

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

宽信用进入第二阶段

2022年7月12日

- **政策生效、需求回暖，新增信贷大超预期。**6月新增人民币贷款2.81万亿元，同比多增6900亿元，连续2个月同比多增。分项上看，6月经济爬坡、需求修复，叠加政策性银行调增8000亿信贷额度，企业中长贷大幅多增，自2021年2月以来首次成为信贷增量的最大贡献项。票据融资自2021年5月以来首次出现同比少增，信贷投放阻力有缓解迹象。居民短贷修复，与疫情形势好转、线下消费逐步放开、政府促销费力度大有关，居民消费意愿边际回升。居民中长贷拖累有所弱化，一是居民购房预期出现初步企稳迹象，二是6月汽车消费明显回暖，起到一定支撑效果。
- **社融增速连续2个月回升。**6月新增社融5.17万亿元、同比多增1.47万亿元，存量增速升至10.8%。分项上主要依靠信贷和政府债，受专项债发行计划的影响，6月新增专项债发行1.36万亿，较去年同期多发近1万亿，贡献明显。考虑到下半年政府债额度剩余不多，社融增速或在短期内面临一定回调压力，但年内仍有上升空间，高点有望突破11%，一方面信贷需求有望持续回暖，房价预期已在磨底，居民房贷可能在四季度真正企稳。另一方面去年下半年遭遇经济下行压力，社融基数相对较低。
- **M2-M1增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现。**在社融增速回升的带动下，6月M2、M1增速双双上行，增速差收窄0.9个百分点至5.6%，资金活跃度提升，居民、企业预期有所好转。存款端来看，6月财政集中退还存量留抵税额、支出力度加大，财政存款同比多增。同时货币政策配合发力，助企纾困、加大普惠小微支持力度，居民、企业存款同比多增。
- **未来展望：宽信用进入第二阶段。**根据信用周期指数，本轮宽信用的起点是2021年8-10月，先验判断了本轮信用扩张。截至2022年5月，指数已连续3个月上升。可以将宽信用再划分为两个阶段：**1) 政策驱动宽信用，但经济活力尚未回升。**对应202110-202203，实体融资需求结构偏弱，指数多为震荡，回升趋势不稳固。**2) 伴随宽信用持续发力，经济活力明显回升。**信用领先于经济活力，6月数据出现两大积极变化，M1同比较上月回升1.2个百分点至5.8%、企业中长贷再度成为信贷增量的最大贡献项，均预示宽信用已进入第二阶段，未来有望进一步发力，持续带动经济活力回升。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

| | |
|----------------------------------|---|
| 一、政策生效、需求回暖，新增信贷大超预期 | 3 |
| 二、社融增速连续 2 个月回升 | 4 |
| 三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现 | 6 |
| 四、未来展望：宽信用进入第二阶段 | 7 |
| 风险因素 | 8 |

图 目 录

| | |
|---|---|
| 图 1：6 月新增信贷大超预期，企业中长贷再成最大贡献项 | 3 |
| 图 2：过去 5 年三大政策性银行年均新增信贷投放 1.5 万亿 | 4 |
| 图 3：居民对房价的悲观预期出现企稳迹象 | 4 |
| 图 4：新增社融规模大幅多增，信贷与政府债贡献最大 | 5 |
| 图 5：社融、信贷增速连续 2 个月上涨 | 5 |
| 图 6：6 月新增专项债同比多发近 1 万亿 | 6 |
| 图 7：6 月 M2-M1 增速剪刀差收窄 | 6 |
| 图 8：6 月财政存款持续放量，居民企业存款多增 | 7 |
| 图 9：截至 2022 年 5 月信用周期指数已连续 3 个月上升 | 8 |
| 图 10：信用周期指数领先于发电量增速 | 8 |

事件：

7月11日，央行公布6月金融数据：新增人民币贷款2.81万亿元，预期2.41万亿元，前值1.89万亿元。新增社会融资规模5.17万亿元，前值2.79万亿元。M2同比增长11.40%，预期10.84%，前值11.10%。

