

靓丽社融之后，“双宽”的可持续性如何？ ——6月社融数据点评

报告日期：2022-07-11

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

● **事件：**2022年6月新增人民币贷款2.81万亿元，预期2.44万亿元，前值1.89万亿元；新增社融5.17万亿元，预期4.65万亿元，前值2.79万亿元；M2同比11.4%，预期11.0%，前值11.0%。M1同比5.8%，前值4.6%。

● **一、6月信贷、社融总量、结构均较好，居民贷款和企业中长贷显著改善，表内贷款和政府债券是社融主要支撑，与银行加大信贷投放，经济持续修复有关。**

1、6月信贷、社融总量继续超预期，与银行加大信贷投放，经济持续修复有关。

新增贷款方面，6月新增贷款2.81万亿，同比多增6900亿元，较过去三年同期均值多增9467亿元；金融机构各项贷款余额同比续升0.2个百分点至11.2%。

新增社融方面，6月新增社融5.17万亿，同比多增14683亿元，较过去三年同期均值多增1.9万亿；社融存量同比增速回升0.3个百分点至10.8%；剔除政府债券的社融存量同比续升0.15个百分点至9.28%。

原因上看，一方面与5月底以来央行、银保监会等要求下，银行加大信贷投放有关；另一方面，随着疫情逐步受控，6月经济恢复的边际斜率加大，这一点从PMI建筑业和PMI服务业回升幅度加大可得到印证，对应基建类、消费类贷款规模应有增加。

2、6月信贷、社融结构好转，居民贷款、企业中长贷显著改善，表内贷款、政府债券是社融主要支撑。

1) 信贷结构明显改善，非银和票据冲量情况缓解，居民贷款+企业中长贷占比表征的顺周期指标大幅上升，指向疫后经济逐步修复，实体经济需求改善。

居民贷款总体企稳，居民短贷和中长贷均明显改善，但居民中长贷仍弱于季节性。6月居民贷款新增8482亿元，较去年和过去三年同期均值均少增200多亿元。其中居民短贷较去年和过去三年同期均值多增800-1000亿元，反映消费持续修复。受疫情好转、汽车刺激政策加码提振，6月汽车消费大幅回升，乘用车销量同比由负转正至22.6%，与居民贷款数据形成印证。居民中长贷新增4167亿元，较去年同期少增989亿元，较过去三年同期均值少增1288亿元，仍弱于季节性，但距离季节性的缺口较1-5月明显缩窄，即居民中长贷同比少增量在1-5月基本是2000-5000亿元，6月缩减到1000亿元以下。与之对应，6月商品房销售增速大幅回升，30大中城市商品房成交面积同比降幅缩窄42个百分点至-6.4%。

企业端结构明显改善，企业短贷和中长贷较强，票据较弱。6月本就是季末月份，以往通过票据冲量的情况时有发生，但本年6月票据规模并不高，叠加票据利率回升，指向实体经济真实融资需求提升。6月新增表内票据融资796亿元，同比少增1951亿元，较过去三年同期均值多增261亿元。企业短贷新增6906亿元，较去年和过去三年同期均值多增3000-4000亿元。本月一个比较大的变化是，企业中长贷规模大幅增加14497亿元，同比多增6130亿元，较过去三年同期均值多增8008亿元，时隔11个月再现同比多增（过去11个月企业中长贷同比平均少增2130亿元），指向基建贷款、制造业贷款、房地产开发贷有较好恢复。

非银贷款减少1656亿元，同比多增250亿元，较过去三年同期均值多减704亿元。

综合来看，我们观察顺周期指标（居民贷款+企业中长贷）占比大幅提升，且高于逆周期指标（票据+企业短贷）占比，即分别是81.8%和27.4%（5月分别是44.7%和51.7%），体现了疫后经济逐步修复，实体经济需求改善。

2) 社融高增主要支撑与5月相同，为新增人民币贷款、政府债券和表外融资，总体体现了实体经济融资需求恢复，专项债加速发行对社融支撑力度加大，以及表外融资延续企稳。

新增人民币贷款3.06万亿，同比多增7409亿元，较过去三年同期均值多增1.09万亿，规模较前述新增贷款口径多近2500亿元。社融口径人民币贷款不包含非银贷款，口径差异体现了6月信贷对实体经济支持力度较大。

新增政府债券1.6万亿，同比多增8676亿元，较过去三年同期均值多增8909亿元，是6月社融重要支撑。wind数据显示，6月地方政府新增专项债券发行1.36万亿元，净融资额1.29万亿元，今年1-6月新增专项债累计发行33965亿元，完成全年的93%。财政部要求“确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”，目前进度符合财政部要求。

