

周度经济观察

——货币信贷的宽松有望延续

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 7 月 12 日

内容提要

6 月社融和信贷数据总量回升、结构改善，这主要反映了央行信贷供应扩张的结果，也与同期银行间流动性持续宽松互相印证。尽管 7 月政府债券发行趋于下行、房地产销售出现小幅下滑，但央行维持货币信贷宽松的意愿明显，实体经济融资环境仍然有利。

当前权益市场超跌反弹的动能趋于弱化，市场或逐步转入震荡，回归合理区间。未来市场的方向取决于包括流动性在内的基本面改善进展，以及长期预期的提升。

美国 6 月非农就业数据整体表现依然强劲，但结构上暗示美国经济将进一步放缓。市场短期关注的焦点仍是通胀和通胀预期，考虑到 6 月 CPI 同比可能继续抬升，美联储在 7 月下旬大概率加息 75BP，美股的下跌可能尚未结束。

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

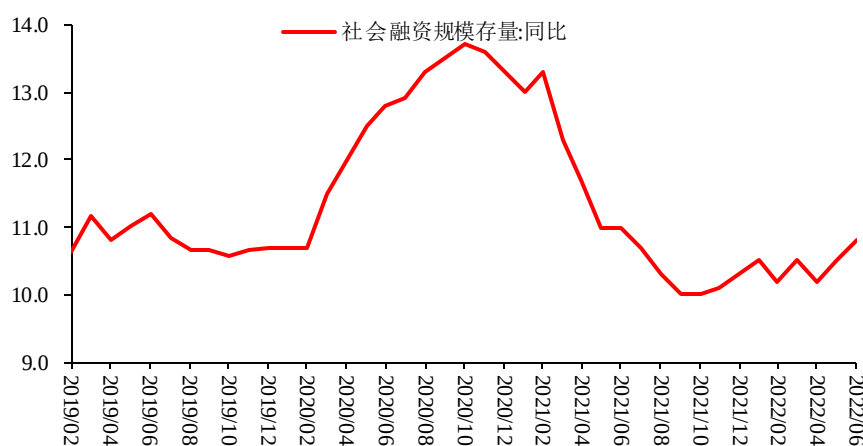
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

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

一、货币信贷的宽松有望延续

6月新增社会融资 5.17 万亿，比上年同期多增 1.47 万亿；余额同比 10.8%，较上月回升 0.3 个百分点，连续两个月出现抬升。人民币贷款和政府债券融资是推升社融的主要因素。

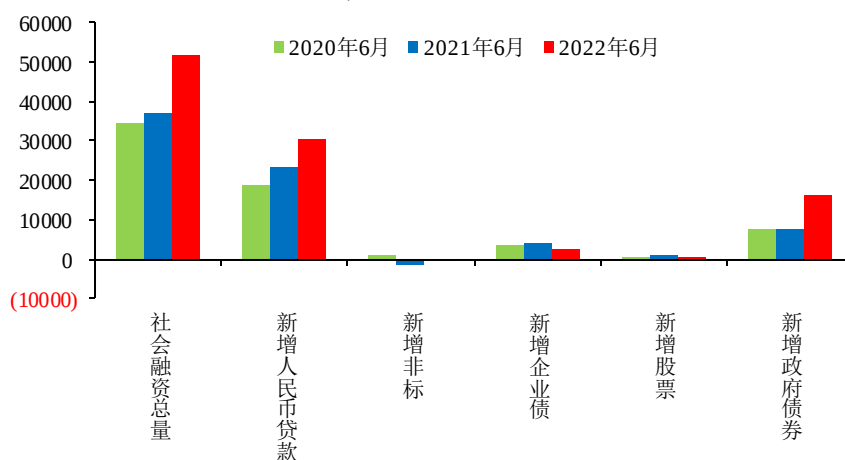
图1：社会融资规模存量同比，%



数据来源：Wind，安信证券

从结构上看，6月人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 3936 亿元。信贷的修复主要来自于短期贷款和中长期贷款的改善。6 月份票据利率的上行也间接验证了票据冲量行为在减少。政府债券净融资 1.06 万亿元，同比多增 3881 亿元，显示稳增长政策在持续发力。其余分项总体较去年同期小幅改善。

