显加速，而这当中基建相关的贷款支撑力度或仍较大（毕竟天量专项债也会带动不少配套贷款），其次制造业也在疫情受控后有一定恢复性投资，而地产相关贷款预计仍是主要拖累，并未显示趋势性好转。而居民端，短贷高基数下同比多增，而居民中长期贷款则同比少增幅度减少，整体反映疫后有所边际改善，但并未呈现趋势性反转。

➤ 如何看待后市？

对应的，预期之内的社融信贷数据并未给市场造成多大的压力，反而在此前便对预期有充分交易的情形下，走出了反向趋势，而市场对流动性的或有担忧在当前并不会显现，社融信贷恢复的持续性和斜率仍是央行需要关注的，年内政府债券前移给社融提供了较大支撑，而随着发行基本结束，与此同时增量财政政策迟迟没有落地，后续社融回升仍然有压力，尽管有政策性银行的增量工具助力。

由此判断，债市短期内仍未见大的调整风险，超预期的社融信贷数据却也在市场预期之内，长端仍围绕1年期MLF窄幅震荡，但曲线或随着宽信用推进逐步平坦化。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 金融数据点评 20220611：逆周期下的社融信贷三板斧
2. 金融数据点评 20220611：社融企稳回升，结构仍待改善
3. 经济金融数据预测专题：经济弱复苏，5月经济金融数据怎么看？
4. 金融数据点评 20220513：宽松或已在途，关注政策合力
5. 金融数据点评：总量优于结构，宽松仍可期待

目录

1 新增社融大超季节性，政府债与信贷是主要支撑	3
2 信贷结构显著优化	6
3 财政仍在发力，“M2-M1”剪刀差收窄	9
4 预期之内的社融修复，后续怎么看？	11
5 风险提示	12
插图目录	13

2022年7月11日，央行公布金融数据：

(1) 6月社会融资规模增量为5.17万亿元，比上年同期多1.47万亿元。2022年上半年社会融资规模增量累计为21万亿元，比上年同期多3.2万亿元。

(2) 6月人民币贷款增加2.81万亿元，同比多增6867亿元。

(3) 6月末M2同比增长11.4%，M1同比增长5.8%。

总体来看，6月社融总量大超季节性水平，且结构明显优化，如何看待6月社融修复成色，对此我们点评如下：

1 新增社融大超季节性，政府债与信贷是主要支撑

6月新增社融51700亿元，同比多增14700亿元；社融同比增速10.8%，较上月上行0.3pct；社融增速（剔除政府债）9.3%，较上月上行0.1pct。

其中，政府债融资与新增信贷仍是主要支撑项，且均大幅超出季节性水平，受益于政府债加速发行与政策宽信用引导，实体融资需求得到明显修复；企业债虽同比少增，但也高于季节性水平；非标在去年低基数效应下表现为同比少减，其中表外票据融资表现回升至季节性水平。

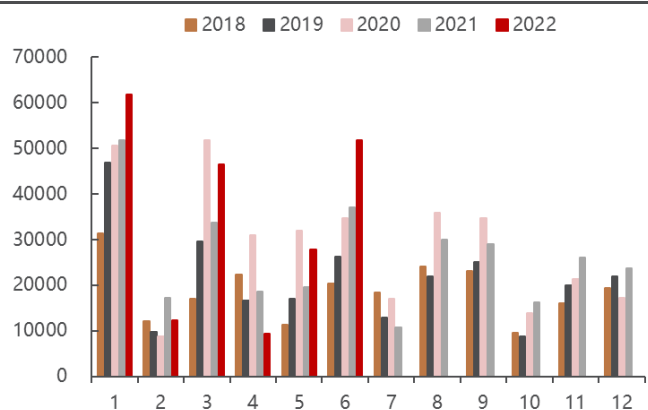
具体数据上来看：6月人民币贷款增加30591亿元，同比多增7409亿元；政府债券增加16184亿元，同比多增8676亿元；企业债券增加2495亿元，同比少增1432亿元；非标融资减少144亿元，同比少减1597亿元。

注意到非标三项中，表外票据融资终于扭转连续4个月弱于季节性水平的态势，由此来看实体融资需求确有回暖。此外信托贷款和委托贷款也同比少减，主因在于去年基数较低。

总结而言，6月社融信贷修复是在市场预期之内的，毕竟此前票据利率已在回升，但一定程度上超预期的是新增社融总量的回升幅度，且结构上也有明显的改善优化，尤其是信贷明显改善而票据冲量诉求走弱，反映在疫情受控、宽信用政策发力持续支撑之下，实体融资需求边际显著转好。