往后看，财政增量政策助力宽信用方面，重点关注两点：一是6月29日国常会提出“运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥”，此举意在当“专项债青黄不接”的时候，提供增量资金用于补充项目资本金，以撬动8000亿政策性信贷、其他国内贷款或社会资本等。根据我们在报告《四个乐观的理由——兼评6月PMI和629国常会》中的测算，若资本金比率设为20%-25%，则3000亿金融债杠杆比例理想情况为8-10倍，拉动增量资金2.4-3万亿元。但综合考虑各项配套资金规模，可能未必有这么大，即实际撬动规模可能低于我们测算的上限。二是根据21世纪经济报道，近期监管部门通知地方，要求地方申报2022年第三批地方政府专项债券项目，可在交通基础设施、能源、保障性安居工程等领域既有九大领域的基础上，将新型基础设施、新能源项目纳入申报范围。由此看，新一批专项债项目仍需专项债额度匹配，密切关注2023年

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》2022-03-12
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信贷结构究竟如何？对经济有何启示？》2022-04-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度央行货币政策报告的8大关注点》2022-05-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》2022-05-14
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_居民还有加杠杆的能力吗？》2022-06-11
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_四个乐观的理由——兼评6月PMI和629国常会》2022-07-01
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如果CPI连续破3%，货币政策还会淡定吗？——兼评6月物价和央行“地量”逆回购》2022-07-09

专项债券额度提前下达的可能。

非标融资连续 4 个月同比少减，对社融拖累减轻。6 月非标融资（信托贷款+委托贷款+表外票据）减少 144 亿元，同比少减 1597 亿元，净融资降幅延续 2 个月收窄。其中 6 月委托贷款减少 381 亿元，同比少减 93 亿元；信托贷款减少 828 亿元，同比少减 218 亿元；新增未贴现银行承兑汇票增加 1065 亿元，同比多增 1286 亿元，票据表外向表内贴现放缓，也侧面反应了实体融资需求回升。

3、存款方面：M1、M2 回升，体现了房地产销售回暖，企业现金流改善，贷款对存款创造增加，财政支出继续加快。

1）6 月 M1 同比较前值回升 1.2 个百分点至 5.8%，M2 同比较前值回升 0.3 个百分点至 11.4%；财政存款环比少增近万亿，同比多减 365 亿元，指向财政支出继续加快。6 月 M1 同比大幅上行与基数下行（2021 年 6 月 M1 同比 5.5%，5 月 6.1%），房地产销售回暖，以及企业现金流改善等有关。6 月 M2 同比在基数上行的情况下（2021 年 6 月为 8.6%，5 月为 8.3%）仍能够回升，一方面受贷款和社融增速上行支撑；另一方面与财政投放继续加快，财政存款向居民和企业部门转移有关。此外除季末季节性规律外，6 月表现仍超越季节性，即 6 月居民和企业存款不仅环比多增 1.8 万亿左右，同比也分别多增 2400 亿元、4588 亿元；财政存款不仅环比少增近 1 万亿，同比也多减 365 亿元，体现了财政支出继续加快。

2）社融-M2 底部企稳，表明实体融资需求恢复，但可能仍存在资金空转。在此前社融点评中，我们持续提示社融-M2 同比增速持续下行，可能与实体经济融资需求较差，资金空转，以及财政投放快但专项债下达速度偏慢等有关（参考《信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》、《居民还有加杠杆的能力吗？》）。6 月社融-M2 底部企稳，持平 5 月的-0.6%，或表明了资金空转仍存，但实体需求有所恢复。

● 二、货币政策面临的挑战有哪些？宽信用持续性如何？7-8 月是重要的观察窗口。

1、货币政策面临的挑战有哪些？会收紧吗？

综合 6 月金融数据以及我们在报告《如果 CPI 连续破 3%，货币政策还会淡定吗？——兼评 6 月物价和央行“地量”逆回购》中的观点，后续货币政策和资金面面临一定的内外扰动，例如：

第一，央行已经连续 6 天投放 30 亿逆回购，“地量”操作意在释放引导市场利率逐渐向政策利率收敛信号；

第二，如果猪价持续上行，那么 CPI 同比最快 8 月可能破 3%，9 月在 3.5% 以上，8-12 月在 3% 附近或以上波动，可能给货币宽松带来一定压力；

第三，预计 7 月资金面总体稳定，随着 7 月存量留抵退税基本结束，8 月开始 MLF 到期量逐渐增大，以及增量财政政策发力，资金面可能自然边际收紧，不过预计 DR007 总体仍将低于 7 天逆回购利率；

