

2021 年 07 月 10 日

货币金融数据的三大信号

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

6 月社融大幅超预期，“靓丽”的金融总量指标背后，隐含的信号不容忽视。

● **“靓丽”的金融总量指标下，结构分化非常明显，指向经济结构性问题凸显**

信号一：票据融资超季节性增长、推动社融超预期，可能与房企增加票据融资、表外融资转表内等有关。6 月，社融超预期主因信贷高增，而信贷同比多增主要缘于票据融资的贡献。地产销售回款压力上升下，部分房企可能增加票据融资；同时，部分地区城投债持续“零”发行，也可能借助票据融资来“续命”。经验显示，票据融资增长加快，多出现在信用持续收缩、尤其是非标融资大幅收缩阶段。

信号二：居民中长贷同比连续两个月回落，对房地产投融资的影响需紧密跟踪。

6 月，新增居民中长贷 5156 亿元，同比下降 1193 亿元、同比降幅高于上月的 236 亿元，地产销售回款走弱的迹象进一步显现。地产调控加强下，房企自身贷款、债券和非标等融资渠道收缩，对销售回款的依赖度显著上升；贷款集中度等约束下，额度紧张或进一步加大销售回款回落压力，对地产投融资的影响不容忽视。

信号三：M1 创新低，与 M2 明显背离，可能指向企业需求恢复总体偏弱、同业派生较多。6 月，M1 同比 5.5%、创 14 个月以来新低，而 M2 同比增速抬升 0.3 个百分点至 8.6%。M1 增速回落，直接缘于企业活期存款减少，可能与地产销售回落带来的资金活化减少、企业经营活力下降等有关；而 M2 回升，主因企业定期存款、非银存款明显增多，可能指向企业需求恢复总体偏弱、同业派生较多。

重申观点：信用环境仍处于“收缩”通道，结构性问题凸显。信用环境大致沿着我们前期提示的三条“收缩”逻辑演绎：杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现，维持全年社融存量增速 10%左右的判断。社融、PMI 等领先指标显示，经济高点已过、趋势明确，但回落幅度或相对缓慢。结构性政策、产业结构优化等，或使得本轮信用“收缩”带来的经济影响，结构分化会非常明显。

● **常规数据解析：票据高增、企业中长贷维持高位，居民中长贷回落、非标收缩信贷高增推升社融，非标融资持续收缩、债券融资回归常态。**6 月，新增社融 3.67 万亿元，同比多增 2008 亿元；存量增速 11%，与上月持平。其中，人民币贷款同比多增 4131 亿元、为社融主要贡献项；信托、委托和表外票据合计收缩 1740 亿元；政府和企业债券分别为 7475 亿元和 3702 亿元，与 2020 年同期大体相当。

信贷分项来看，票据融资超季节性增长，企业中长贷维持高位、居民中长贷回落。6 月，新增贷款 2.12 万亿元、同比多增 3086 亿元，贷款余额增速 12.3%、较上月回升 0.1 个百分点。其中，票据融资 2747 亿元、同比增加 4852 亿元，企业中长贷同比多增 1019 亿元、增幅创 16 个月以来新低，企业短贷同比少增 960 亿元；居民中长贷同比少增 1193 亿元，居民短贷 3500 亿元、与 2020 年同期相当。