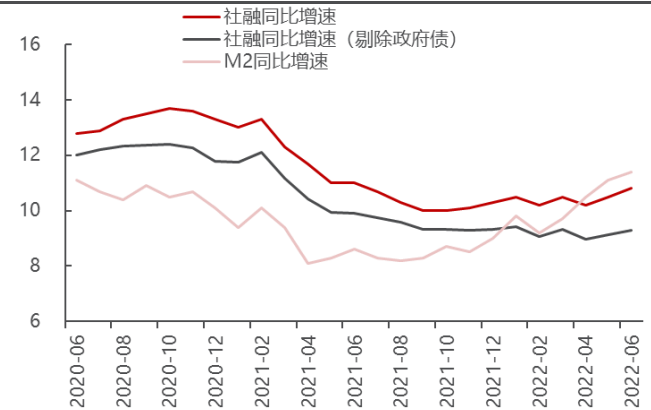
由此，我们进一步看超预期信贷的结构。

图 1：新增社融季节性比较（亿元）



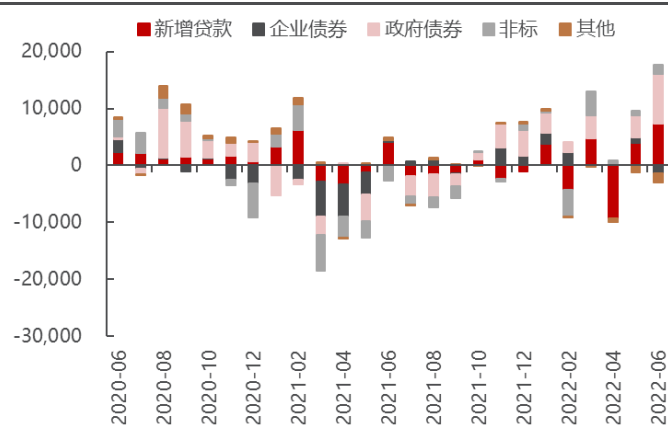
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：社融增速及 M2 增速（%）



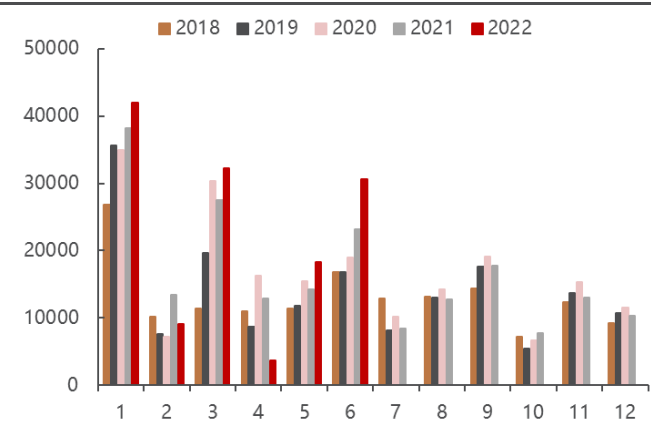
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：新增社融结构同比变动（亿元）



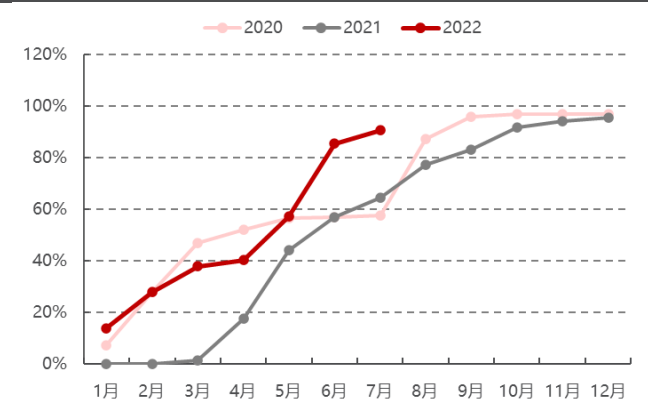
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：新增贷款季节性比较（亿元）



