



孙彬彬：下半年社融怎么看？





摘要

逻辑上，社融增速上行，债市会面临压力。但观察历史，核心还是在于社融上行的斜率和稳定性，背后反映的是居民和企业资产负债表修复的情况，也是央行流动性管理的重要前提。

按照已有政策评估，我们预计今年新增社融 33.85 万亿，对应年底社融增速在 10.8%，高点出现在 9 月达到 11.2%。从节奏来看，7 月上行斜率最高，8 月开始斜率明显放缓，到四季度开始再度有所回落。

在财政增量政策的假设下，我们预计下半年政府债净融资略超 3.1 万

亿元，预计今年新增社融约 35.25 万亿，对应年底社融增速约 11.2%，高点在 10 月达到 11.4%。

我们可以对比稳增长年份中社融回升过程中的市场情况，特别是 2012、2015、2019 和 2020 年。按照我们的社融预测，总体信用扩张的情况可能介于 2015 和 2019 之间，也就是仍然存在至少是局部社会信用收缩的压力。

经济三重压力，疫情连续冲击，微观主体信心和资产负债表修复很难一蹴而就，居民贷款和企业债净融资就是最好的证明。

截至目前，增量财政政策的不确定性依然较大，对社融所起到的作用最终可能也仅仅是修补而非提振。

我们预计在有力度的增量财政落地以前，社会信用状态很难达到政策合意的水平。

基于宽信用的考量，我们认为央行将继续保持流动性在高于合理充裕水平。后续央行降息的可能性虽然不大，但是其它投放基础货币的工具仍有可能运用，LPR 再度调降的可能也不能完全排除。我们维持总体货币政策“增量有限，存量稳定”的判断。隔夜资金利率预计仍可保持在 1.6% 以下。后续变数在增量财政政策，只有能明显带动社融信贷积极变化，央行也观察到了经济主体的显著扩张意愿，资金利率向政策利率收敛的情况才有可能发生。

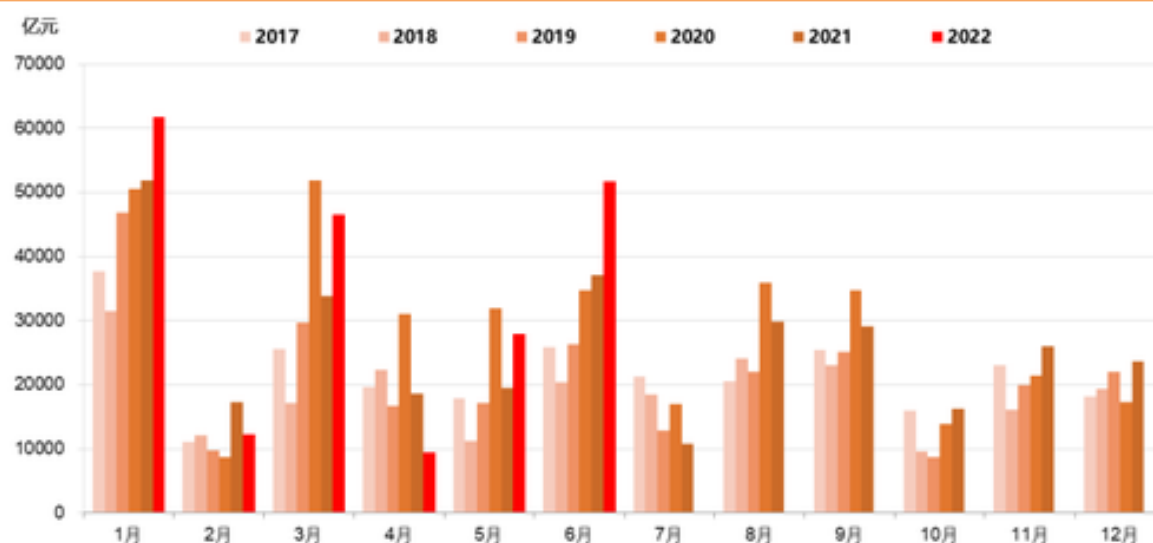
对于债市，社融上行斜率有限，就意味着后续债市即使有调整，幅度也相对有限。我们预计 10 年国债利率仍然是窄幅区间波动的格局，建议市场维持中性久期。

内容目录

1. 上半年社融信贷表现如何？	4
1.1. 上半年各分项贡献如何？	4
1.2. 疫情后社融信贷修复情况怎么看？	4
2. 已公布增量政策作用如何？	6
2.1. 专项债发行前置推高 6 月社融的同时，压低了下半年社融回升速度	6
2.2. 如何评估 8000+3000 亿政策性金融支持？	6
2.3. 专项再贷款撬动商业银行贷款投放超万亿	8
3. 当前信贷社融还有哪些拖累？	8
3.1. 地产景气度拖累居民中长贷和地产投融资	8
3.2. 关注城投债净融资对企业债融资的拖累	9
4. 下半年社融信贷怎么看？	9
5. 下半年社融走势的关键在于有无增量财政政策	10
6. 年内信贷和社融增长能否达到政策合意状态？	11
6.1. 下半年社融和信贷能否体现企业和居民扩张意愿？	11
6.2. 下半年社融和信贷能否支持经济站上潜在增速？	12
7. 对于债市意味着什么？	13

疫情好转，稳增长政策加码，社融信贷逐渐回升，6 月数据表现较好。下半年展望，信贷和社融能否延续总量与结构的改善？

图 1：社融季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 上半年社融信贷表现如何？

1.1. 上半年各分项贡献如何？

政府债券和人民币贷款支撑上半年社融高增。首先观察社融季节性，今年上半年社融同比多增，比 2020 年高 1000 亿左右。具体来看，政府债和人民币贷款是主要拉动项，企业债、委托贷款、信托贷款亦有一定贡献，表外票据、其他项则有一定拖累。

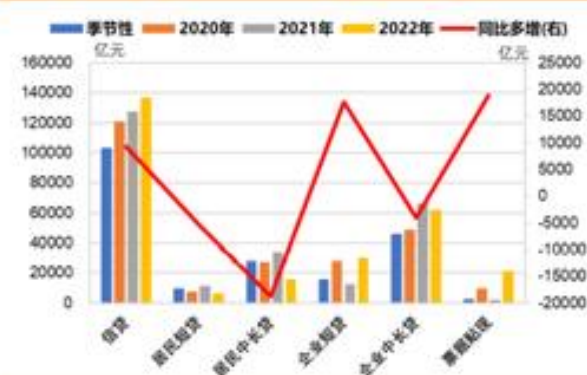
企业短贷和票据贴现支撑上半年信贷。其次观察信贷结构，是经济下行压力和楼市景气度的直观体现。居民短贷、中长贷和企业中长贷均同比少增，其中居民中长期贷款对信贷的拖累最为明显。

图 2: 社融上半年表现



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 信贷上半年表现



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 疫情后社融信贷修复情况怎么看？

5 月社融信贷开始修复，人民币贷款和政府债融资是最大支撑项，不仅上升斜率最高，也逐渐拉开与季节性水平的差距。

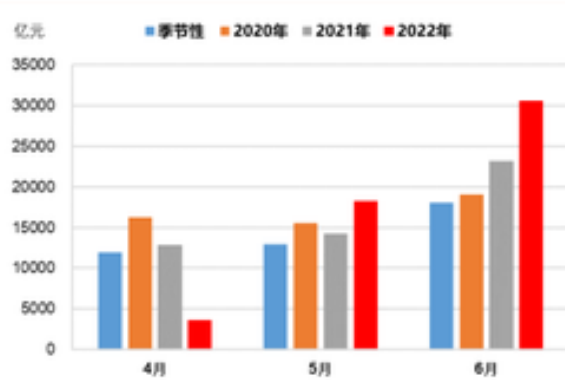
另一方面，企业债融资 5 月大幅下行，到 6 月也并未恢复到前两年水平，拖累社融上行斜率。

图 4：疫情后社融修复情况



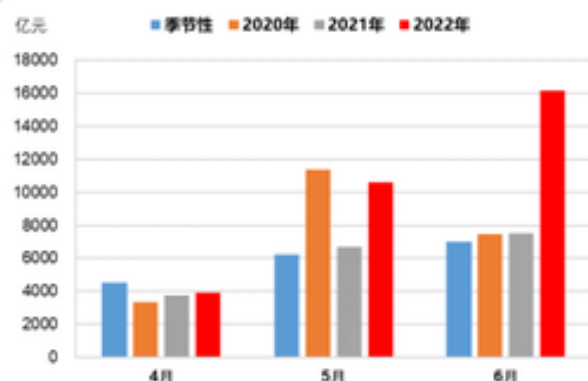
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：疫情后人民币贷款（社融口径）修复情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：疫情后政府债融资变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：疫情后企业债融资修复情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

观察信贷修复结构，企业贷款呈现积极变化。

5 月以来，在提前复工复产、保供保链等一系列政策支持下，企业短贷和中长贷稳定修复，6 月大超预期，分别同比多增 3815 亿元和 6130 亿元。

图 8：疫情以后企业短贷修复情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：疫情以后企业中长贷修复情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

但居民信贷难言企稳。

从居民中长贷来看，虽然 5-6 月总体有所修复，但是修复力度还是偏弱。

从居民短贷来看，旅游旺季、疫情后需求回补、汽车销量大幅回升等因素叠加，6 月居民短贷略超去年同期，未来持续性仍需进一步观察。

图 10：疫情后居民短贷修复情况



图 11：疫情后居民中长贷修复情况



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_44041