一、政策生效、需求回暖，新增信贷大超预期

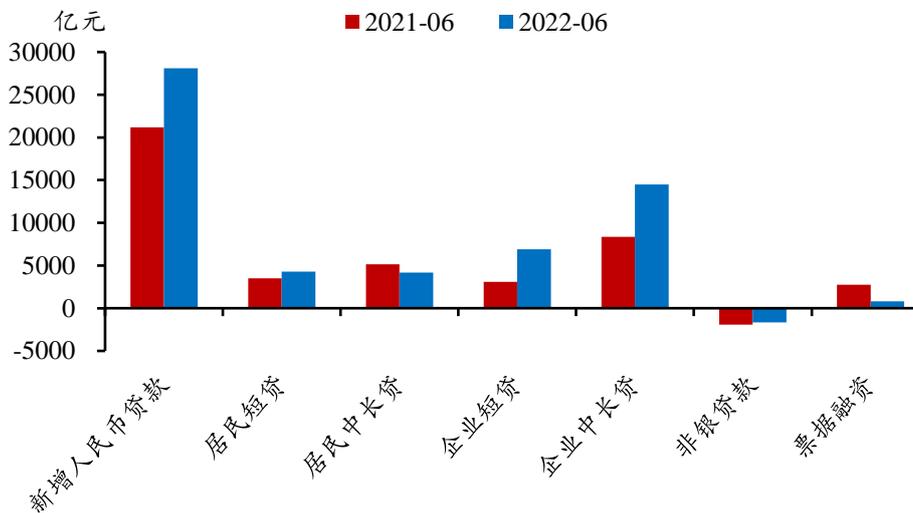
新增信贷大超市场预期，连续2个月实现同比多增。6月新增人民币贷款2.81万亿元，同比多增6900亿元，从分项上看：

1) **6月份经济爬坡、需求修复，叠加政策性银行调增8000亿信贷额度，企业贷款大幅多增。**随着疫情进入平稳期，国内经济有望迎来回补式修复，多项指标已传递改善迹象，包括6月PMI重回扩张区间，5月工业企业利润同比降幅收窄等。6月1日，国常会宣布调增政策性银行8000亿元信贷额度支持基建，近5年以来三大政策性银行平均每年新增1.5万亿左右，调增力度可见之大。在政策支持下，6月企业中长贷同比大幅多增6130亿元，自2021年2月以来首次成为信贷增量的最大贡献项。企业短贷同比多增3815亿元，同样明显增长。

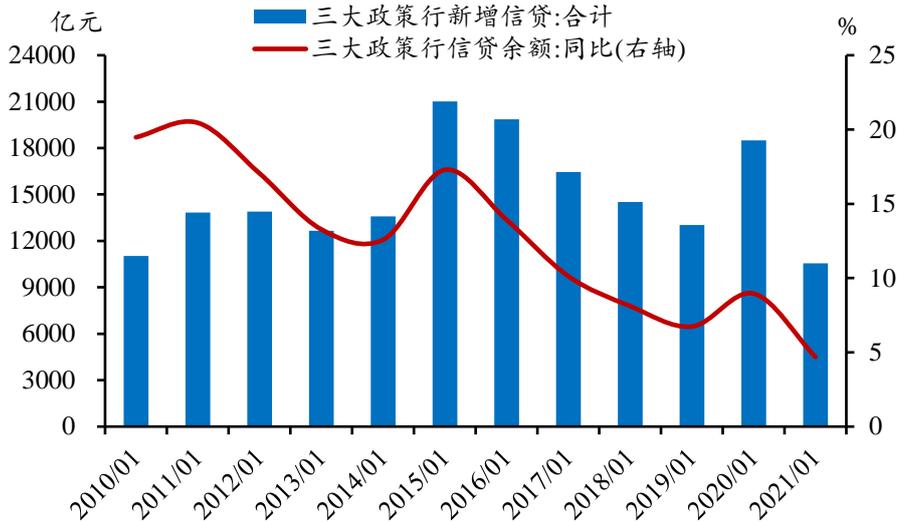
2) **票据融资自2021年5月以来首次出现同比少增。**过去几个月信贷投放明显存在阻力，银行多靠票据融资填充信贷规模，2021年6月至2022年5月票据融资月均同比多增3400亿元。6月票据融资同比少增1951亿元，在此局面下整体信贷规模依旧实现正增，反映出政策生效和需求回暖的双重影响。

3) **居民短贷修复，中长贷拖累有所弱化。**6月居民短贷同比多增782亿元，一方面疫情形势好转，线下消费场景放开，另一方面家电下乡、政府发放消费券等刺激举措力度较大，居民消费意愿边际回升。居民中长贷同比少增989亿元，拖累幅度较前月明显收窄，一是居民购房预期出现初步企稳迹象，央行调查数据显示，去年下半年房价预期上涨比例快速下降，截至2022Q2，该比例为16.2%，降幅趋缓。二是6月汽车消费明显回暖，当月狭义乘用车零售同比上行39.5个百分点至22.6%，与地方补贴汽车消费、车市促销力度大有关，对居民中长贷起到了支撑效果。

