

6 月金融数据点评

——信号的确认

袁方¹ 章森（联系人）²

2021 年 7 月 10 日

内容提要

债券发行市场的逐步正常化以及人民币贷款的抬升，对社融余额增速的企稳提供了支撑。

降准政策的推出是对经济复苏持续低于预期均衡水平的确认。而经济偏慢的恢复，尤其是不平衡的恢复，是导致春节后流动性整体宽松以及本次降准的主要原因。

伴随着流动性中性偏松的环境，权益市场整体仍将以箱体震荡的态势为主，而与经济增长关系偏弱的成长板块，将有望延续占优的态势。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

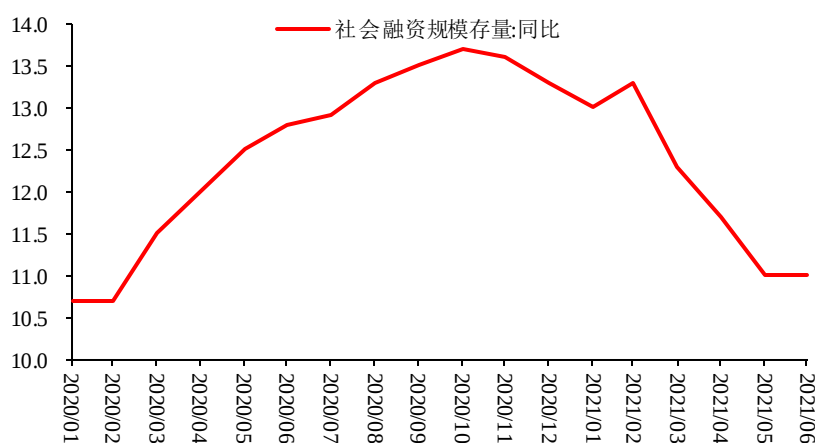
¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

² 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、社融增速的回落有望显著放缓

6月社融新增36700亿元，同比多增2019亿元；余额同比增长11%，与上月持平。即使存在去年同期抗疫政策导致的高基数效应，6月社融新增同比仍然从3-5月的负增长逆势转正，且绝对数量相较于2015-2019年的季节性水平普遍高出万亿余元，显示出资金环境在稳字当头基调下的边际改善。而这一改善也使得社融余额同比增速伴随经济复苏趋缓的持续下滑态势得到缓解，未来社融增速回落趋势有望放缓。

图1：社会融资规模存量同比，%



数据来源：Wind，安信证券

拆项来看，人民币贷款的大幅提升、以及企业债和政府债发行的回暖，支撑了新增社融同比增长由负转正，而非标融资依旧对社融形成拖累。

随着整体资金环境以及市场预期的改善，企业债融资逐步恢复正常，6月新增3702亿元，同比也由负转正、多增16亿元。未来信用事件对市场的冲击可能仍然存在，但从过往的处置经验来看，监管对风险传导路径的及时切断，将有效避免市场发生系统性风险。

在政府前期储备项目不断完善，审核以及发行节奏逐渐加快的背景下，即使存在高基数效应，政府债 6 月新增 7475 亿元、同比仍然实现了正增长 25 亿元。考虑到今年政府债发行时间整体后移，预计放量高峰出现在三季度，而这将对未来一个季度的新增社融规模形成支撑。

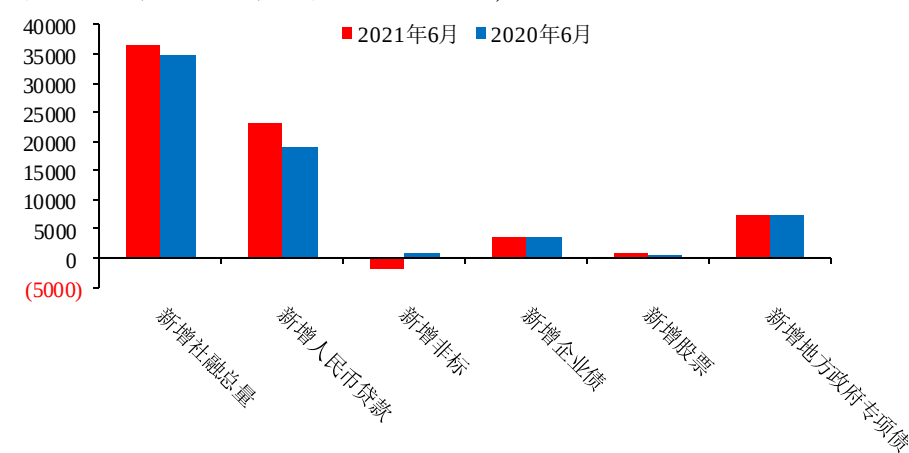
尽管非标融资因压降信托等要求而持续负增长，但伴随着压降规模以及基数的下降，下半年非标对社融的拖累有望缓解。