● **风险提示：**债务风险暴露，加剧信用分层。

相关研究报告

《宏观经济点评-成本压力持续显性化》-2021.7.9

《宏观经济专题-政策跟踪第 4 期：城投债融资新变化》-2021.7.6

《宏观经济专题-低估的通胀传导》-2021.7.4

目 录

1、 货币金融数据的三大信号	3
2、 6月货币金融数据常规跟踪	5
3、 风险提示	6

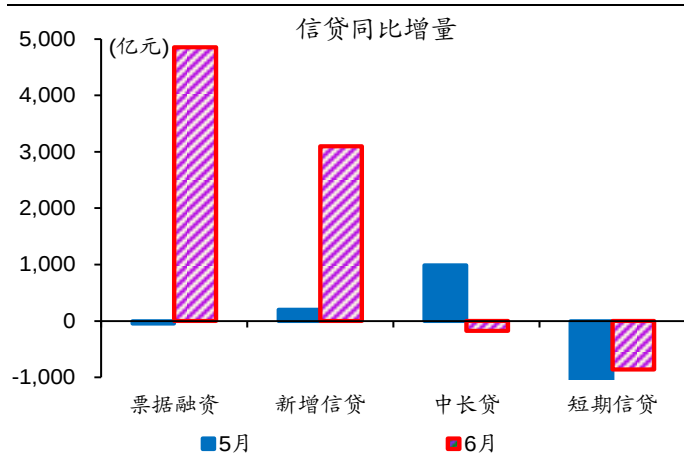
图表目录

图 1: 6月, 信贷多增主因票据融资增长	3
图 2: 6月, 票据融资超季节性增长	3
图 3: 经验显示, 非标收缩阶段多对应票据融资增加	3
图 4: 6月, 部分省市城投债依然“零发行”	3
图 5: 居民中长期贷款同比连续 2 个月回落	4
图 6: 个人按揭贷款占房地产开发资金来源约 17%	4
图 7: 6月, M1 创新低、M2 回升	4
图 8: 企业活期存款下降, 非银存款增加较多	4
表 1: 6月, 人民币贷款为社融主要贡献项 (单位: 亿元)	5
表 2: 6月, 票据融资推动信贷增长, 而中长贷、短贷同比下降 (单位: 亿元)	5

1、货币金融数据的三大信号

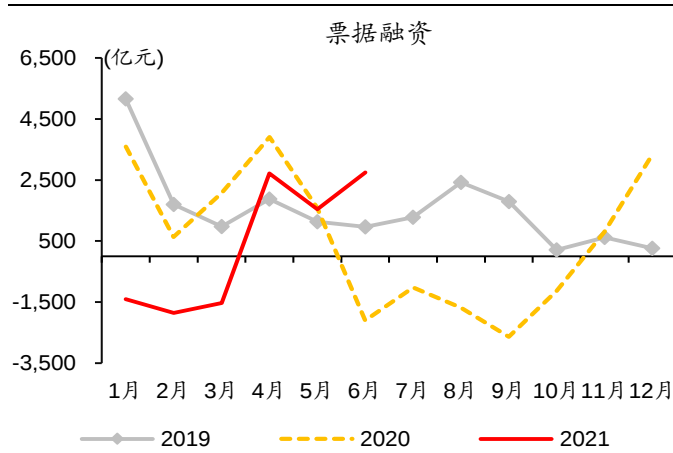
信号一：票据融资超季节性增长、推动社融超预期，可能与房企增加票据融资、表外融资转表内等有关。6月，社融超预期主因信贷高增，而信贷同比多增主要缘于票据融资的贡献。地产销售回款压力上升下，部分房企可能增加票据融资；同时，部分地区城投债持续“零”发行，也可能借助票据融资来“续命”（详情参见《城投债融资“新”变化》）。经验显示，票据融资增长加快，多出现在信用持续收缩、尤其是非标融资大幅收缩阶段。

