2020 年 07 月 11 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

社融创新高，让利进行时

摘要

- **社融创历史新高，表外信用有一定恢复。**6 月末社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，是 2018 年 5 月以来的最高值。上半年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款新增量是 12.33 万亿元，是有史以来的最高值，金融机构对实体经济的信贷支持力度空前。分月来看，6 月新增社融 3.43 万亿元，同比多增 8099 亿元，其中，新增人民币贷款增幅已连续三个月收窄，显示因疫情而进行的特殊支持操作正在逐步退出，经济正在恢复到正常秩序；6 月末贴现银行承兑汇票新增 2189 亿元，小微企业的表外信用有一定程度恢复。

- **信贷主要投向实体，企业短期流动性与长期投资改善。**上半年新增人民币各项贷款 12.09 万亿，同比多增 2.42 万亿，企（事）业单位贷款占各项贷款新增量的 72.6%，信贷对实体经济的支持力度显著。从期限上来看，企业短期贷款同比多增 1.36 万亿元，提供了经营所需的流动性支持，居民中长期贷款新增 2.8 万亿，同比仅少增 500 亿元，居民上半年购房依然踊跃，疫情对于居民短期消费的冲击更为显著。分月来看，6 月，住户部门贷款增加 9749 亿元，疫情冲击过后，居民消费和购房需求都在加快恢复；非金融企业部门，短期和中长期贷款环比 5 月分别多增 2840 亿元和 2043 亿元，企业的短期流动性与长期投资意愿持续改善。

- **M1 增速因高基数回落，“存款”搬家或将上演。**6 月末，广义货币(M2)余额同比增长 11.1%，与上月末持平；狭义货币(M1)余额同比增长 6.5%，比上月末低 0.3 个百分点，M2 和 M1 增速差值走扩 0.3 个百分点，主因 M1 去年同期高基数的影响。7 月后，随着基数效应的减弱和经济复苏的加快，预计下半年 M2 和 M1 增速差值将有所收敛。从存款结构来看，上半年，住户存款和非金融企业存款，同比分别多增 1.51 万亿元和 3.44 万亿元，保就业的政策已经起效，金融支持实体的成效显著，但居民和企业的避险意愿依然存在；非银行业金融机构存款同比少减 3854 亿元，资本市场的回暖，吸引了部分资金进入，后续随着经济复苏加快和资本市场热度提升，存款“搬家”或将再次上演。

- **央行明确 1.5 万亿让利结构，利率下行是主要方式。**6 月 17 日的国常会提出，“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”，本次央行明确了具体结构：利息让利 9300 亿元，直达工具和延期还本付息让利 2300 亿元，减少收费 3200 亿元。

- **风险提示：海外疫情冲击加大，国内经济复苏不及预期。**

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

1. 宏观周报（7.6-7.10）：“央妈”的水龙头向左 or 向右 (2020-07-11)
2. 二师兄的回马枪威力如何？——2020 年 6 月通胀数据点评 (2020-07-09)
3. 宏观周报（6.29-7.3）：“疫”后再出招，本周还有哪些大事与你有关？ (2020-07-04)
4. 市场信心重拾升势，小型企业压力不减 (2020-07-01)
5. 宏观周报（6.22-6.27）：海外疫情形势严峻，财爸央妈告诉你别慌 (2020-06-27)
6. 宏观评论:“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远？ (2020-06-27)
7. 战略新篇，守正而升——2020 年下半年中国宏观经济展望 (2020-06-19)

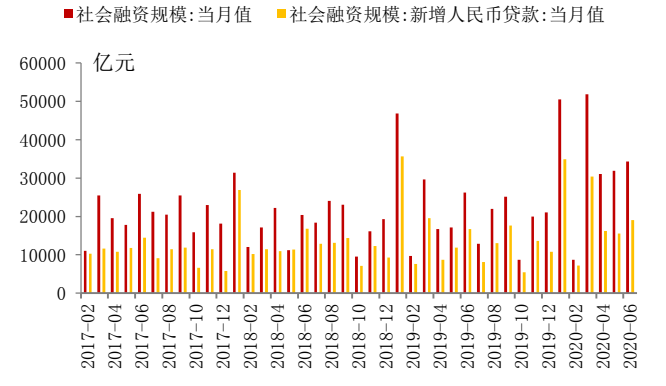
6 月末社会融资规模存量同比增长 12.8%，是 2018 年 5 月以来的最高值，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增量创有史以来的最高值，直接融资占比提升，打击资金在金融系统空转的政策效果显著，从信贷结构来看，资金主要投向实体，企业短期流动性与长期投资改善。预计下半年社融总量的高增速边际可能会略有放缓，降低融资成本是政策的主要着力点，金融系统对实体经济全年让利 1.5 万亿。