价格数据层面，6 月票据利率维持低位，同时票据融资大幅抬升，反映在信贷需求偏弱的背景下，商业银行有票据冲量的迹象。

合并量价数据来看，债券发行市场的逐步正常化以及贷款的抬升，对社融余额增速的企稳提供了支撑。

未来在降准政策发力、资金环境整体偏宽松的条件下，随着基数效应的消退，以及政府债发行进一步加速、信用市场继续恢复，未来社融增速回落趋势将显著放缓。

图2：2020年和2021年6月社融新增分项，亿元

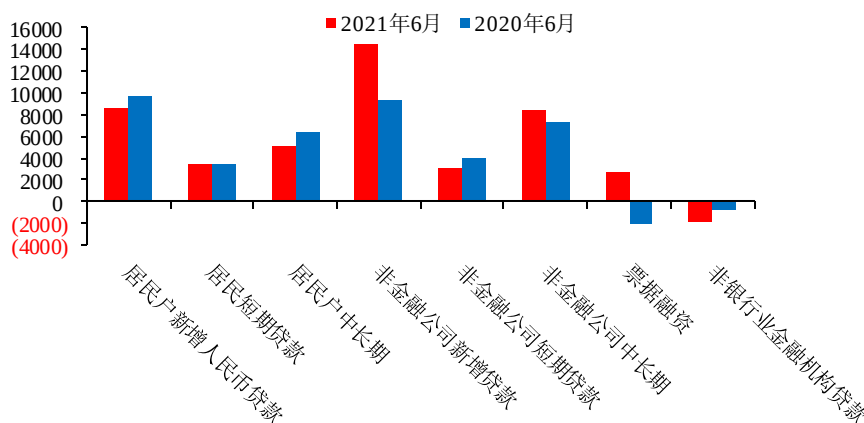


数据来源：Wind，安信证券

二、信贷结构持续优化

6月信贷新增21200亿元，同比多增3100亿元，比2019年同期多增4600亿元；余额同比12.3%，较上月小幅抬升0.1个百分点，结束了自去年三季度以来的持续下滑。相比过去5年同期水平，信贷规模整体表现较好，且结构方面仍延续了年初以来的改善态势。

图3：2020年和2021年6月新增信贷分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

企业部门6月贷款新增14591亿元，同比多增5313亿元。

拆项来看，企业中长期贷款新增8367亿元，同比多增1019亿元，延续了年初以来的强势增长，这主要与监管引导金融机构支持制造业、以及政府专项债项目配套贷款有关。

同期的企业短期贷款新增3091亿元，同比少增960亿元；票据融资6月新增2747亿元，同比多增4851亿元。这一组合延续了二季度以来的结构特点，显示出在流动性充裕环境下，企业短贷需求不强，而银行则保持了对企业融资的支持力度、以及在季末可能进行了票据冲量相关操作。

居民部门6月贷款新增8685亿元，同比少增1130亿元。

拆项来看，居民短期贷款同比多增100亿元，而中长期贷款同比少增1193亿元，前者的小幅抬升体现出居民消费意愿仍然不强，而后者连续两月的同比少增，或许反映出在房地产调控政策下，房贷投放受限。

合并而言，当前信贷环境整体平稳，货币政策并未出现收紧迹象，这也与银行间市场流动性长期充裕形成印证。在此背景下，权益市场的中期估值将更多地延续箱体震荡态势，单边向下的风险有限。

三、降准政策的超预期是对经济复苏不及预期的确认

7月9日，央行决定将于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，预计释放长期资金约1万亿元，主要用于置换MLF和对冲7月税期高峰。而这也是对7月7日国常会提出的“适时运用降准等货币政策工具”等要求的迅速落实。

考虑到此次降准是“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”，希望“进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降”。因此，降准政策的推出在一定程度上是对经济复苏低于预期均衡水平的确认。而经济弱于预期的恢复、尤其是不平衡的恢复，是导致春节后流动性整体宽松以及本次降准的主要原因。未来随着财政政策对宏观经济调控意愿和空间的减弱，货币政策或许将发挥更大的跨周期调控作用。

伴随着流动性中性偏松的环境，权益市场整体仍将以箱体震荡的态势为主，而与经济增长关系偏弱的成长板块，将有望延续占优的态势。而在经济基本面偏弱、流动性中性偏松的背景下，债券市场收益率预计易下难上。

分析师简介

袁方，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

联系人简介

章森，北京大学经济学院经济学学士和国际商务硕士，曾在北京市发展和改革委员会工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

分析师声明

袁方声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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_20700

