信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

社融扩张最快之时已过 货币活化仍需时日

——6 月金融数据点评

2020 年 7 月 11 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固收研究

专题报告

李一爽　分析师

执业编号：S1500520050002

联系电话：+86 18817583889

邮　箱：liyishuang@cindasc.com

周俚君　联系人

联系电话：+86 13636449361

邮　箱：zhoulijun@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

社融扩张最快之时已过 货币活化仍需时日

2020 年 7 月 11 日

本期内容提要

- **事件。**2020 年 7 月 10 日，央行公布 6 月份金融数据。6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，高于预期 2.82 万亿；6 月末，社会融资规模存量同比增长 12.80%。6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，高于预期 1.76 万亿；新增人民币存款 2.90 万亿元，同比多增 6300 亿元。6 月末 M2 余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速略低于预期 11.2%；M1 余额 60.43 万亿元，同比增长 6.5%，M1 与 M2 的剪刀差缩窄。

- **居民与企业中长期贷款提升 票据融资大幅下滑。**6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元，其中居民中长期贷款新增 6349 亿元，较去年同期多增 1491 亿元，创下历年以来除 1 月外的新高，反映出 6 月商品房销售持续回暖；企业中长期贷款新增 7348 亿元，较去年同期大幅增加 3595 亿元，可能与前期专项债大规模发行带来配套贷款有关；新增票据融资-2104 亿元，环比减少 3690 亿元，6 月社融中未贴现票据大幅提升，主要由于前期资金利率中枢抬升，票据融资成本已恢复至疫情前水平，使得企业向银行申请贴现的动力下滑。

- **信贷、未贴现票据、债券提升社融增速。**6 月社融新增 3.43 万亿元，比上年同期多增 8056.70 亿元，远超历史同期水平。6 月社融同比增长 12.8%，较 5 月提升 0.3%，未贴现银行承兑汇票及企业债券成为推动 6 月社融高增的主要因素，6 月人民币贷款增速边际贡献有所回落。考虑 7 月 7 日央行稳企业保就业座谈会上表示下阶段“要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”，预计下半年贷款新增规模有所放缓。6 月新增企业债券融资 3311 亿元，环比多增 340 亿元，同比多增 1871.92 亿元，尽管 6 月取消发行的比重有所上升，但是企业债券融资需求仍然可观。

- **M1 与 M2 剪刀差收窄 货币活化仍需时日。**6 月作为财政存款投放大月，在 5 月政府债券净融资额高达 1.5 万亿，且 6 月依然达到 7000 亿以上的背景下，6 月财政存款投放较同期多增千亿。6 月 M2 同比增速连续三月持平于 11.1%，主要系新增居民存款大幅增加所致。狭义货币(M1)余额 60.43 万亿元,同比增长 6.5%，同比增速回落 0.3%，M1 与 M2 剪刀差小幅收窄，反映货币活化的过程并非一簇而就。

- **年末社融增速或降至 12.8%。**6 月社融数据继续超预期，企业中长期贷款同比大幅增加，企业信贷结构持续改善，反应当前企业生产投资活跃度较前期快速提升，政策刺激下宽信用仍在延续；但 6 月新增贷款对社融增速的边际贡献已有所回落，考虑全年新增信贷规模约 20 万亿，则下半年新增信贷较去年同期仅略微有所增加，同时央行稳企业保就业座谈会上表示下阶段“要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”，预计下半年新增贷款增速对社融的贡献将逐步减弱。而对融资类信托业务的查处，也将使非标融资继续拖累社融增速。但考虑今年

两会共安排 8.51 万亿国债、地方政府债及特别国债额度；截至 6 月末国债及新增地方债净融资额约 3.9 万亿，下半年仍有 4.6 万亿政府债融资放量，仍大幅超过去年同期 2.1 万亿，或将继续推动社融扩张，预计全年社融增速维持在 12.8%左右。

- **风险因素：**经济复苏不及预期，融资需求大幅回落。

目 录

事件 1
居民与企业中长期贷款提升 票据融资大幅下滑 1
信贷、未贴现票据、债券提升社融增速 2
M1 与 M2 剪刀差收窄 货币活化仍需时日 3
年末社融增速或降至 12.8% 4
风险因素 4

