

金融数据：整治金融空转未阻断扩信用

报告导读

6 月社融存量增速 12.8%较前值继续走高 0.3 个百分点，在央行整治金融空转、收紧短端流动性的情况下再创新高，**局部监管强化并未阻断扩信用进程，核心原因有几个：**

1、6 月信贷新增 1.9 万亿，信贷增量有支撑，且信贷结构中中长期贷款比例有所提高，信贷结构逐步优化。企业和居民中长期贷款多增对 6 月信贷多增贡献最大，其中，企业中长期贷款近几月持续走强，而 6 月居民中长期贷款增加 6349 亿元，同比多增 1491 亿元，也出现显著边际改善，地产销售表现出明显转暖迹象，中长期贷款多增意味着实体经济信心逐步强化，后续扩信用有望延续。若按全年新增信贷量 20 万亿来计算，下半年仍有约 8 万亿信贷增量。

2、政府债券支撑，6 月政府债券增加 7400 亿元。从全年看，政府债券对社融贡献约 8.5 万亿，从上半年已发行规模看，下半年还有约 4.7 万亿增量，继续对社融构成较强支持。

3、我们倒算出 6 月社融中贷款核销项目可能达到 3000 亿左右规模，历年季末都是贷款核销大月，今年监管部门强化银行贷款核销是该项目规模同比多增的核心原因。预计今年后续的贷款核销规模将继续同比多增。

也需提醒，非标项目下半年收缩压力将是社融的负面拖累，尤其是年末信托贷款到期量较大，可能使得社融增速有所回落，但我们不改变今年社融增速 13%的判断，目前 12.8%的增速与我们全年预测值已经较为接近，下半年社融增速再大幅提高的概率并不大，大概率是在 13%附近高位震荡。

6 月末，M2 同比增长 11.1%，继续持平上月，M1 增速则环比回落 0.3 个百分点至 6.5%，M0 增速 9.5%与上月持平，今年年后 M0 罕见地持续维持高位，没有季节性回落。继续强调今年 M2 冗余可能达到 7%左右，M2 冗余是今年股票市场上涨的核心驱动因素。同时，“信息杠杆”扩大了市场的波动幅度。微信、微博等社交软件的普及加速了熟人之间的信息快速传播，而熟人的“赚钱效应”比任何电视网络媒体传播的“牛市”信息更值得信赖，因此散户进入市场的速率变快。这种散户信息高速传播，我们称之为“信息杠杆”，后续资金有望继续加速入场。

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发，我国经济修复受阻，年中失业压力大增，扰动货币政策节奏。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

1、社融各项结构数据均较为强劲，整治金融空转并未阻断扩信用进程

6月社融新增3.43万亿，与我们的预测值3.5万亿较为接近，继3月新增5.18万亿以来，连续3个月新增超3万亿，6月社融存量增速12.8%较前值继续走高0.3个百分点。6月支撑社融的主要几项是：信贷新增1.9万亿，政府债券增加7400亿元、企业债券融资增加3311亿元，未贴现票据增加2189亿元。局部监管强化并未阻断扩信用进程，核心原因有几个：

1、6月信贷新增1.9万亿，信贷增量有支撑，且信贷结构中中长期贷款比例有所提高，信贷结构逐步优化。企业和居民中长期贷款多增对6月信贷多增贡献最大，其中，企业中长期贷款近几月持续走强，而6月居民中长期贷款增加6349亿元，同比多增1491亿元，也出现显著边际改善，地产销售表现出明显转暖迹象，中长期贷款多增意味着实体经济信心逐步强化，后续扩信用有望延续。若按全年新增信贷量20万亿来计算，下半年仍有约8万亿信贷增量。

2、政府债券支撑，特别国债也纳入社融统计，6月政府债券增加7400亿元。从全年看，政府债券对社融贡献约8.5万亿，从上半年已发行规模看，下半年还有约4.7万亿增量，继续对社融构成较强支持。

3、我们倒算出6月社融中贷款核销项目可能达到3000亿左右规模，历年季末都是贷款核销大月，今年监管部门强化银行贷款核销是该项目规模同比多增的核心原因。6月18日，央行行长易纲在第十二届陆家嘴论坛上表示，央行通过加大银行不良贷款核销处置力度，解决金融支持实体经济的可持续性，6月19日，中国银保监会办公厅在关于2020年推动小微企业金融服务“增量扩面、提质降本”有关工作的通知中提出，对小微企业受疫情影响严重导致的贷款损失，适当简化内部认定手续，加大自主核销力度。我们预计，今年后续的贷款核销规模将继续同比多增。

也需提醒，非标项目下半年收缩压力将是社融的负面拖累，尤其是年末信托贷款到期量较大，可能使得社融增速有所回落。6月20日证券时报报道，近日银保监会下发了关于信托公司风险资产处置相关工作的通知，要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务，我们认为监管强化可能对信托贷款规模构成较大冲击，银保监会下半年可能发布《信托公司资金信托管理暂行办法》，2020年底信托贷款到期量较高，需持续关注其对社融的负面影响。

总体看，即便考虑到整治金融空转及非标的监管强化，我们不改变对社融增速全年可达13%的判断，目前12.8%的增速与我们全年预测值已经较为接近，下半年社融增速再大幅提高的概率并不大，大概率是在13%附近高位震荡。

2、企业居民长期贷款多增，票据贴现回落

6月人民币贷款增加1.81万亿，同比多增1500亿元，余额增速13.2%与前值持平。分结构看，企业和居民中长期贷款分别同比多增3595亿元和1491亿元，贡献最大，6月随着财政资金逐步拨付至基建项目，银行加大配套资金支持，拉动企业中长期贷款多增，房地产销售继续改善也体现在居民中长期贷款的多增上，预计拿地和销售改善将继续