1 社融创历史新高，表外信用有一定恢复

2020 年上半年社融增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元，6 月末社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，是 2018 年 5 月以来的最高值。上半年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款新增量是 12.33 万亿元，是有史以来的最高值，金融机构对实体经济的信贷支持力度空前。从社融结构来看，上半年人民币贷款占同期社会融资规模的 59.20%，同比低 9.4 个百分点；直接融资在社会融资规模增量中的比重 37.22%，高于去年同期 9.09 个百分点，其中非金融企业的境内股票融资是 2461 亿元，几乎是比去年翻一番，未贴现银行承兑汇票增加 3862 亿元，比去年同期多增了 4250 亿元，国债和地方政府的专项债的融资力度较大，同比多增；表外融资占比为 0.13%。提升资本市场直接融资占比，打击资金在金融系统空转的政策效果显著，预计下半年这一升势仍将延续。但下半年社融总量的高增速边际可能会略有放缓，降低融资成本是政策的主要着力点。

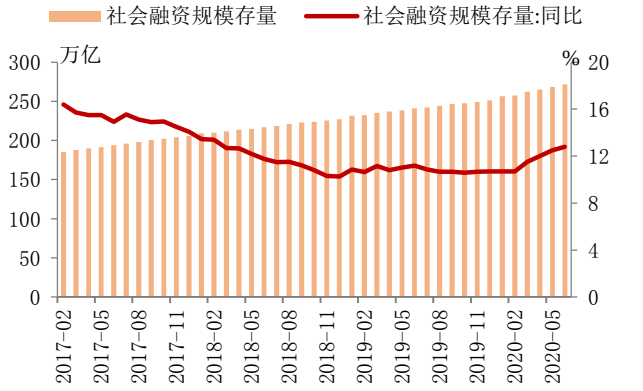
分月来看，6 月新增社融 3.43 万亿元，同比多增 8099 亿元，其中，新增人民币贷款 1.81 万亿元，同比多增 1474 亿元，但增幅已连续三个月收窄，显示因疫情而进行的特殊支持操作正在逐步退出，经济正在恢复到正常秩序；新增表外融资 853 亿元，由于 5 月信托监管新规落地对信托资金募集、信托贷款发行造成的影响开始显现，信托贷款-852 亿元，票据融资是实体经济尤其是小微企业的重要融资来源之一，6 月末贴现银行承兑汇票新增 2189 亿元，表外信用有一定程度的恢复。直接融资 1.34 万亿元，除未贴现银行承兑汇票外，企业债券 3311 亿元，非金融企业股票融资 537 亿元，政府债券融资 7400 亿元。

图 1：上半年社融创历史新高



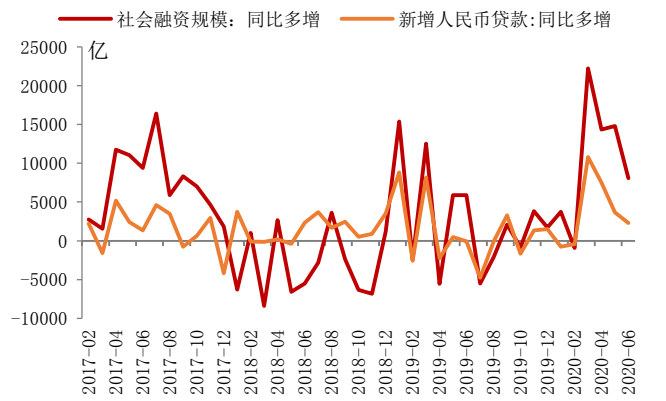
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：社融存量增速创新高