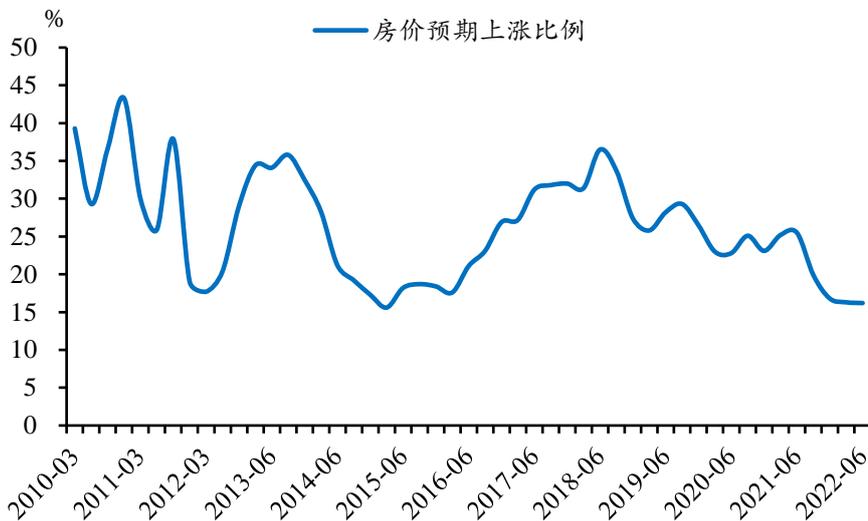
图 1：6月新增信贷大超预期，企业中长贷再成最大贡献项



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：过去 5 年三大政策性银行年均新增信贷投放 1.5 万亿


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：居民对房价的悲观预期出现企稳迹象


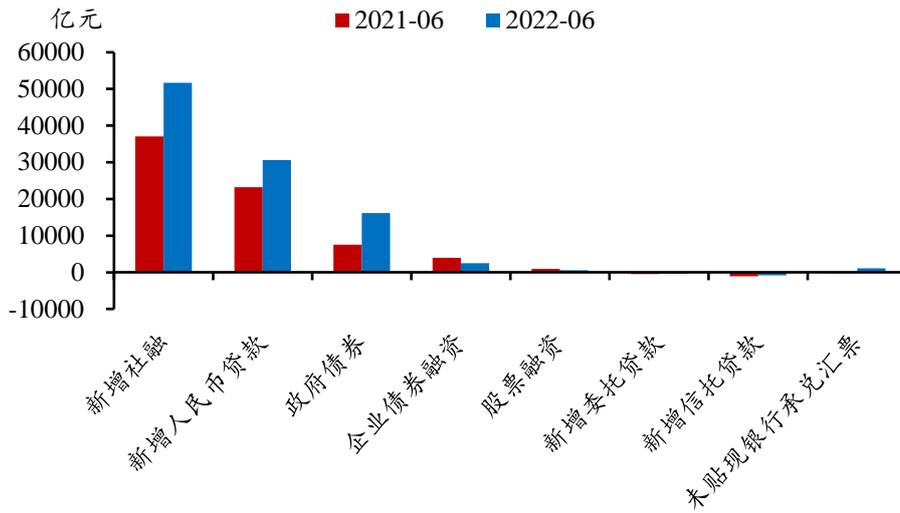
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、社融增速连续 2 个月回升

社融增速连续 2 个月回升。6 月新增社融规模 5.17 万亿元、同比多增 1.47 万亿元，社融存量增速 10.8%，距我们在前期报告《2022 年社融增速有望达到 11%》中预测的全年高点仅一步之遥。分项上看，“海量”社融主要靠信贷和政府债，信贷余额增速同样连续 2 个月上涨，6 月同比多增 7409 亿元，增量贡献明显。政府债同比多增 8676 亿元，为当月最大支撑项，增幅在历史上仅次于 2020 年 8 月。其他分项变化不大，表外融资三项合计同比少减 1597 亿元，直接融资中企业债融资同比少增 1432 亿元，股票融资同比少增 368 亿元。

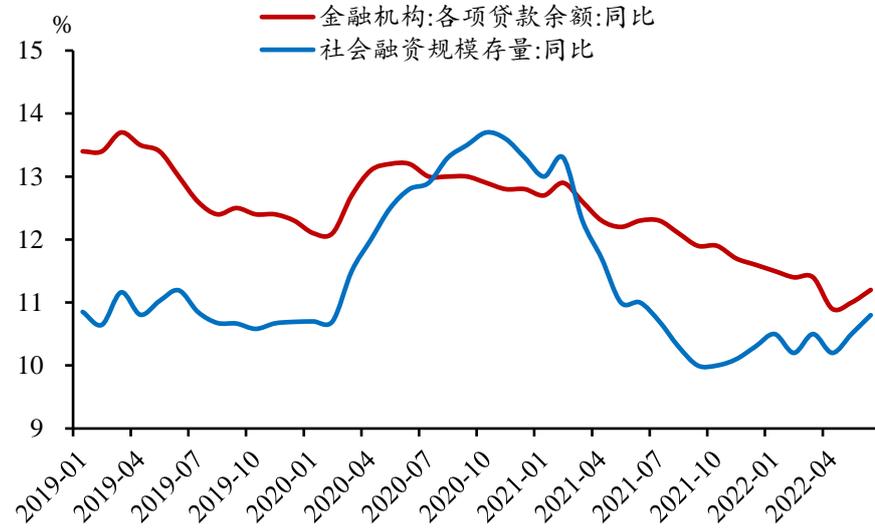
社融增速短期或有回调压力，未来仍有上升空间，高点有望突破 11%。受专项债发行计划的影响，今年已下达的新增专项债额度在 6 月底前基本发行完毕，6 月单月发行规模高达 1.36 万亿，较去年同期多发近 1 万亿，显著拉升社融增速。相应的，下半年额度已所剩无几，或对社融同比增长形成拖累，社融增速在短期内或面临一定的回调压力。但未来社融增速仍有上升空间，按照我们之前的测算高点有望突破 11%。一方面信贷需求有望随经济复苏持续回暖，房价预期已在磨底，居民房贷有可能在四季度真正企稳。另一方面去年四季度遭遇经济下行压力，社融基数相对较低。