续支撑后续地产投资的韧性。6月居民短期贷款同比多增733亿元，体现出随着餐饮、文娱等商业活动的恢复，居民消费活动稳步改善，已经回到正常水平。

6月企业表内票据融资是最大的信贷拖累项，同比少增3065亿元，我们认为与今年1月较大的新增量到期有一定关系，今年1月节前企业现金流压力大，银行表内票据当月新增3596亿元，6月面临到期压力，2019年也出现过类似的情况；另外，票据贴现利率上行也可能冲击票据贴现需求。

对于未来信贷走势，6月18日，人民银行行长易纲在陆家嘴论坛上表示，展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模增量将超过30万亿元。**以全年新增20万亿信贷量来看，预计今年全年信贷增速为13%**，下半年增量将小于上半年，但我们认为今年贷款逐季投放节奏同样将符合历年各季度依次递减的规律，下半年信贷增量减少不代表逆周期政策大幅退坡。

3、企业存款降温，财政淤积消退

6月末，M2同比增长11.1%，继续持平上月；M1增速则环比回落0.3个百分点至6.5%，或与去年基数走高有关，我们对M1后续继续走高持乐观观点，实体经济活力将继续转暖；M0增速9.5%与上月持平，今年年后M0罕见地持续维持高位，没有季节性回落，我们认为这体现出县域及以下低收入群体的收入减少、现金流压力仍然较大，以及其对未来经济走势仍然普遍悲观，也会增加现金持有意愿。

存款是M2构成的主体，6月末人民币存款余额同比增长10.6%，环比继续上行0.2个百分点，保持了上月以来的两位数增长，分结构看，**财政存款减少6102亿元**，相比上月因政府债券大量发行而增加的1.31万亿大幅回落，体现出6月财政资金大规模划拨实体，财政资金“淤积”消退，预计下半年财政支出力度加强；6月居民存款增加2.18万亿，企业存款增加1.44万亿，居民存款增量高于企业存款，可能与近期监管部门整治金融空转、限制结构性存款有关，企业通过低成本贷款融资，存入高息结构性存款的套利行为得到了明显缓解，预计后续企业存款数据能够更加有效反映实体经济状况。

未来信贷投放和财政支出均会是M2的支撑，在政府工作报告“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”的政策基调下，我们预计今年全年M2增速将达到12%。

4、政策基调未变，7、8月仍可能有边际宽松

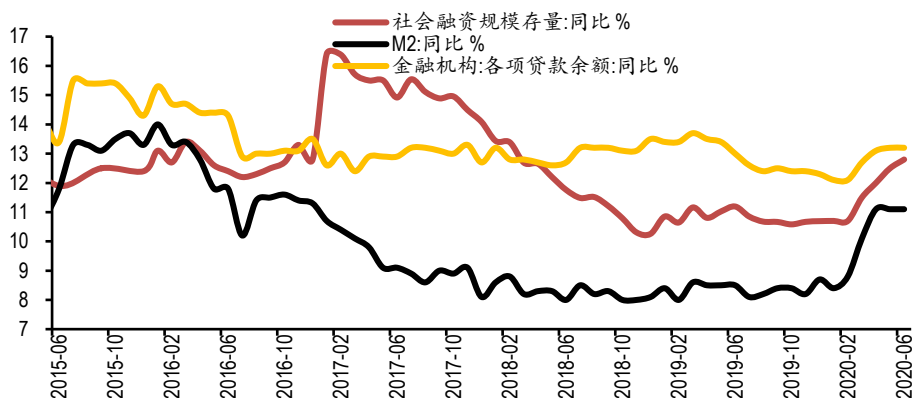
当前阶段，保就业和稳增长仍是央行首要目标，货币政策维持稳健略宽松，宽货币+宽信用的货币政策基调更加向宽信用倾斜，将综合运用降准、降息、再贷款等工具的组合，年内仍有降准、降息，尤其是7、8月失业率面临阶段性上行压力期间。我们可以通过观测DR007位于7天逆回购利率下方的幅度来判断降息幅度，目前看下半年即便有降息，降息幅度也不大，我们总体预计年内政策利率曲线还有10BP下调空间，并带动LPR下行，推进贷款加权平均利率的回落，实现金融系统对实体的让利。对于存款基准利率，随着CPI的下行，降低存款基准利率概率也在逐渐加大，我们预计年内下调空间为25BP。但需关注四季度流动性边际收紧的拐点，若三、四季度经济回到合理区间，保就业和稳增长重要性逐渐弱化，货币政策将出现边际转向，提示关注10月末中央政治局会议定调及短端利率变化。

5、M2 冗余是今年股票市场上涨的核心驱动因素

我们预计今年 M2 增速可达 12%，而 GDP 增速+CPI 相加预计在 5%左右，今年 M2 冗余可能达到 7%左右，这样的冗余必然在资产价格中给予反映，在“房住不炒”和债券收益率处于历史低位的情况下，资金最可能就是进入股票市场，因此今年形成结构性、阶段性牛市的宏观背景是非常清晰的。

同时，我们认为“信息杠杆”扩大了市场的波动幅度。微信、微博等社交软件的普及加速了熟人之间的信息快速传播，而熟人的“赚钱效应”比任何电视网络媒体传播的“牛市”信息更值得信赖，因此散户进入市场的速率变快。这种散户信息高速传播，我们称之为“信息杠杆”，后续资金有望继续加速入场。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示

海外疫情形势继续恶化，我国经济修复受阻，年中失业压力大增，扰动货币政策节奏。

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_3989