图1：6月，信贷多增主因票据融资增长



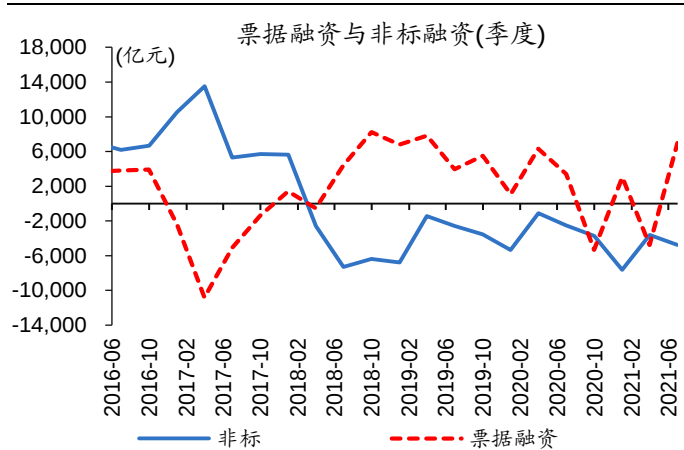
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6月，票据融资超季节性增长



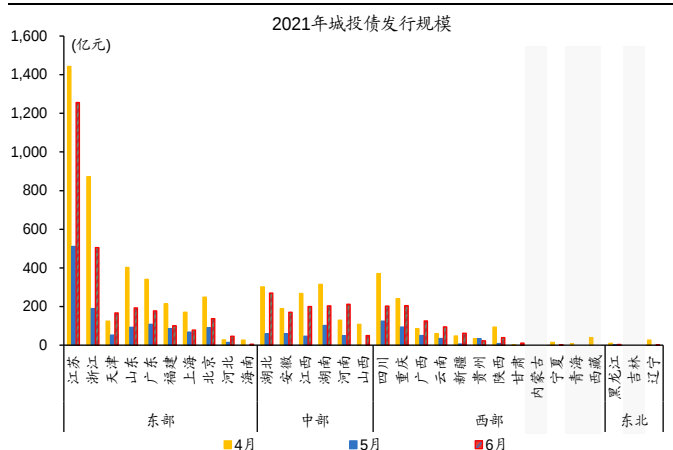
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：经验显示，非标收缩阶段多对应票据融资增加



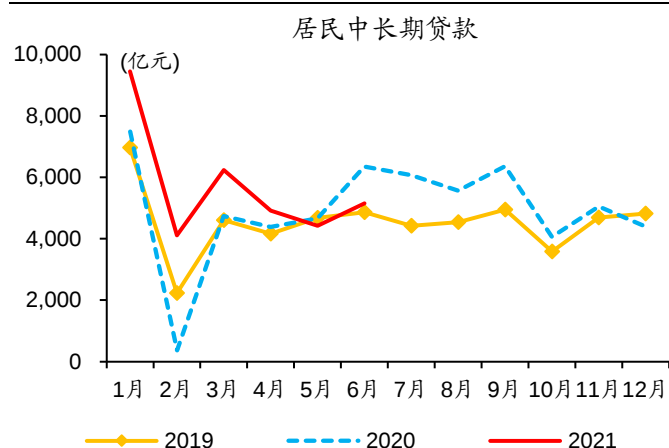
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：6月，部分省市城投债依然“零发行”

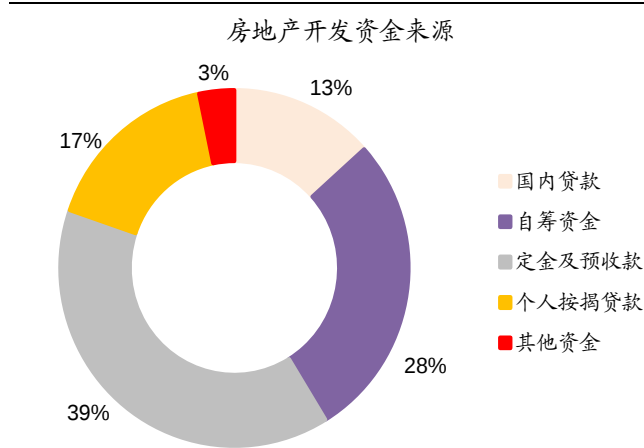


数据来源：Wind、开源证券研究所

信号二：居民中长贷同比连续两个月回落，对房地产投融资的影响需紧密跟踪。6月，新增居民中长贷5156亿元，同比下降1193亿元、同比降幅高于上月的236亿元，地产销售回款走弱的迹象进一步显现。地产调控加强下，房企自身贷款、债券和非标等融资渠道收缩，对销售回款的依赖度显著上升；贷款集中度等约束下，额度紧张或进一步加大销售回款回落压力，对地产投融资的影响不容忽视（详情参见《地产“韧性”再论》）。

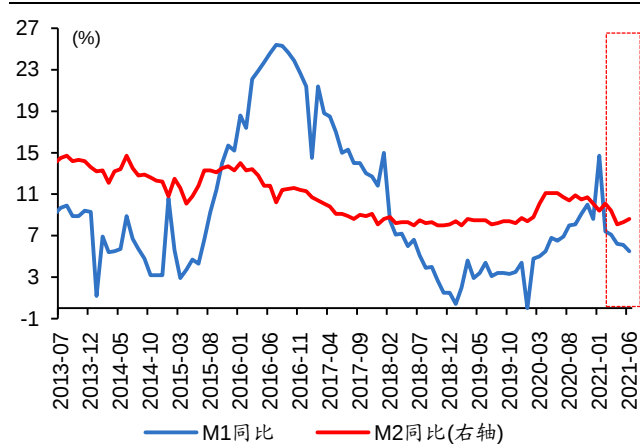
图5：居民中长期贷款同比连续2个月回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

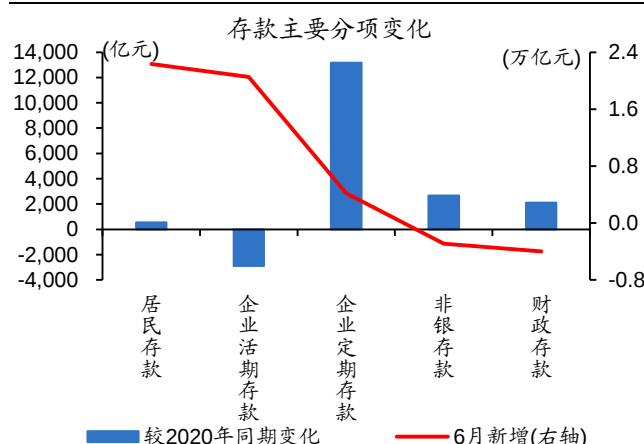
图6：个人按揭贷款占房地产开发资金来源约17%


数据来源：Wind、开源证券研究所

信号三：M1创新低，与M2明显背离，可能指向企业需求恢复总体偏弱、同业派生较多。6月，M1同比5.5%、创14个月以来新低，而M2同比增速抬升0.3个百分点至8.6%。M1增速回落，直接缘于企业活期存款减少，可能与地产销售回落带来的资金活化减少、企业经营活力下降等有关；而M2回升，主因企业定期存款、非银存款明显增多，可能指向企业需求恢复总体偏弱、同业派生较多。

图7：6月，M1创新低、M2回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：企业活期存款下降，非银存款增加较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：信用环境仍处于“收缩”通道，结构性问题凸显。信用环境大致沿着我们前期提示的三条“收缩”逻辑演绎：杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现，维持全年社融存量增速10%左右的判断。社融、PMI等领先指标显示，经济高点已过、趋势明确，但回落幅度或相对缓慢。结构性政策、产业结构优化等，或使得本轮信用“收缩”带来的经济影响，结构分化会非常明显。

2、6月货币金融数据常规跟踪

信贷高增推升社融，非标融资持续收缩、债券融资回归常态。6月，新增社融3.67万亿元，同比多增2008亿元；存量增速11%，与上月持平。其中，人民币贷款同比多增4131亿元、为社融主要贡献项；信托、委托和表外票据合计收缩1740亿元；政府和企业债券分别为7475亿元和3702亿元，与2020年同期大体相当。