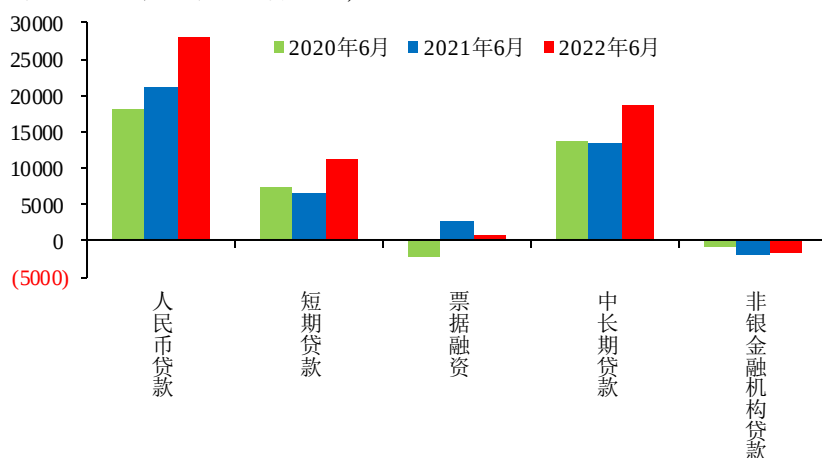
图2：近三年6月份社融分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

6月人民币贷款增加2.81万亿元，同比多增6867亿元；余额同比11.2%，较上月上升0.2个百分点，同时结构也显著改善。

图3：近三年6月份信贷分项，亿元



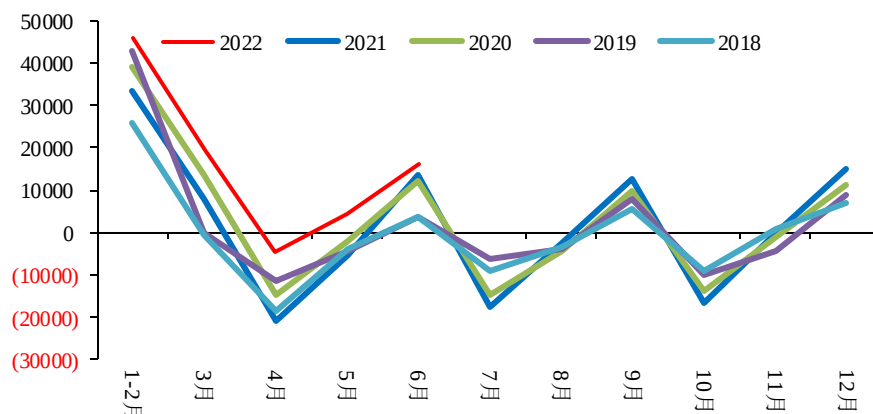
数据来源：Wind，安信证券

分结构看，中长期贷款较去年同期多增5141亿元，短期贷款同比多增4597亿元，票据融资同比少增1951亿元。

贷款的增加主要依赖于企业部门，企业部门中长期贷款同比多增6310亿元，企业短期贷款同比多增3158亿元，表明银行信贷投放积极，企业的信贷需求也出现改善。

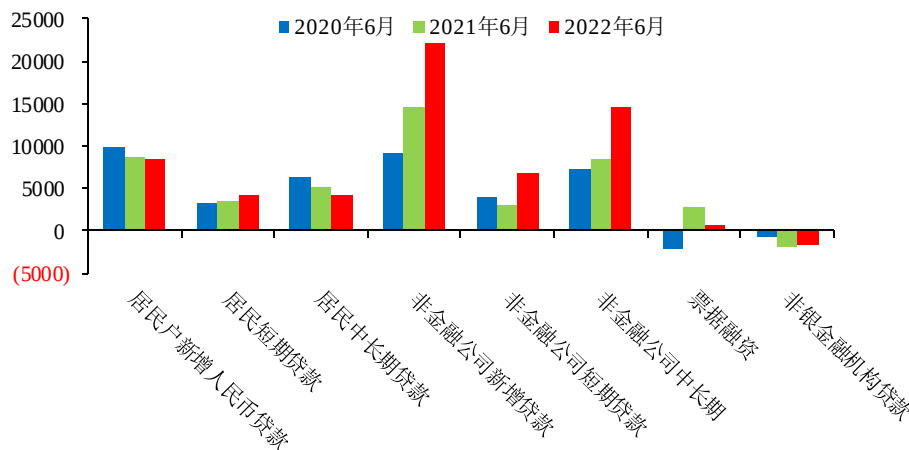
同时居民部门的贷款同比少增 203 亿元，其中中长期贷款同比少增 989 亿元，表明居民购房需求仍然偏弱，但较 5 月同比少增 3379 亿元的情况显著改善。合并观察居民部门存款和贷款情况，居民缩表这一现象仍然持续，但力度减弱。