图 目 录

图 1：6 月新增人民币贷款分部门环比比较（单位：亿元） 2
图 2：6 月新增人民币贷款分部门同比增量比较（单位：亿元） 2
图 3：6 月政府债券与信贷推升社融增速（单位：%） 3
图 4：6 月新增社融分项环比比较（单位：亿元） 3
图 5：6 月新增社融分项同比增量比较（单位：亿元） 3
图 6：6 月 M2 增速持平，M2-M1 剪刀差小幅走扩（单位：%） 4
图 7：6 月居民存款同比大幅多增（单位：亿元） 4

事件

2020 年 7 月 10 日，央行公布 6 月份金融数据。6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，高于预期 2.82 万亿；6 月末，社会融资规模存量同比增长 12.80%。6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，高于预期 1.76 万亿；新增人民币存款 2.90 万亿元，同比多增 6300 亿元。6 月末 M2 余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速略低于预期 11.2%； M1 余额 60.43 万亿元，同比增长 6.5%，M1 与 M2 的剪刀差缩窄。

居民与企业中长期贷款提升 票据融资大幅下滑

6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元。

居民短期贷款新增 3400 亿元，同比多增 733 亿元，或与 618 期间天猫与京东等网购平台销售提升有关。

居民中长期贷款新增 6349 亿元，较去年同期多增 1491 亿元，创下历年以来除 1 月外的新高，反映出 6 月商品房销售持续回暖。

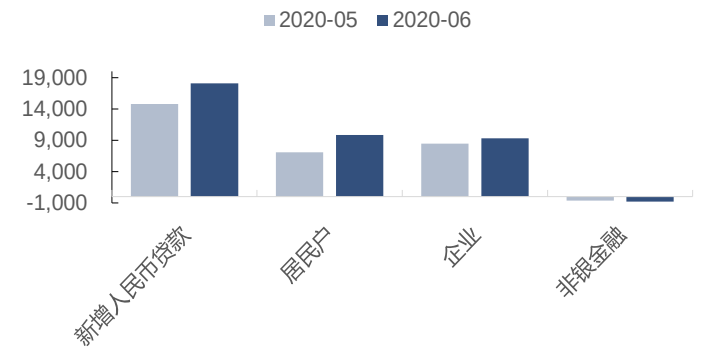
企业中短期贷款新增 4051 亿元，较去年同期减少 357 亿元，但环比大幅增加，反映季末冲量的因素。

企业中长期贷款新增 7348 亿元，较去年同期大幅增加 3595 亿元。可能与前期专项债大规模发行带来配套贷款有关。

新增票据融资-2104 亿元，环比减少 3690 亿元。6 月社融中未贴现票据大幅提升，主要由于前期资金利率中枢抬升，票据融资成本已恢复至疫情前水平，使得企业向银行申请贴现的动力下滑。

非银金融机构贷款新增-790 亿元，环比下降 630 亿元。

图 1：6 月新增人民币贷款分部门环比比较（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：6 月新增人民币贷款分部门同比增量比较（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

信贷、未贴现票据、债券提升社融增速

6 月社融新增 3.43 万亿元，比上年同期多增 8056.70 亿元，远超历史同期水平。6 月社融同比增长 12.8%，较 5 月提升 0.3%，未贴现银行承兑汇票及企业债券成为推动 6 月社融高增的主要因素，6 月人民币贷款增速边际贡献有所回落。