图 4：新增社融规模大幅多增，信贷与政府债贡献最大

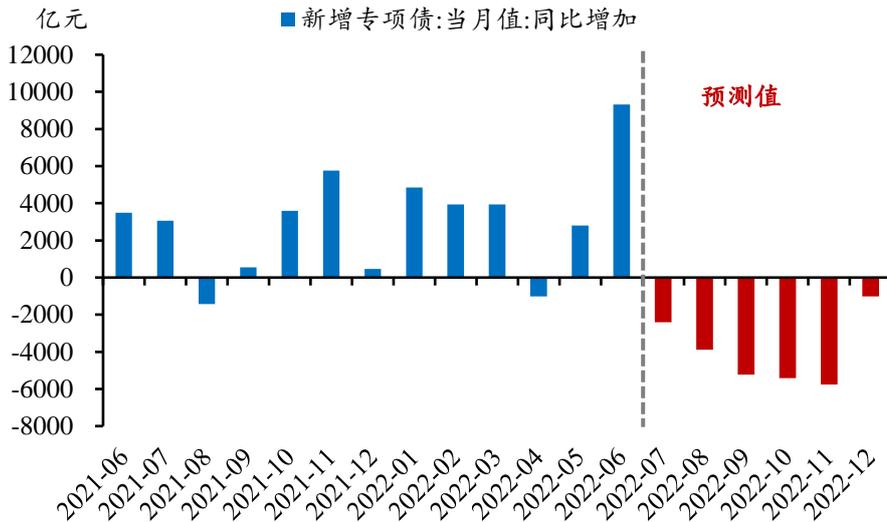


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：社融、信贷增速连续 2 个月上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

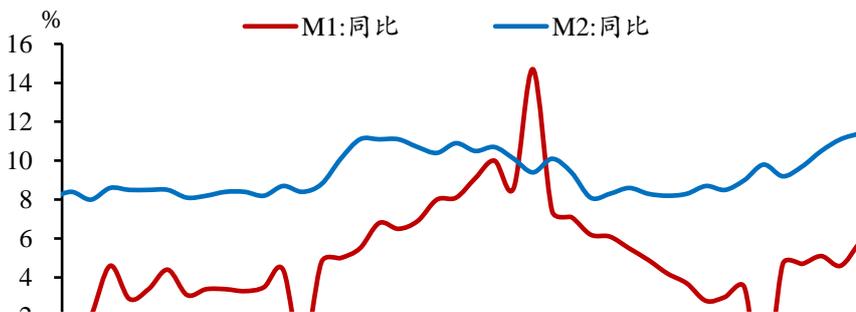
图 6：6 月新增专项债同比多发近 1 万亿


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现

M2-M1 增速剪刀差收窄，实体经济预期拐点初现。在社融增速回升的带动下，6 月 M2 增速上升 0.3 个百分点至 11.4%，M1 增速达 5.8%，较上月回升 1.2 个百分点。M2-M1 增速剪刀差收窄 0.9 个百分点至 5.6%，资金活跃度有所提升，反映出疫情防控形势稳定、内生需求恢复的趋势下，居民、企业对于未来预期好转。

财政持续发力，居民企业存款增多。存款端来看，季末是财政支出大月，6 月财政存款同比多减 365 亿元，反映出财政集中退还存量留抵税额、支出力度加大的影响。1-5 月全国公共财政支出、政府性基金支出增速分别为 5.9%、32.8%，均处高位水平。同时货币政策配合发力，央行助企纾困、加大普惠小微贷款支持力度。政策支持下，6 月居民、企业存款分别同比多增 2411、4588 亿元。

图 7：6 月 M2-M1 增速剪刀差收窄


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_43830



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>