

## 经济加速修复的迹象

——6月金融数据点评 20220711

报告日期: 2022-07-11

主要观点:

首席分析师: 颜子琦

执业证书号: S0010522030002

电话: 13127532070

邮箱: yanzq@hazq.com

分析师: 张伟

执业证书号: S0010522030003

电话: 18811507660

邮箱: zhangwei@hazq.com

研究助理: 杨佩霖

执业证书号: S0010122040030

电话: 17861391391

邮箱: yangpl@hazq.com

### ● 事件:

7月11日,央行发布2022年6月金融数据。6月,M2同比增长11.4%,增速较上月提高0.3pct,较去年同期提升2.8pct;社会融资规模新增5.17万亿元,较去年同期多增14,683亿元;社融存量同比增长10.8%,环比提升0.3pct。

### ● 总量、结构双双改善,存款活化加速。

6月的金融数据总量和结构双双出现明显改善。一方面,专项债在6月加速发行,提供了较强的支撑;另一方面,在政策助力之下,信贷的投放表现强劲,叠加疫情影响减弱,企业融资需求回暖,中长期贷款大幅多增,票据、短贷占比明显回落。此外,居民中长期贷款尽管仍然略低于往年,但表现出加速向季节性水平回归的趋势,意味着地产销售有所回暖。

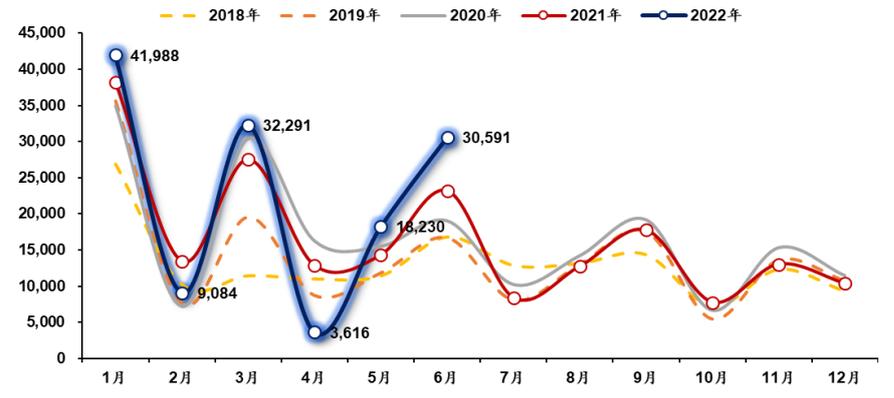
存款方面,M1增速提升幅度较M2多出0.9个百分点,存款的活化程度有所加强。一方面,可能源自于房地产销售的回暖,带来了企业活期存款的增加;另一方面,可能也反应了企业经营活动有所加快,经济活性正在提升。

### ◆ 信贷、政府债、非标是社融主要支撑项

1) 6月新增社融5.17万亿元,同比多增14,683亿元,进一步超出季节性规律。从对增量的贡献程度来看,人民币贷款、政府债券和新增表外三项各贡献了社融多增规模的50%、59%和9%,是社融总量回升的主要驱动项,前两项比上月对社融增量的推升效果更为显著。

6月,投向实体部门的人民币贷款新增3.06万亿元,同比多增7,409亿元,连续两个月为近5年同期最高值。信贷走强的原因可能有两点:第一,从6月下旬票据利率持续回升的情况来看,实体部门的融资需求出现了实质性的改善;第二,在宽信用政策持续发力的情况下,银行信贷投放的意愿同样较强。

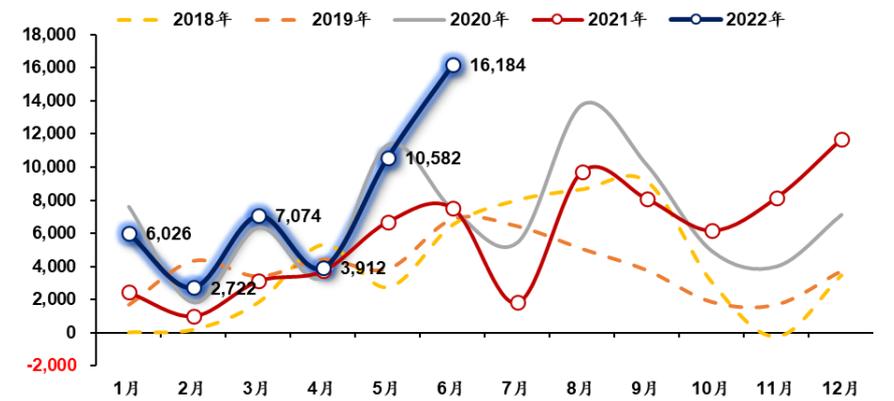
图表 1 社融口径新增人民币贷款超出季节性水平（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 政府债券融资对6月社融的支撑作用进一步增强。6月，社融口径下政府债券净融资1.62万亿元，同比多增8,676亿元，占新增社融的31%，占比小幅回落6pct。从融资量上看，前5个月政府债发行节奏与2020年基本一致，6月政府债净融资规模创下历史新高，远超出前四年同期水平。但是，当前新增地方债已经基本发行完毕，如果没有进一步增量财政政策出台，预计下半年政府债供给将明显回落，在去年下半年政府债融资高基数的背景下，下半年政府债或将成为社融的拖累项。

图表 2 政府债券融资对社融支撑作用突出（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 非标融资继续边际改善。6月，表外三项（信托贷款+委托贷款+未贴现银行承兑汇票）继续改善，合计减少144亿元，同比少减1,597亿元，环比少减1,675亿元。其中，未贴现票据明显多增，6月末贴现票据增加1,065亿元，同比多增1,286亿元，环比多增2,133亿元。主因在于：一是6月适逢季节性开票高峰，二是银行信贷投放压力不大、企业临时的资金周转需求不高。

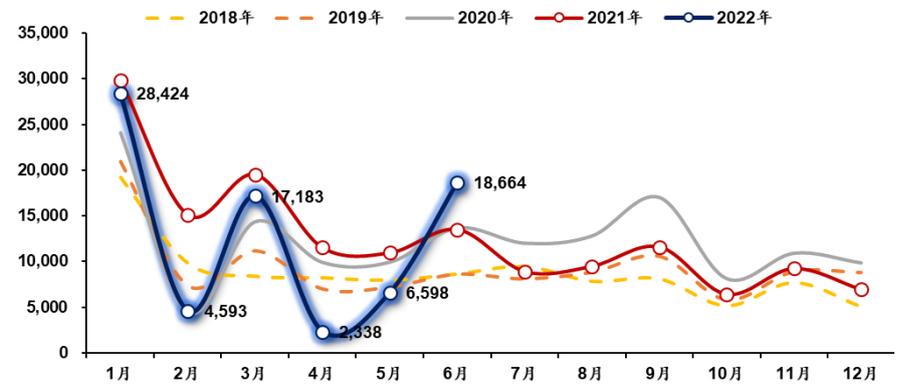
4) 企业债券融资新增规模由负转正，非金融企业股票融资小幅修复。6

月，企业债券融资增加 2,495 亿元，环比多增 2,603 亿元，同比少增 2,432 亿元；非金融企业境内股票融资 588 亿元，环比多增 296 亿元，同比少增 368 亿元。表明实体企业直接融资有所改善，但仍然低于去年同期水平。

◆ **信贷结构明显改善，居民中长期贷款加速回归**

相比 1-5 月，6 月的信贷结构出现明显改善，6 月人民币贷款同比多增 6,900 亿元，中长期贷款明显提升。短贷和票据合计同比多增 2,646 亿元，中长期贷款同比多增 5,141 亿元。票据和短贷占比从 5 月的 62% 下降到 43%，中长期贷款本月占比约为 66%，较 5 月的 35% 大幅提升 31pct。

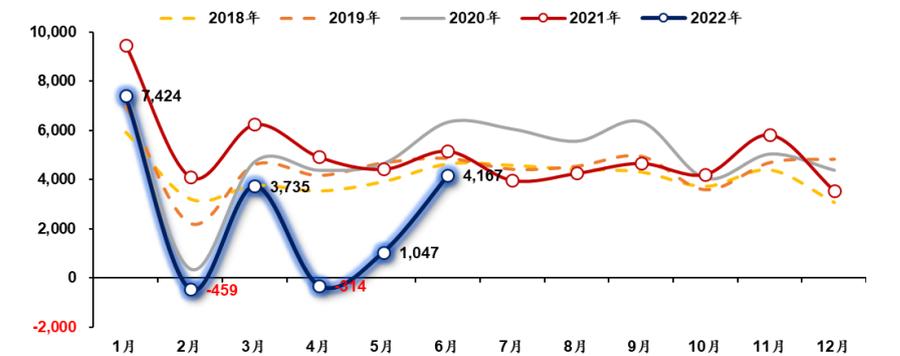
图表 3 中长期贷款超季节性多增 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

居民中长期贷款加速向季节性水平回归。居民中长期贷款当月新增 4,167 亿元，同比少增 989 亿元，但比前两个月已有明显改善，环比多增 3,120 亿元。居民中长期贷款的回暖，意味着房地产销售可能已经出现了实质性的好转。

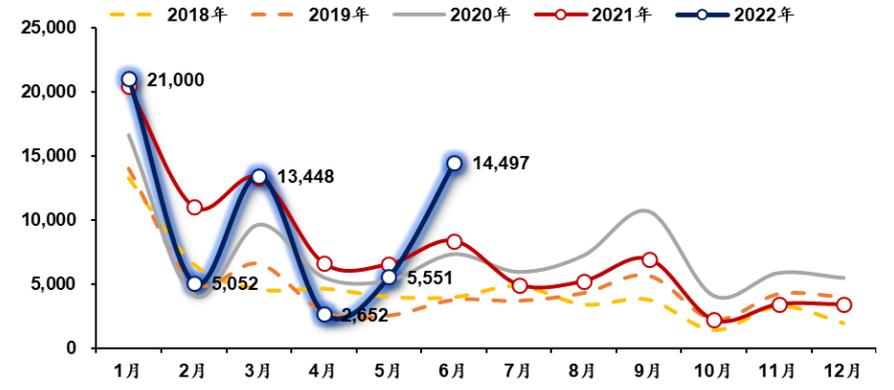
图表 4 居民中长期贷款向季节性水平加速回归 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

企业端的融资需求改善尤为明显。6月，企业中长期贷款新增14,497亿元，同比多增6,130亿元，大幅超出了往年同期水平，说明复工复产以后，企业的经营活动存在加速修复的迹象，三季度可能是经济复苏斜率相对较高的阶段。

图表 5 企业中长期贷款大幅多增（单位：亿元）



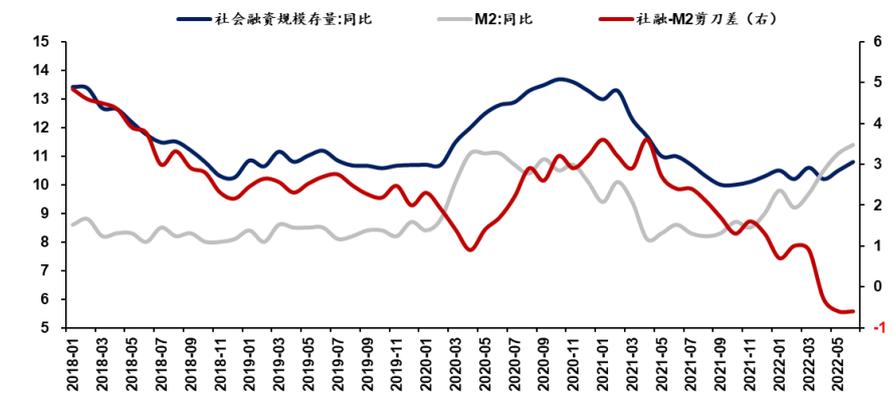
资料来源：Wind，华安证券研究所

◆ M1 增速明显提升，存款活化程度加强

6月，M1、M2 增速分别为 5.8%和 11.4%，M1 提升幅度快于 M2，增速差距从上月的 6.5%收敛至 5.6%，说明企业存款加速活化，经济活性提升。

信贷投放加快和财政支出加速是 M2 高增的主因。6月，在政府债大规模发行的情况下，财政存款同比仍然能够多减 365 亿元，说明财政支出的力度较大。此外，“社融-M2”剪刀差保持上月 0.6%的水平。

图表 6 5月，“社融-M2”剪刀差较上月持平（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

● 投资策略：中长债的逆风仍在继续。

总量、结构双优的金融数据公布以后，现券收益率反而出现了下行。这一现象更多来自于交易层面——市场关于社融数据已经提前进行持续一周的交易，本次数据基本符合市场的普遍预期，因此，在数据正式落地以后，叠加部分地区疫情再次反复，投资者开始交易利空出尽的逻辑。

但是，预期博弈是利率短期内的扰动项，并不会改变由基本面变化产生的趋势。无论是从本次金融数据来看，还是从一些高频的行业数据来看，实体经济都处在复苏好转的过程中，中长债的逆风仍在继续。尤其是本次金融数据中，居民中长期贷款加速向季节性水平回归、存款活化程度加强、企业中长期贷款超季节性规律回升等现象值得重点关注。

同时，三季度可能是利率调整压力相对较大的阶段。我们在周度思考《基建施工加速的蛛丝马迹》中已经指出，前期落后的施工进度和新增的施工需求可能会在三季度碰头，并且挖掘机销量、水泥库容比、沥青开工率等指标已经有所反应，经济的修复可能在三季度会相对更快一些。因此，利率债投资在三季度仍然需要保持相对的谨慎，四季度会是较好的布局窗口。

流动性方面，更重要的是央行的态度，连续 30 亿元的公开市场操作，剑指杠杆和空转。所以，虽然资金价格向政策中枢的回归预计以平缓的方式呈现，但在央行态度已经基本明确的情况下，杠杆策略较差的确定性依旧不具备性价比。

● 风险提示

疫情反复具有不确定性。

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\\_43857](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43857)

