张瑜：社融的修复是否有可持续性——2022年6月金融数据点评

意见领袖 | 张瑜

事项

2022 年 6 月，新增社融 5.17 万亿（前值 2.79 万亿），新增人民币贷款 2.81 万亿 (前值 1.89 万亿)。社融存量同比增长 10.8% (前值 10.5%)，M2 同比增长 11.4%（前值 11.1%），M1 同比增长 5.8%（前值 4.6%）。

从政府债视角观察：政府债对社融存量的拉动已达年内顶峰

去年政府债发行后置，今年政府债发行前置。今年上半年，政府债发行量为 4.65 万亿，拉动社融存量同比约 3%。；今年下半年预计政府债发行量约为 2.3 万亿，去年下半年为 4.5 万亿。假设没有新增政府债计划的话，

https://www.yunbaogao.cn

那么政府债全年对存量社融的拉动预计回落至 2.2%。

若想维持政府债对社融存量大致 3%的拉动，大致需要下半年多增 2.5 万亿的政府债券融资。参照我们前期报告《该出何招：细数三十年财政百宝箱》判断来看，我们认为专项债有提前发行的可能。重点需要关注 7 月底的委员长会议和 8、9 月份的实际操作。但从额度上来看，即便专项债提前下达，其额度最多仅为 2.19 万亿，从这一视角观察，从当下开始政府债对存量社融的拉动或已经达到最高点。

居民贷款：当下难言企稳，修复之路曲折

首先，与 2020 年相比，本轮居民中长期贷款修复明显较弱。2020 年 2 月疫情冲击之后，3 月居民中长期贷款增量已经是过去四年的同期最高值；当下虽然 6 月居民中长期贷款同比少增的幅度与 4 月和 5 月相比有明显收窄，但是 6 月的居民中长期贷款增量仍是 2017 年以来的同期最低值。从这一视角观察，本轮疫情对居民中长期贷款的冲击是更为显著的。

其次，疫情对于居民的风险偏好似乎有明显的降低。今年以前，居民中长期贷款的增量持续高于居民短期贷款。甚至 2020 年疫情冲击期间，居民的借贷结构也是以中长期贷款为主；然而，今年以来，居民中长期贷款增量和短期贷款增量基本一致。

企业中长期贷款：修复方向确定，但幅度难以维持

企业中长期贷款未来修复的方向确定，随着一季度基建投资的强势拉

https://www.yunbaogao.cn

动，按照历史规律企业中长期融资（企业中长期贷款，信托贷款，委托贷款）大概率在今年三季度同比多增；此外根据企业短期融资向企业中长期融资的 15 个月的传导，同样预示今年三季度企业中长期融资呈现修复抬升。

但未来企业中长期贷款修复的幅度未必会像 6 月一样强。企业中长期贷款超预期的背后，必然有政府债或者居民中长期贷款的超预期。特别是今年居民中长期贷款较弱的情境下，企业中长期贷款的同比增量与政府债的同比增量呈现亦步亦趋的态势。考虑到未来政府债同比增量大概率下滑的情境下，企业中长期贷款或难以维持当下较高的同比多增。

M1 同比的抬升：短期无需过多关注

当下 M1 同比与 M2 同比的剪刀差虽然有所收窄，但仍小于-5%，结合我们报告《M1 的观察技巧》判断，短期 M1 的同比修复无需过多关注。

关于三季度债市的指引：短端利率上行偏确定，长端利率上行大概率

6 月社融数据的强背后一方面反应了疫后经济修复的力度，另一层面体现了当下信用扩张的态势。结合我们前期报告《利率拐点了？——不谈定性只谈定量&五大模型看利率定价》来看，我们认为三季度短端利率上行偏确定，长端上行大概率。

风险提示：

货币政策超预期，房地产市场超预期。

https://www.yunbaogao.cn

一、社融的修复是否有可持续性？ 4
（一）政府债：对社融存量的拉动已达年内顶峰 4
（二）居民贷款：当下难言企稳，修复之路曲折 4
（三）企业中长期贷款：修复方向确定，但幅度难以维持 4
二、6 月数据：总量结构双改善 5
（一）信贷：激进的企业中长贷 5
（二）社融："天量"政府债推动社融修复 6
（三）存款：当下 M1 的修复无需太多关注 6

社融的修复是否有可持续性？

（一）政府债：对社融存量的拉动已达年内顶峰

去年政府债发行后置，今年政府债发行前置。我们假设国债发行额占全年赤字 95%的情境下，今年新增政府债（国债，一般债，专项债）共计约 6.94 万亿。今年上半年，政府债发行量为 4.65 万亿，较去年同期多增 2.2 万亿，拉动社融存量同比约 3%。；今年下半年预计政府债发行量约为 2.3 万亿，去年下半年为 4.5 万亿。假设没有新增政府债计划的话，那么政府债全年对存量社融的拉动预计回落至 2.2%。