图4：居民存款与贷款轧差，亿元



数据来源：Wind，安信证券

图5：近三年6月份居民与非金融企业部门信贷，亿元



数据来源：Wind，安信证券

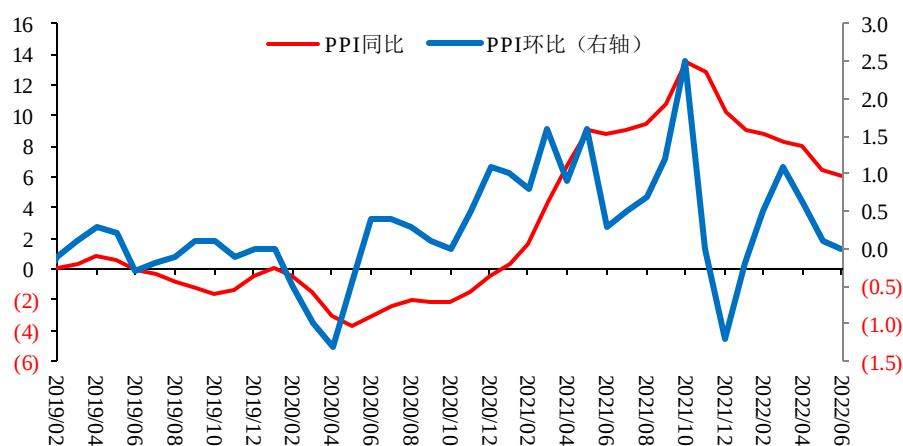
总体来看，社融和信贷数据总量在回升、结构在改善，这主要反映了央行信贷供应扩张的结果，也与同期银行间流动性持续宽松互相印证。往后看，尽管政府债券发行趋于下行、房地产销售出现小幅下滑，但央行维持货币信贷宽松的意愿明显，实体经济融资环境仍然有利。

此前公布的数据显示，6月PPI环比为0%，较上月回落0.1个百分点；PPI同比6.1%，较上月回落0.3个百分点，连续九个月同比增速下行。

分项来看，PPI环比的回落集中在有色、黑色等上游品种，同时计算机、印刷、医药等中下游行业价格表现依然偏弱，反映出终端消费需求不足的影响还在延续。

往后看，在供给逐步恢复、全球需求减速的情况下，大宗商品价格可能将呈现出下滑的态势。不过由于供应总体偏紧，大宗商品价格回落的节奏会相对温和，国内PPI同比增速将延续下行的趋势。

图6：PPI同比与环比，%



数据来源：Wind，安信证券；

6月CPI同比2.5%，较上月上升0.4个百分点；核心CPI同比1%，较上月抬升0.1个百分点。

推升6月CPI的主因是交通和通信分项，这主要与成品油价格上调有关。其余服务分项的价格表现普遍弱于季节性，暗示居民部门需求仍然偏弱。

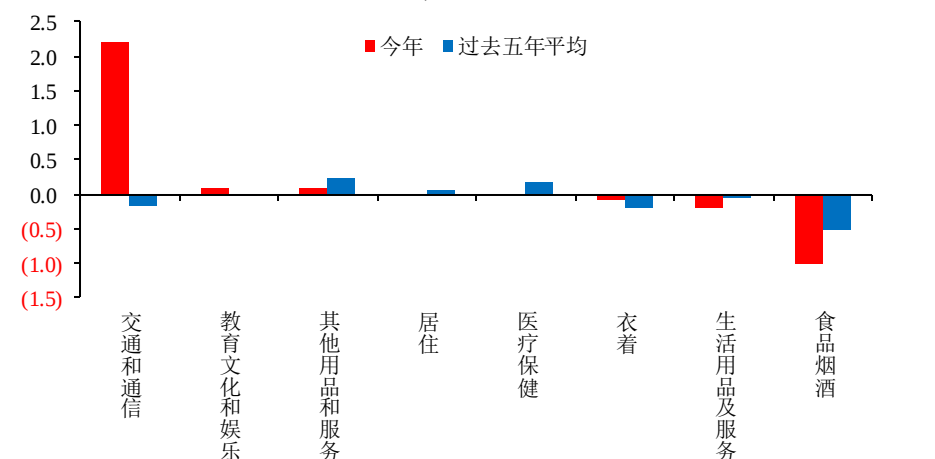
食品分项的价格较季节性大幅下滑，主要源于鲜菜价格回落的拖累，这一回落与疫情形势好转、供应恢复有关。同时猪肉价格涨幅持续高于历史均值，考虑到前期相对彻底的供应出清，本轮猪价的上涨过程可能仍未结束。

与过往相比,猪肉价格在CPI的权重从2020年的4.62%下降为今年的1.33%,对整体CPI推升力度大幅减弱。此前连接工业品价格和食品价格的纽带是农户部门的存货调整,而随着城镇化的推进,农户资产配置途径在发生着深刻变化,猪肉等食品的供给也更多被企业主导,因此工业品对食品价格传导的机制也出现了结构性调整,“猪油共振”的场景或难再次发生。

往后看,考虑到猪肉价格触底回升,CPI同比增速存在上行的压力,但由于终端需求持续偏弱,当下的通胀机制相比过去发生变化,CPI上行节奏将比较温和。

未来国内PPI同比增速将持续回落,与此同时CPI同比增速温和抬升,通胀压力尚难以对央行货币政策形成掣肘,稳增长、降成本将仍然是央行货币政策的主要目标。

图7: CPI分项环比和过去五年均值, %



数据来源: Wind, 安信证券;

二、权益市场转入震荡

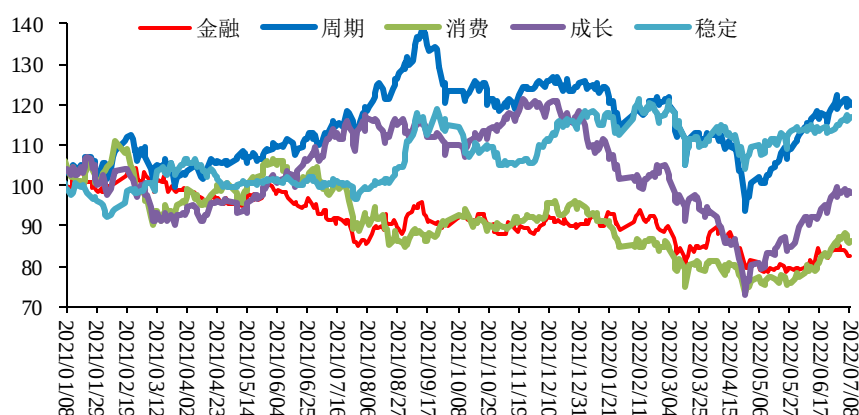
金融数据公布以后,股票市场表现偏弱,债券市场收益率下行,说明此前市场对信贷数据的改善已经相对充分定价。

实际上 7 月以来权益市场转入震荡、交易量收缩，这反映出前期市场超跌反弹的动能趋于弱化。随着这一动能的弱化，市场的关注更多集中在基本面的变化上。从盈利角度来看，当前企业盈利处于触底反弹的过程中，不过当前疫情的反复以及房地产数据的回落，可能意味着经济复苏的过程存在波折，企业盈利的抬升力度弱于 2020 年。此外，海外经济衰退的风险正在累积，伴随美国 and 欧洲加息的推进，全球主要经济体经济大幅减速的概率提升，这将通过贸易、资金和预期对我国形成冲击。

因此总体而言，央行货币政策的宽松、稳增长政策的落地对市场形成支撑，而前期超跌反弹动能的耗竭、海外经济衰退风险的升温拖累市场的表现，权益市场转入震荡过程，逐步回归合理区间。未来市场的方向取决于包括流动性在内的基本面改善进展，以及长期预期的提升。

对债券市场而言，尽管央行公开市场缩量操作，但银行间利率维持低位，这一利率水平打消了市场此前对流动性收紧的担忧，收益率出现小幅回落。在房地产市场回暖持续性存疑、疫情反复、流动性环境维持宽松的背景下，债券市场收益率上行的空间有限。

图8：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券；以 2021 年 1 月 2 日为 100

三、美国 6 月非农就业表现依然强劲

美国 6 月非农就业表现依然强劲。6 月新增非农就业总人数为 37.2 万人，高于市场预期的 26.8 万人，与初值下修后的 3-5 月平均值 38.3 万人近乎持平。

在行业层面上，除政府就业(-0.9 万人)较上月少增 5.7 万人以外，服务业(33.3 万人)呈现广泛增长，整体较上月多增 5.5 万人，反映出疫情对接触型需求的抑制继续减弱。

其中，教育和医疗业(9.6 万人)贡献居首，较上月多增 3.9 万人；休闲和酒店业(6.7 万人)次之，较上月少增 0.1 万人；批发与零售业(3.2 万人)较上月多增 6 万人；运输仓储业(3.6 万人)较上月少增 2.3 万人。

此外，商品生产新增就业(4.8 万人)较上月少增 1 万人，连续 4 个月平均每月少增 1.7 万人，显示出制造业、建筑业和采矿业整体就业趋势放缓。

考虑到商品生产、休闲和酒店业、运输仓储业等行业的就业形势与经济增长关联相对密切，而教育和医疗就业与经济增长关联相对较弱，因此 6 月非农数据在结构上或许表明未来美国经济增长将进一步放缓。

图9：美国当月新增非农就业人数，千人



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_43824