第四，美联储 7-9 月可能还会鹰派加息，制约我国总量宽松幅度；

第五，稳增长、宽信用（总量和结构的好转）效果可能也会对后续货币政策造成影响。

7-8 月是重要的观察窗口，密切关注经济基本面恢复程度和央行公开市场操作情况。

我们目前认为从近期央行讲话来看，态度未有明显变化，即货币政策稳中有松，尚未转向。但央行已开始“地量”投放逆回购，旨在边际上引导市场利率向政策利率靠拢。结构性通胀+经济弱的背景下，预计货币政策不会过于受通胀掣肘，流动性也难大幅收紧。当然，短期总量层面可能也不适宜大幅宽松。美联储 7-9 月可能还会鹰派加息，我国短期全面降准降息（指 MLF 等政策利率）仍较难。待美联储制约缓解，再观察是否还有降准。目前结构性货币政策工具仍将担任主力，也会通过压降存款利率的方式继续调低贷款利率，LPR 仍可能再下调。

2、宽信用的可持续性如何？

往后看，信用持续走宽的有利因素在于经济逐步修复，实体经济融资需求逐步改善；但不利之处在于近期疫情有所反复；社融-M2 仍维持低位，表明社会资金供需仍存缺口，叠加 5-6 月银行集中放贷，可能会存在透支未来的风险，加之 7 月本就是季初信贷小月，因此后续仍需持续观察信贷投放情况。再往后看整个下半年，实体经济修复程度和增量财政政策是重要的边际变量。乐观情况下，假设三季度末四季度有约 1.5 万亿的 2023 年专项债提前批额度下达，9 月起按月发行，由此测算的社融存量增速 6-7 月达到高点 10.9% 左右，然后在 10.5%-10.7% 之间震荡，11 月再小幅走高。较为悲观情景下，下半年专项债无增量资金，其他假设不变，由于 8 月国债到期量较大，政府债券净融资额在 8 月迎来最低点。由此测算社融存量增速 6-7 月达到高点的 10.9% 左右之后，逐步回落至年底的 10.1% 左右。

● 风险提示

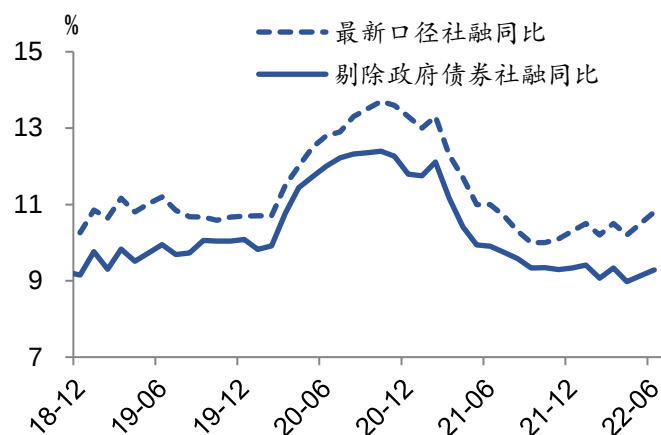
实体经济融资恢复不及预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 贷款增速延续回升



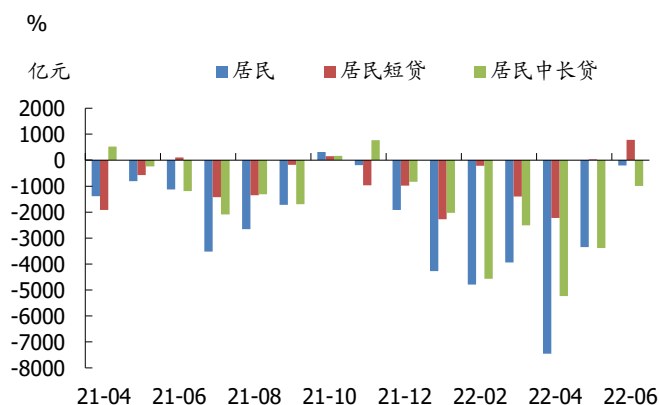
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 社融增速延续回升