若想维持政府债对社融存量大致 3%的拉动，大致需要下半年多增 2.5 万亿的政府债券融资。参照我们前期报告《该出何招：细数三十年财政百宝箱》判断来看，我们认为专项债有提前发行的可能。重点需要关注 7 月底的委员长会议和 8、9 月份的实际操作。

从额度上来看，值得注意的是，即便专项债提前下达，其额度最多仅

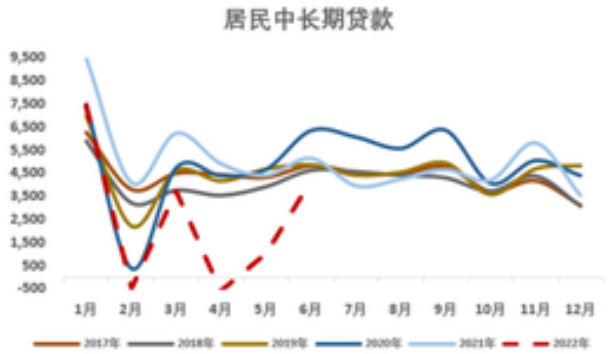
为 2.19 万亿，从这一视角观察，从当下开始政府债对存量社融的拉动或已经达到最高点。

（二）居民贷款：当下难言企稳，修复之路曲折

首先，与 2020 年相比，本轮居民中长期贷款修复明显较弱。2020 年 2 月疫情冲击之后，3 月居民中长期贷款增量已经是过去四年的同期最高值；当下虽然 6 月居民中长期贷款同比少增的幅度与 4 月和 5 月相比有明显收窄，但是 6 月的居民中长期贷款增量仍是 2017 年以来的同期最低值。从这一视角观察，本轮疫情对居民中长期贷款的冲击是更为显著的。

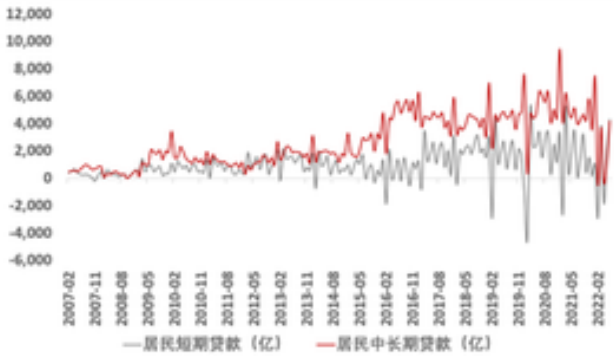
其次，疫情对于居民的风险偏好似乎有明显的降低。今年以前，居民中长期贷款的增量持续高于居民短期贷款。甚至 2020 年疫情冲击期间，居民的借贷结构也是以中长期贷款为主；然而，今年以来，居民中长期贷款增量和短期贷款增量基本一致。

图表 1 居民中长期贷款仍是同期最低



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 今年，居民的中长期和短期贷款增量基本一致



资料来源：Wind，华创证券

（三）企业中长期贷款：修复方向确定，但幅度难以维持

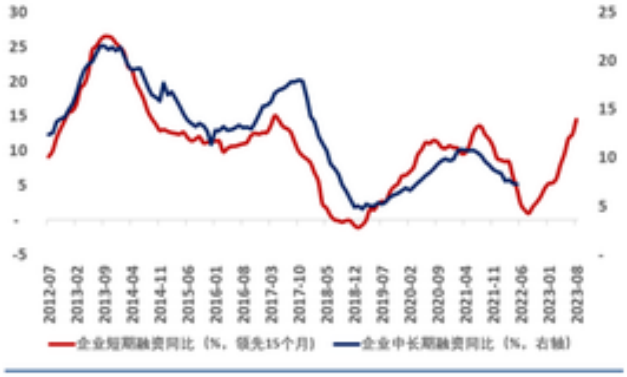
https://www.yunbaogao.cn

企业中长期贷款未来修复的方向确定，正如我们前期报告图表的指引，随着一季度基建投资的强势拉动，按照历史规律企业中长期融资（企业中长期贷款，信托贷款，委托贷款）大概率在今年三季度同比多增；此外根据企业短期融资向企业中长期融资的 15 个月的传导，同样预示今年三季度企业中长期融资呈现修复抬升。

图表 3　地产基建领先企业中长期融资三个月

资料来源：Wind，华创证券

图表 4　企业短期融资领先中长期融资 15 个月



资料来源：Wind，华创证券

但企业中长期贷款修复的幅度未必会像 6 月一样强。历史数据观测来看，企业中长期贷款超预期的背后，必然有政府债或者居民中长期贷款的超预期。特别是今年居民中长期贷款较弱的情境下，企业中长期贷款的同比增量与政府债的同比增量呈现亦步亦趋的态势。考虑到未来政府债同比

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_43880