



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1 月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2 月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3 月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4 月份货币信贷数据点评》

社融增速或现高点、三季度末或开始下行 ——6 月份货币信贷数据点评

投资要点:

● 2022 年 6 月份及上半年金融统计数据概览:

2022 年 7 月 11 日, 央行公布 2022 年 6 月份以及上半年金融统计数据, 从票据贴现利率在 4 月末再度贴近零值来看, 市场预期在疫情冲击下, 实体经济融资需求下滑或导致信贷增长放缓, 最终央行披露的数据也真实反映出这一特征:

(1) 社会融资规模: 6 月新增社融达到 5.17 万亿, 同比多增 1.47 万亿, 截止 6 月末, 社融存量同比增长 10.8%, 环比上升 0.3 个百分点。2022 年上半年新增社融累计 21 万亿, 同比多增 3.2 万亿。

(2) 信贷增长: 6 月新增信贷增加 2.81 万亿元, 同比多增 6867 亿元, 截止 6 月末, 信贷余额同比增长 11.20%, 环比上升 0.2 个百分点。2022 年上半年新增信贷累计 13.68 万亿, 同比多增 9192 亿元。

(3) 货币供应: 截止 6 月末, M2 同比增长 11.40%, 环比和同比分别上升 0.3 个和 2.8 个百分点; M1 同比增长 5.80%, 环比和同比分别回升 1.2 个和 0.3 个百分点。

(4) 从流动性环境看, M2-M1 剪刀差回落 0.9 个百分点至 5.60%; 社融-M2 剪刀差保持 4 月份以来的负值, 和 5 月份持平于 -0.60%; 信贷-M2 剪刀差在 5 月份降为 -0.10% 之后继续在负值区域扩张至 -0.20%。

● “宽信用”政策显现累积效应。从 5 月 24 日人民银行和银保监会召开 2 次货币信贷形势分析会开始, “扩增量、稳存量”两方面发力的信贷稳定增长政策就成为货币政策的着力点。新增信贷总量和结构双重好转, 一方面源自 6 月份上海全面复工复产, 推动疫后经济复苏, 二季度累积的信贷融资需求集中释放; 另一方面则是基建融资支持力度不断加强, 专项债发行撬动配套信贷融资从总量上和中长期信贷增长方面有积极推动作用。在分门别类探究每个部门融资需求的单月份变化之外, 我们认为 6 月份金融统计数据或部分验证出另外两个与全年宏观流动性关系密切的判断。

● 宏观杠杆率: 二季度至三季度前期或是全年最高点。6 月 29 日召开的第二季度货币政策委员会例会上, 货币政策表态删除了“保持宏观杠杆率基本稳定”的提法, 再向前追溯, 5 月 13 日人民银行有关负责人针对 4 月份金融统计数据答记者问中就表示: “综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配, 宏观杠杆率会有所上升, 但保持在合理区间。”从 2019 年以来央行的措辞看, “稳定宏观

杠杆率”和“保持社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”是等价的命题，那么“宏观杠杆率上升”就等价于社会融资规模增速会高于名义经济增速。二季度末社融存量增速达到 10.8%，同时二季度或在疫情扰动下形成全年经济增速的低点，与宏观杠杆率抬升相对应的是社融存量增速和名义经济增速之差或也在一季度基础上扩张，并且有较大概率宏观杠杆率在二季度至三季度前期形成全年的高点：

(1) 从经济增长来看，二季度或是当季同比意义上全年增速的低点，下半年疫情防控常态化或带来经济增速相比上半年转好，宏观杠杆率因分母端的扩张而企稳甚至有所下行；(2) 6 月至 7 月或是社融存量增速的高点，8 月份之后或因 2022 年和 2021 年存在的财政周期错位而显现增速回落的信号。两者之间的相对变化，导致社融存量增速和名义经济增速之间的差异或在二季度末至三季度前期触及高点，与之相对应的则是宏观杠杆率达到全年高位。

- **社融存量增速的边际回落：其兴也因政府债、其忽也因政府债。**6 月份以及 1-6 月份驱动社融同比多增的主要因素是“财政前置”导致政府债券融资前倾，截止 6 月末本年度新增专项债已经完成发行 3.4 万亿，新增一般债完成发行约 0.6 万亿，新增预算内国债净融资约 0.6 万亿，根据一季度预定的目标，7 月至 12 月合计还有 2.26 万亿政府债券融资有待发行，和 2021 年 7 月至 12 月社融口径政府债券融资 4.56 万亿，同比少增 2.30 万亿，因此支撑 1-6 月份社融同比多增的拉动因素是前倾的财政，而拖累 2022 年下半年社融增长的因素亦是政府债券融资的错位。
- 但是财政政策也考虑到这种错位拖累，6 月 1 日国务院常务委员会调增 8000 亿元政策性银行信贷额度、6 月 30 日国务院常务委员会决定发行 3000 亿元金融债券融资补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。由于以上两个增量政策工具均是政策性银行主导，具有撬动信贷配套资金的增量作用，但是 3000 亿元金融债券的发行方式还未明确、8000 亿元新增政策性信贷的融资方式也未明确。支撑下半年社融增长稳定性的主要因素还是中长期信贷。
- **宏观流动性：合理充裕的低利率环境有望维持。**上半年本币存款增加 18.82 万亿元，同比多增 4.77 万亿元。从 6 月份数据来看，当月本币存款增加 4.83 万亿元，同比多增 9741 亿元，其中居民部门同比多增 2411 亿元，企业部门同比多增 4588 亿元，财政存款同比多减 365 亿元，非银存款同比多减 2617 亿元。从 M2 构成来看，6 月份，M2 同比多增 1.2 万亿，M1 同比多增 8641 亿元，而在构成 M1 部分中，单位活期存款同比多增 8358 亿元，流通中货币（M0）同比多增 283.89 亿元。M2 和 M1 之间的差异可以视为企业和居民定期存款的增量，6 月份居民和企业定期存款同比多增 3582.12 亿元，相比 4 月和 5 月份分别同比多增 1.46 和 1.63 万亿的情况，居民和企业储蓄意愿有所下滑，商业银行存款类负债定期化现象有所缓解，M1 同比多增较多显示企业“活性”增强。然而 M2 增速继续保持在高于社融和信贷增速的水平，显示对于商业银行体系而言，负债增速依旧高于资产增速，一方面二季度以来造成流动性供给充裕的格局还未发生根本变化，另一方面则指向“结构性资产荒”的压力依然存在。尽管 7 月初央行缩量逆回购操作、释放流动性边际收紧的信号，但是从银行体系负债和资产端增速对比来看，流动性供需合理充裕、资金利率保持低位的状态或还将维持。
- **中长期信贷增长的可持续性或还需增量政策加持。**在 6 月份新增 2.81 万亿贷款中，同比多增 6900 亿元，主要由中长期贡献：短贷和票据融资新增 1.2 万亿，同

比多增 2646 亿、中长期信贷则同比多增 5140 亿元。中长期信贷增量超过短贷和票据，指向二季度调降 5 年期以上 LPR 报价、推动贷款利率下行等政策效应逐步对改善中长期信贷融资环境发挥了积极作用。分部门来看，居民中长期信贷同比减少 989 亿元、企业中长期信贷同比多增 6130 亿元，非金融部门“加杠杆”还是由企业部门来承担，居民部门中长期信贷增长仅是企稳、还未达到全面改善的程度。在支撑下半年中长期信贷增长方面，8000 亿元政策性信贷落地撬动配套融资支持是一项重要抓手，但是也需要看到居民部门内生性融资需求的持续好转，房地产市场销售的恢复状态和需求端的刺激力度或是决定居民部门中长期信贷是否会稳定增长的关键变量，当 6 月份房地产销售好转时，M1 增速回升、居民中长期信贷增长，而 7 月第一周房地产高频数据（30 大中城市商品房成交面积 251.7 万平方米，环比下降 53.4%）显示销售回落，M1 和居民中长期信贷增长的可持续性需要需求端增量政策的继续加持。

● **市场：流动性对股债资产的估值支撑还未消退**

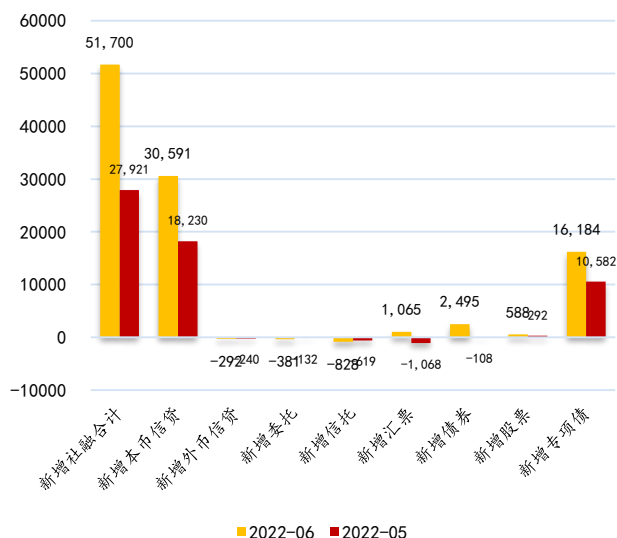
二季度在央行上缴利润、财政加快留抵退税等政策托底的作用下，银行间市场流动性供给充裕，居民和企业部门储蓄意愿抬升，资金淤积在商业银行体系。流动性供给持续推低资金利率，充裕的流动性供给漫溢至债券、股票两个市场，推动风险偏好修复。6 月份金融统计数据显示，4 月份“社融-M2”剪刀差转负、5 月份“信贷-M2”剪刀差转负之后，两项差值并未回正，流动性对股票和债券资产的估值支撑还未消退：

（1）以 M2 为锚，境内上市公司流通市值同比增速和 M2 同比增之差从 3 月份以来陷入负值，4 月份-14.28 个百分点的差距显示 A 股估值相比 M2 偏低，4 月至 5 月在流动性漫溢的作用下，A 股经历一轮流动性驱动的估值回补。6 月份 M2 同比增速继续回升则指向，以 M2 为锚，流通市值总量的抬升过程或还未结束。

（2）“结构性资产荒”支撑债券，长端债券或短期继续徘徊于 2.80%。二季度银行间市场流动性供给充裕，推低隔夜和 7 天期资金利率，“宽货币”效应和资产荒压力带动中短端收益率下行、收益率曲线陡峭化，而“宽信用”对债券市场的影响在于缓解资产供给紧缺压力、疏导狭义流动性供给宽松。M2 和社融增速差、和信贷增速差继续走高，以及三季度后期社融增速或开始回落，结构性资产荒压力仍存，债券资产或短期难以摆脱以 2.80% 为中枢的区间行情，流动性供给总量仍然维持充裕的前提下，疫后复苏推升收益率的上行空间或受到限制。

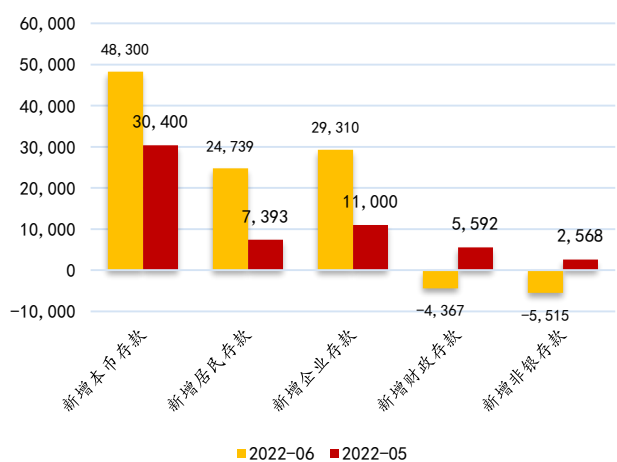
- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**（1）7 月下旬，如果美联储继续加息 75 个 BP，中美政策利差将面临“倒挂”风险，人民币汇率贬值压力、资金利率被动抬升和跨境资金流出风险增大；（2）稳增长政策落地效果还存在不确定性，疫情扰动还未完全消退；（3）三季度猪周期或继续驱动 CPI 上行，通货膨胀风险上升，货币政策总量宽松面临挑战。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）

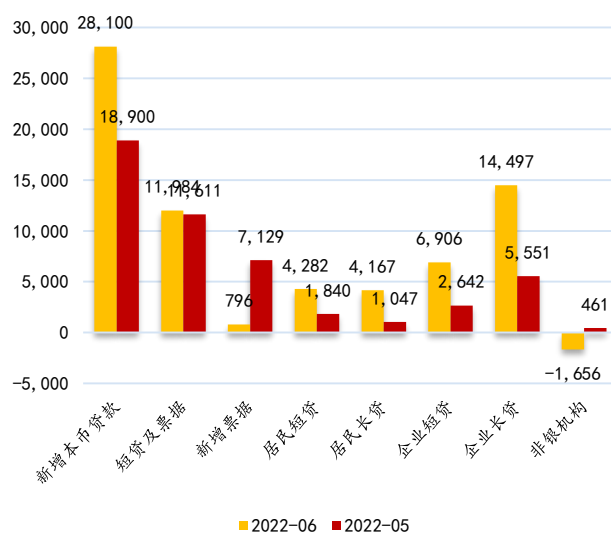


资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：上市公司流通市值同比增速低于 M2 增速（单位：%）

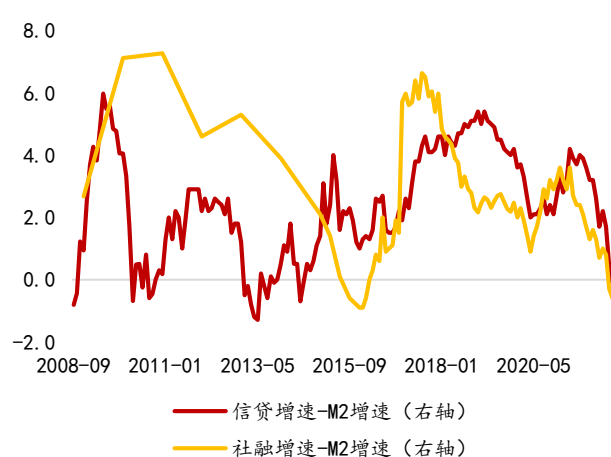


图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2 增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：CPI-PPI 剪刀差与 M2-M1 剪刀差开始收敛（单位：%）



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_43816