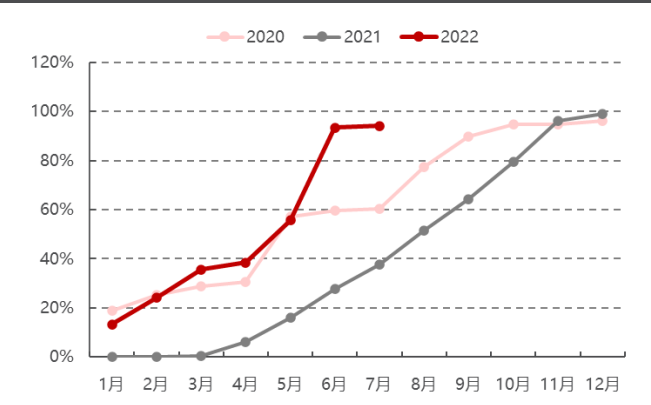
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：地方一般债发行进度（%）



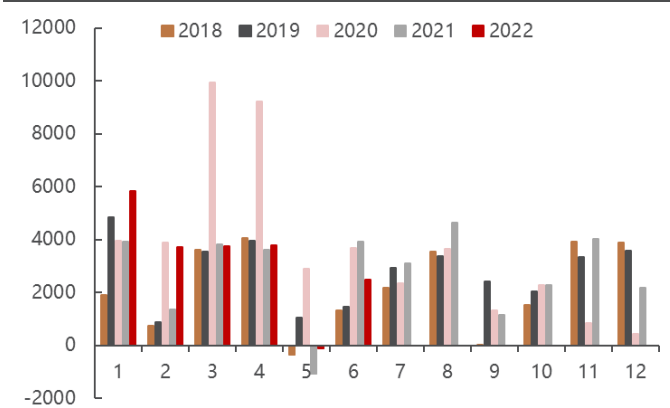
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：地方专项债发行进度（%）



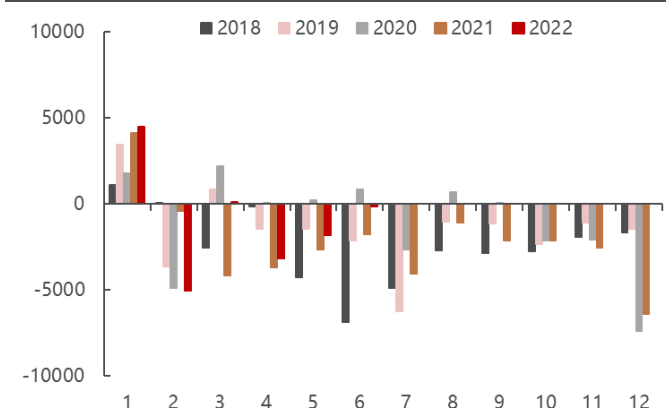
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：企业债融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：非标融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 信贷结构显著优化

6月新增人民币贷款 28100 亿元，同比多增 6867 亿元，各项贷款余额同比增速 11.20%，较上月上行 0.2pct。

其中，企业中长贷为主要支撑，其次是企业短贷，而居民中长贷同比少增情况有所缓解，信贷结构有明显改善。具体来看：

6月新增信贷结构有所改善，主要支撑项终于转由票据融资转变为企业中长贷，显示疫后复苏之下宽信用进程得到明显加速，而这当中基建相关的贷款支持力度或仍较大（毕竟天量专项债也会带动不少配套贷款）：企业中长期贷款增加 14497 亿元，高基数下仍多增 6130 亿元；企业短贷增加 6906 亿元，同比多增 3815 亿元，反映企业现金周转需求仍较高，一定程度上体现的是企业疫后恢复性需求。

而票据融资增加 796 亿元，同比少增 1951 亿元，转而成为 6月信贷拖累项。结合票据利率来看，6月票据利率触底反弹，显示宽信用传导逐步畅通。

具体分析信贷投向来看，新增信贷或更多投向基建，其次制造业也在疫情受控后有一定恢复性投资，而地产相关贷款预计仍是主要拖累，并未显示趋势性好转：

（1）从基建来看：5-6月专项债发行明显提速，6月底已基本实现“完成大部分发行工作”的政策设定，在专项债带动推动有效投资之下，预计基建投资仍为主要支撑，预计相关配套融资规模同样可观。

（2）从制造业来看：6月制造业 PMI 为 50.2%，在连续三个月收缩后重返扩张区间，反映 6月在疫情逐步受控下，企业生产投资意愿增强，复产复工持续推进，制造业景气度延续回升态势，确有疫后恢复的趋势。但同时也要关注到，6月小微企业 PMI 仍处收缩区间，主因疫情冲击对实体影响尚未消退，要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素仍对企业投资意愿有所约束，一定程度上抑制企业融资需求。

（3）而地产预计仍是拖累：从 6月拿地情况看，房企投资意愿有所回暖，但同比来看仍弱。且近期尚未有进一步自上而下放松房企融资的政策出台，而当前民营房企风险仍存，下半年到期压力要高于上半年，由此来看下半年地产投资修复难度仍不小，故而地产投资相关融资回暖幅度预计有限。

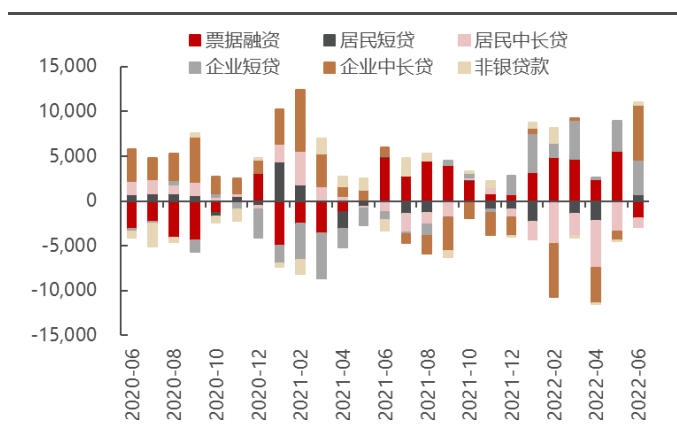
居民短贷较高基数下同比多增，反映居民消费情况明显好转：居民短期贷款增加 4282 亿元，较高基数下同比多增 782 亿元，反映居民消费确有转暖。展望未来，居民短贷能否进一步回暖，主要还是取决于疫情动向以及政策发力效果。今年以来，国家对汽车等大宗消费尤其重视，这是因为汽车产业作为国民经济的战略性支柱性产业，汽车消费持续升温能够为稳定宏观经济大盘发挥积极作用，

对应可看到，今年密集的汽车消费政策对汽车销量拉动成效明显，推动消费复苏。

居民中长贷同比少增，但幅度减小，反映居民购房意愿与能力虽仍有不足，但有边际改善：居民中长期贷款增加 4167 亿元，同比少增 989 亿元，反映“房住不炒”基调之下，疫情冲击下居民加杠杆意愿和能力虽仍有约束，但在政策进一步加码之下销售也确实暂有起色，对应居民中长期贷款还是有一定程度回暖。但自 7 月以来又有所波折，显示居民加杠杆并未根本性扭转。

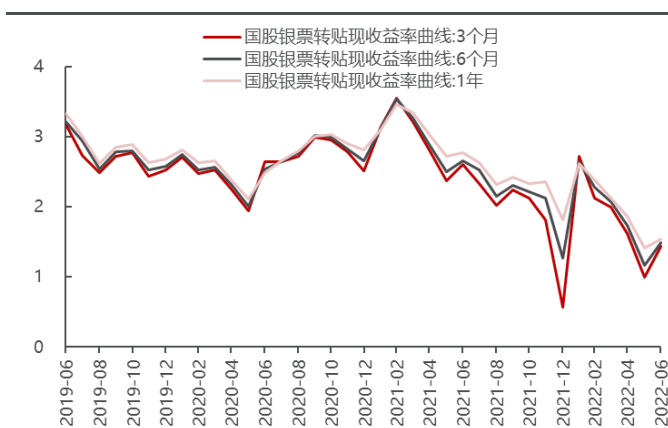
总结而言，随着疫情逐步受控，基建类信贷规模在政策持续发力之下仍带动社融信贷改善，而实体经济恢复引发结构的进一步优化，对应观察 6 月中下旬以来的国股票据利率也能够感知到。

图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）



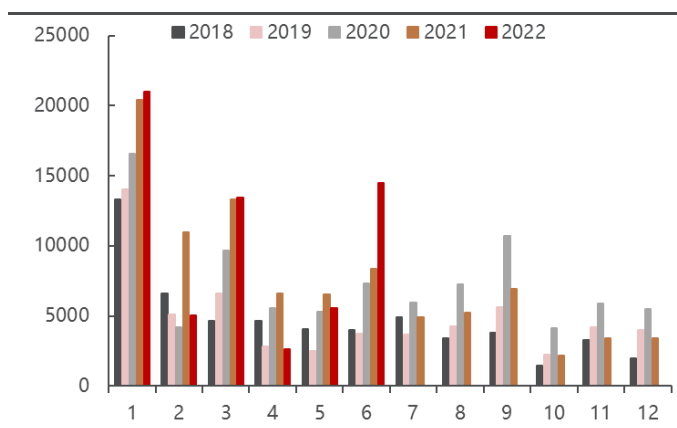
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：票据利率（%）



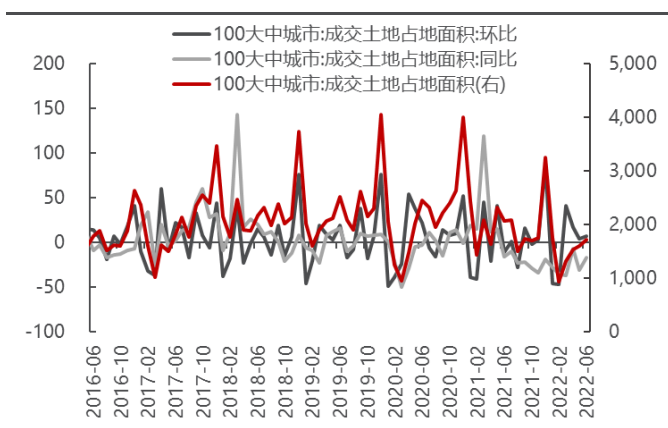
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：企业中长贷季节性比较（亿元）



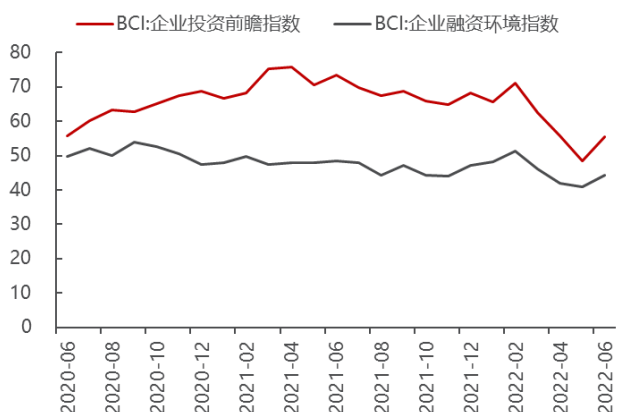
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：100 大中城市土地成交情况（%，万平方米）



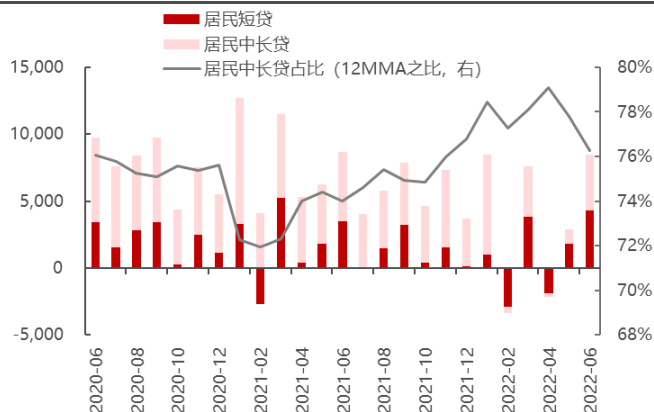
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



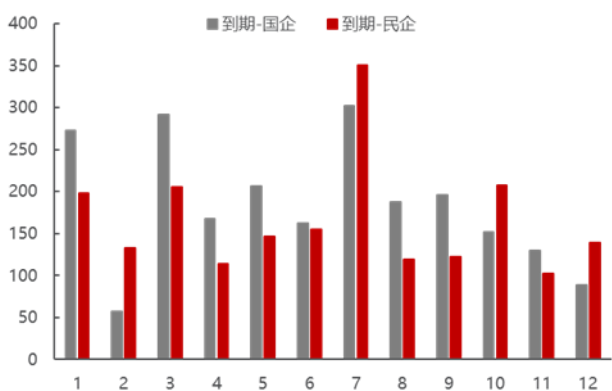
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：居民贷款结构（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2022 年国企与民企地产债到期情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：汽车销售情况（%，辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

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_43851