表1：6月，人民币贷款为社融主要贡献项（单位：亿元）

月份	新增社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2020-06	34,692	19,029	204	-484	-852	2,190	3,686	538	7,450
2020-07	16,928	10,221	-524	-152	-1,367	-1,130	2,358	1,215	5,459
2020-08	35,853	14,201	397	-415	-316	1,441	3,659	1,282	13,788
2020-09	34,693	19,171	-302	-317	-1,159	1,503	1,316	1,141	10,116
2020-10	13,929	6,663	-175	-174	-875	-1,089	2,263	927	4,931
2020-11	21,355	15,309	-447	-31	-1,387	-625	840	771	4,000
2020-12	17,192	11,458	-981	-559	-4,620	-2,216	436	1,126	7,126
2021-01	51,838	38,182	1,098	91	-842	4,902	3,871	991	2,437
2021-02	17,239	13,413	464	-100	-936	639	1,352	693	1,017
2021-03	33,709	27,511	282	-42	-1,791	-2,296	3,755	783	3,131
2021-04	18,502	12,840	-272	-213	-1,328	-2,152	3,556	814	3,739
2021-05	19,200	14,294	7	-408	-1,295	-926	-1,336	717	6,701
2021-06	36,700	23,160	702	-473	-1,047	-220	3,702	957	7,475
较上月	17,500	1,454	279	-195	33	1,226	-4,892	-97	2,962
较2020年同期	2,008	4,131	498	11	-195	-2,410	16	419	25

数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

信贷分项来看，票据融资超季节性增长，企业中长贷维持高位、居民中长贷回落。6月，新增贷款2.12万亿元、同比多增3086亿元，贷款余额增速12.3%、较上月回升0.1个百分点。其中，票据融资2747亿元、同比增加4852亿元，企业中长贷同比多增1019亿元、增幅创16个月以来新低，企业短贷同比少增960亿元；居民中长贷同比少增1193亿元，短贷3500亿元、与2020年同期相当。

表2：6月，票据融资推动信贷增长，而中长贷、短贷同比下降（单位：亿元）

月份	新增信贷	短贷	票据融资	中长贷	企业中长贷	居民中长贷	企业短贷	居民短贷	非银贷款
2020-05	14,800	3,592	1,586	9,967	5,305	4,662	1,211	2,381	-660
2020-06	18,100	7,451	-2,104	13,697	7,348	6,349	4,051	3,400	-790
2020-07	9,927	-911	-1,021	12,035	5,968	6,067	-2,421	1,510	-270
2020-08	12,800	2,891	-1,676	12,823	7,252	5,571	47	2,844	-1,474
2020-09	19,000	4,668	-2,632	17,042	10,680	6,362	1,274	3,394	-201
2020-10	6,898	-565	-1,124	8,172	4,113	4,059	-837	272	382
2020-11	14,300	3,220	804	10,936	5,887	5,049	734	2,486	-1,042
2020-12	12,600	-1,955	3,341	9,892	5,500	4,392	-3,097	1,142	674

2021-01	35,800	9,033	-1,405	29,848	20,400	9,448	5,755	3,278	-1,992
2021-02	13,600	-194	-1,855	15,113	11,000	4,113	2,497	-2,691	180
2021-03	27,300	8,990	-1,525	19,539	13,300	6,239	3,748	5,242	-270
2021-04	14,700	-1,782	2,711	11,523	6,605	4,918	-2,147	365	1,532
2021-05	15,000	1,162	1,538	10,954	6,528	4,426	-644	1,806	624
2021-06	21,200	6,591	2,747	13,523	8,367	5,156	3,091	3,500	-1,906
较上月	6,200	5,429	1,209	2,569	1,839	730	3,735	1,694	-2,530
较 2020 年同期	3,100	-860	4,851	-174	1,019	-1,193	-960	100	-1,116

数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

3、风险提示

债务风险暴露，加剧信用分层。

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_20644