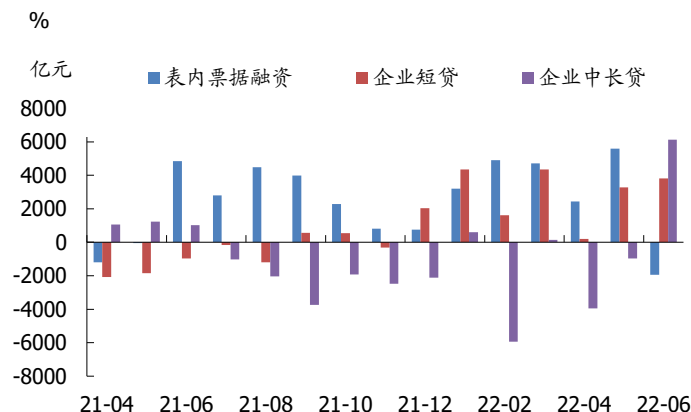
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 居民中长期贷款虽同比少增, 但缺口缩窄



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 企业中长贷显著改善



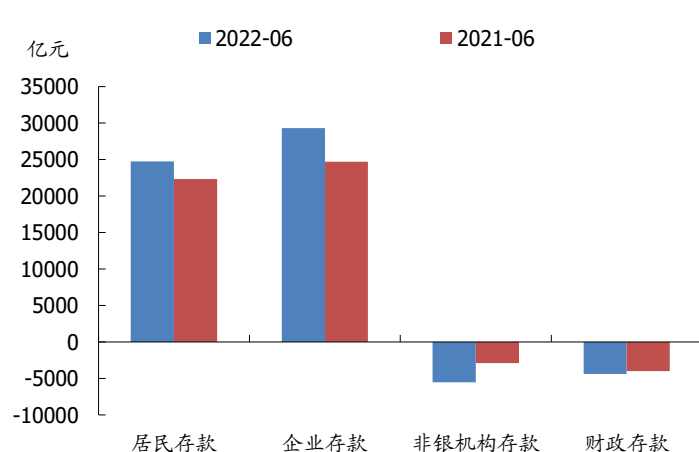
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 5 票据利率有所上行



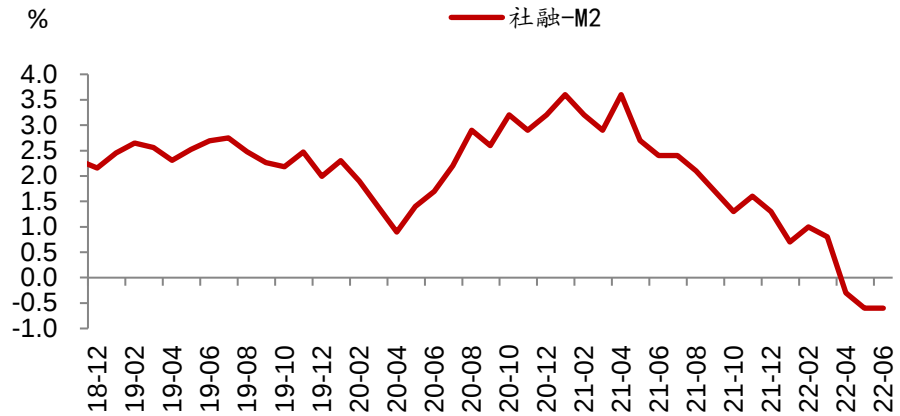
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 财政支出继续加快



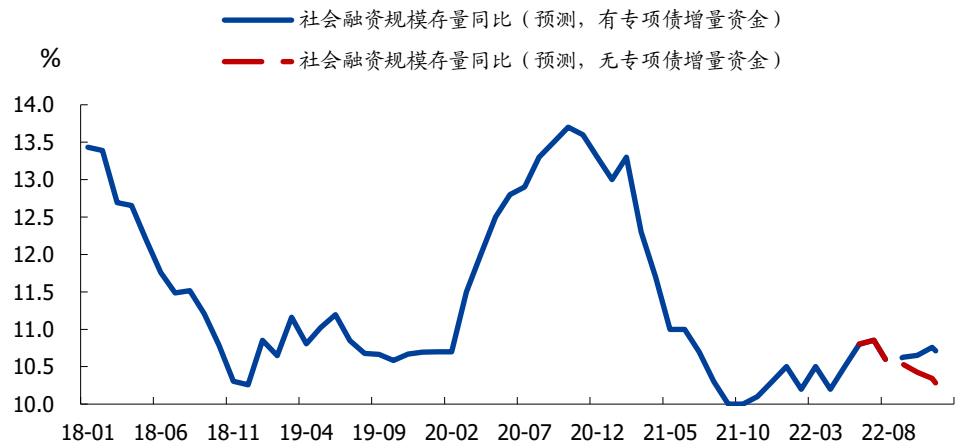
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 社融-M2 增速底部企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 下半年社融增速预测



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

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_43856