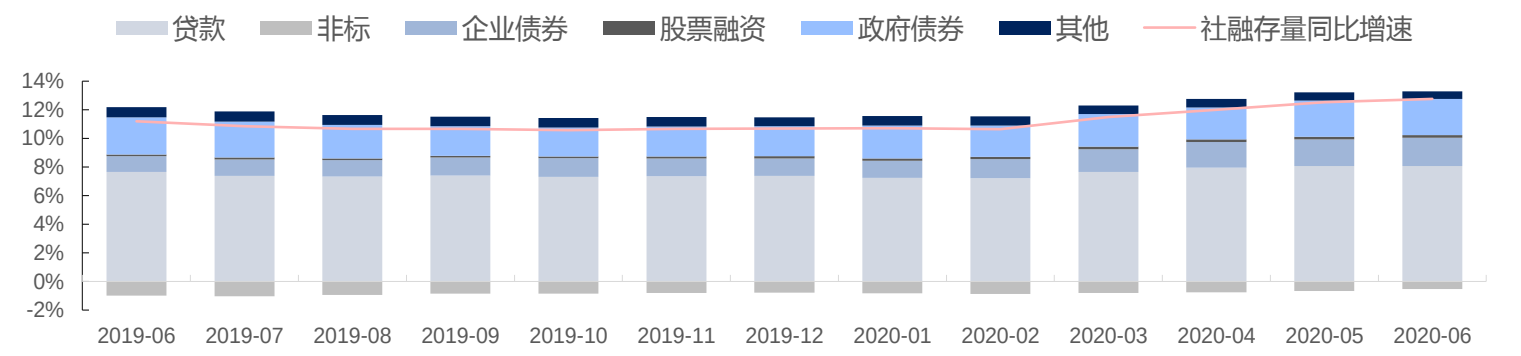
从结构上来看，人民币贷款新增 1.90 万亿，同比多增 2306 亿元，政策刺激下信贷增速仍保持高速增长，6 月社融中新增贷款维持高增，但对社融增速的边际贡献有所回落。考虑 7 月 7 日央行稳企业保就业座谈会上表示下阶段“要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”，预计下半年贷款新增规模有所放缓。

政府债券融资新增 7400 亿元，环比减少 3962 亿元。在 5 月集中发行国常会下达的万亿专项债额度后，6 月进入新一批专项债额度下达空窗期，叠加一般国债及地方政府债自 6 月起为特别国债发行腾挪空间，6 月地方政府债发行节奏明显放缓。

非标融资新增 853 亿元，同比多增 2975.96 亿元；具体来看，6 月新增委托贷款减少 484 亿元；新增信托贷款减少 852 亿元；未贴现银行承兑汇票新增 2189 亿元，同比多增 3499.97 亿元。新增信托贷款的下滑体现了 6 月出台的全年压降 1 万亿融资类信托业务要求，下半年降幅可能更大。

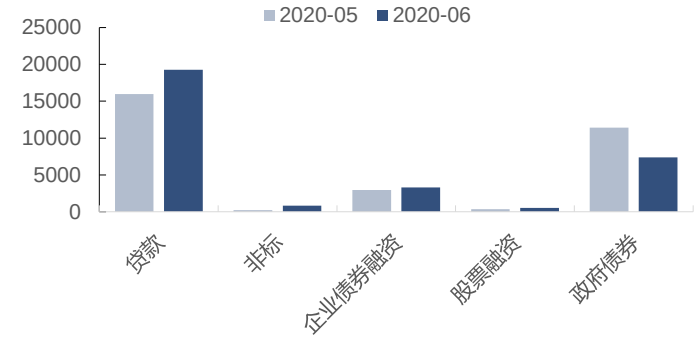
6 月新增企业债券融资 3311 亿元，环比多增 340 亿元，同比多增 1871.92 亿元，尽管 6 月取消发行的比重有所上升，但是企业债券融资需求仍然可观。

图 3：6 月政府债券与信贷推升社融增速（单位：%）



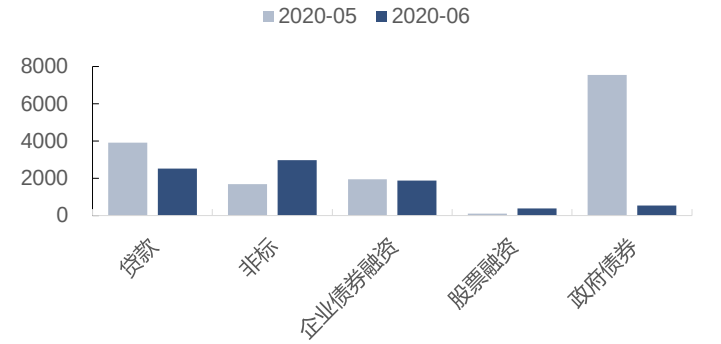
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：6 月新增社融分项环比比较（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：6 月新增社融分项同比增量比较（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

M1 与 M2 剪刀差收窄 货币活化仍需时日

6 月新增人民币存款 2.9 万亿元，同比多增 6300 亿元。

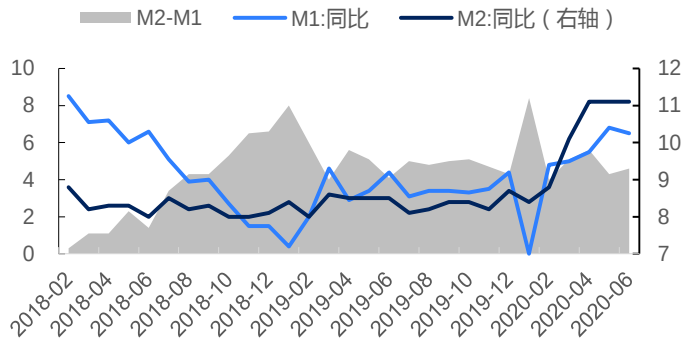
具体来看，居民存款新增 2.18 万亿元，同比大幅多增 1.04 万亿；企业存款新增 1.44 万亿，同比减少 1183 亿元；非银机构存款减少 5568 亿元，同比下滑 745 亿元；财政存款减少 6102 亿元，同比下滑 1082 亿元。

6 月作为财政存款投放大月，在 5 月政府债券净融资额高达 1.5 万亿，且 6 月依然达到 7000 亿以上的背景下，6 月财政存款

投放较同期多增千亿。

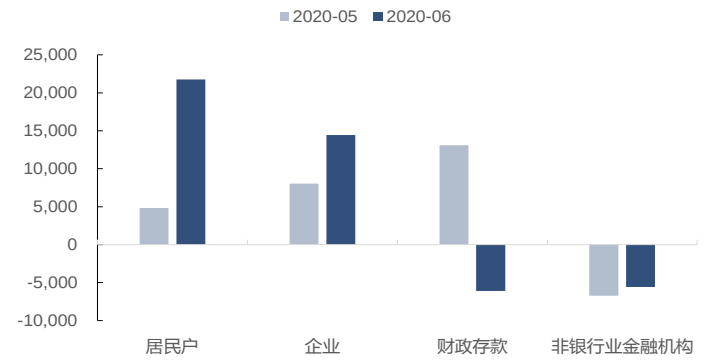
6 月末，广义货币（M2）余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，连续三月持平，主要系新增居民存款大幅增加所致。狭义货币(M1)余额 60.43 万亿元,同比增长 6.5%，同比增速回落 0.3%，M1 与 M2 剪刀差小幅收窄，反映货币活化的过程并非一簇而就。

图 6：6 月 M2 增速持平，M2-M1 剪刀差小幅走扩（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：6 月居民存款同比大幅多增（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

年末社融增速或降至 12.8%

6 月社融数据继续超预期，企业中长期贷款同比大幅增加，企业信贷结构持续改善，反应当前企业生产投资活跃度较前期快速提升，政策刺激下宽信用仍在延续；但 6 月新增贷款对社融增速的边际贡献已有所回落，考虑全年新增信贷规模约 20 万亿，则下半年新增信贷较去年同期仅略微有所增加，同时央行稳企业保就业座谈会上表示下阶段“要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”，预计下半年新增贷款增速对社融的贡献将逐步减弱。而对融资类信托业务的查处，也将使非标融资继续拖累社融增速。但考虑今年两会共安排 8.51 万亿国债、地方政府债及特别国债额度；截至 6 月末国债及新增地方债净融资额约 3.9 万亿，下半年仍有 4.6 万亿政府债融资放量，仍大幅超过去年同期 2.1 万亿，或将继续推动社融扩张，预计全年社融增速维持在 12.8%左右。

风险因素

经济复苏不及预期，融资需求大幅回落

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。