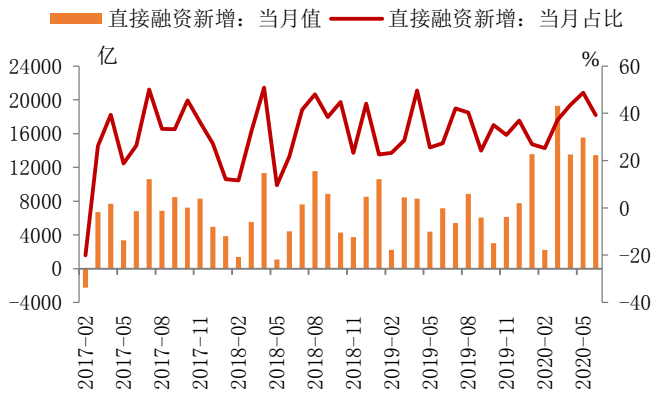
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：社融及信贷 6 月同比新增继续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：6 月直接融资占比有所下降



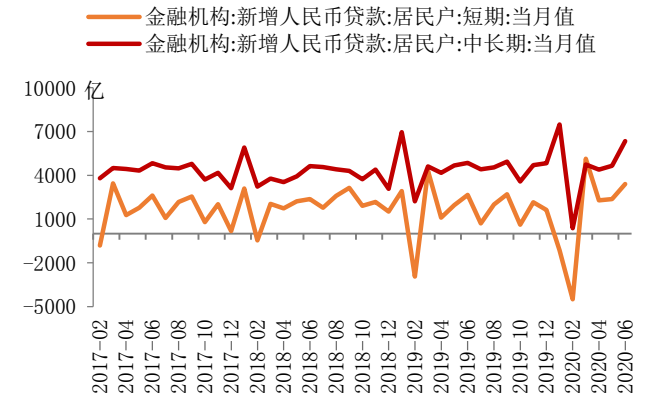
数据来源：wind、西南证券整理

2 信贷主要投向实体，企业短期流动性与长期投资改善

上半年新增人民币各项贷款 12.09 万亿，同比多增 2.42 万亿，分部门看，住户部门贷款增加 3.56 万亿元，企（事）业单位贷款增加 8.77 万亿元，占各项贷款新增量的 72.6%，非银行业金融机构贷款减少 2775 亿元，信贷对实体经济的支持力度和效果都较为明显。从期限上来看，企业短期贷款同比多增 1.36 万亿元，为企业提供了必要的流动性支持，企业中长期贷款同比多增 1.37 万亿元；居民中长期贷款新增 2.8 万亿，同比仅少增 500 亿元，居民上半年购房依然踊跃，疫情对于居民短期消费的冲击更为显著。

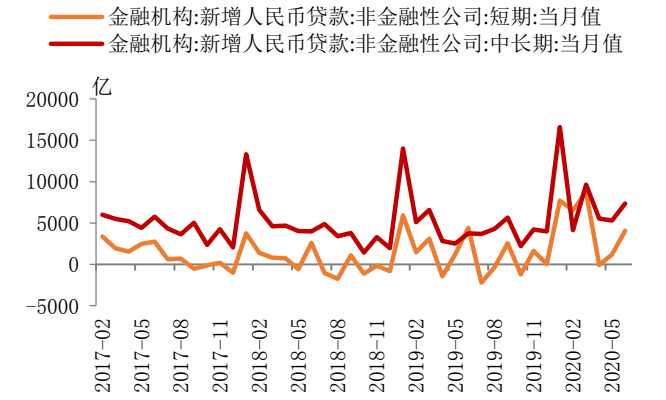
分月来看，6 月住户部门贷款增加 9749 亿元，其中，短期贷款增加 3400 亿元，中长期贷款增加 6349 亿元，疫情冲击过后，居民消费和购房需求加快恢复；非金融企业部门，随着经济的进一步回暖和央行直达实体经济的货币政策工具落地，6 月贷款新增 1.14 万亿元，其中，短期贷款新增 4051 亿元，中长期贷款增加 7348 亿元，环比 5 月分别多增 2840 亿元和 2043 亿元，企业的短期流动性持续改善。

图 5：6 月居民部门短期与长期贷款双回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：非金融企业短期与中长期贷款持续回升



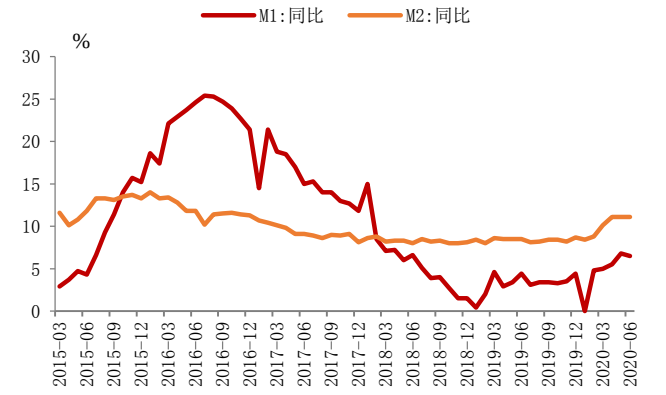
数据来源：wind、西南证券整理

3 M1 增速因高基数回落，居民避险意愿依然较强

6 月末，广义货币(M2)余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.43 万亿元，同比增长 6.5%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。M2 和 M1 增速差值走扩 0.3 个百分点，这似乎与需求修复，投资回暖相悖，实际原因是 M1 去年同期高基数的影响。7 月后，随着基数效应的减弱和经济复苏的加快，预计下半年 M2 和 M1 增速差值将有所收敛。

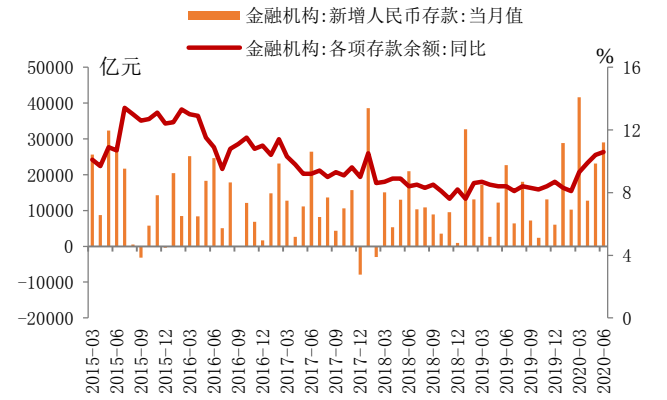
上半年人民币存款增加 14.55 万亿元，同比多增 4.5 万亿元。其中，住户存款增加 8.33 万亿元，同比多增 1.51 万亿元，保就业的政策已经起效，但居民的避险意愿依然较强。非金融企业存款增加 5.28 万亿元，同比多增 3.44 万亿元，金融支持实体的效果显著。财政性存款增加 4384 亿元，同比少增 2443 亿元，财政收支压力依然较大，非银行业金融机构存款同比少减 3854 亿元，资本市场的回暖，吸引了部分资金进入。分月来看，6 月新增存款 2.9 万亿元，环比多增 5900 亿元，其中居民部门、企业部门、非银行金融机构都实现了正增长，财政存款环比-19202 亿元，政府支出大幅增加，财政对经济的支持开始发力。

图 7：M2 和 M1 增速差值扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：6 月新增存款继续回升



数据来源：wind、西南证券整理

4 央行明确 1.5 万亿让利结构，利率下行是主要方式

6 月 17 日的国常会提出，“将进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”，本次央行在公布半年度数据的新闻发布会中，也明确了 1.5 万亿的让利结构，分为三大部分：

（1）通过贷款利率下行，债券利率下行，再贷款、再贴现政策支持等优惠利率贷款的发放，实现对实体经济的让利约 9300 亿元

（2）直达政策工具和延期还本付息让利约 2300 亿元

（3）银行减少收费 3200 亿元

以上三项让利中，最主要的是通过引导利率下行对实体经济的让利，预计下半年各类债券发行量将继续增加，实体经济的融资成本有望进一步下降。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn