宏观研究

实体流动性依旧宽松

——6 月金融数据点评

宏观事件点评 | 2020 年 7 月 13 日

报告摘要：

- **居民和企业中长期贷款推高信贷增速**

  6月居民长期贷款同比多增1491亿元，很重要的原因在于商品房销量和汽车零售的复苏，根据高频数据来看，6月商品房销量和汽车零售较前几个月有所改善，对居民长期贷款有拉动作用。企业长期贷款同比多增3595亿元，很大程度和基建发力有关。5月以来专项债发行速度有所加快，6月特别国债亦大量发行，而特别国债中有7000亿可以用于基建项目资本金，预计这可以撬动大量企业长期贷款。另一方面，企业票据融资较往年明显收缩，下降3065亿元，主要原因是监管部门对企业发行票据融资—购买结构性存款进行打击。非银贷款同比下降629亿元，也跟监管部门对金融机构加杠杆套利进行打击有关。

- **政府债券融资环比缩量**

  社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据贡献。6月社融增量3.43万亿，高于市场预期的3.05万亿，同比多增8057亿。其中，表内贷款同比多增2515亿元，企业债券和政府债券融资分别同比多增1872亿元、533亿元，均属正常表现。唯有表外融资出现一些异动，未贴现票据同比大幅多增3500亿。但另一方面，6月政府债券融资相比5月缩量，为保障特别国债顺利发行，一般政府债券和地方专项债发行部分延期，预计7月政府债券融资仍将维持较高水平。

- **居民储蓄回表，非金融机构去杠杆**

  从存款端来看，6月新增居民户存款明显高于往年，主要原因是监管政策对表外理财的打击使居民储蓄重新回表。另一方面随着余额宝等理财收益的降低，存放在余额宝的收益已低于部分大额可转让存单的收益。6月非银金融机构新增存款同比负增长，和监管政策对金融加杠杆有关，可以看到，无论是非银金融存款还是贷款均明显下降，非银加杠杆套利的行为得到限制。

- **未来展望：下半年宽松力度可能减小，但降准仍有必要**

  6月M2货币供应同比 11.1%，与市场预期一致。下半年，按照M2增速明显高于去年的政策要求和高信贷社融的派生需求推算，准备金缴存基数仍将保持两位数以上增长，基础货币缺口的压力与日俱增，货币乘数有必要进一步提高，预计下半年仍有必要降准两次。

- **风险提示：**货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001
电话：010-85127665
邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008
电话：010-85127730
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

7 月 10 日，央行公布 6 月金融数据：

6 月新增人民币贷款 18100 亿元，市场预期 17600 亿元，前值 14800 亿元。

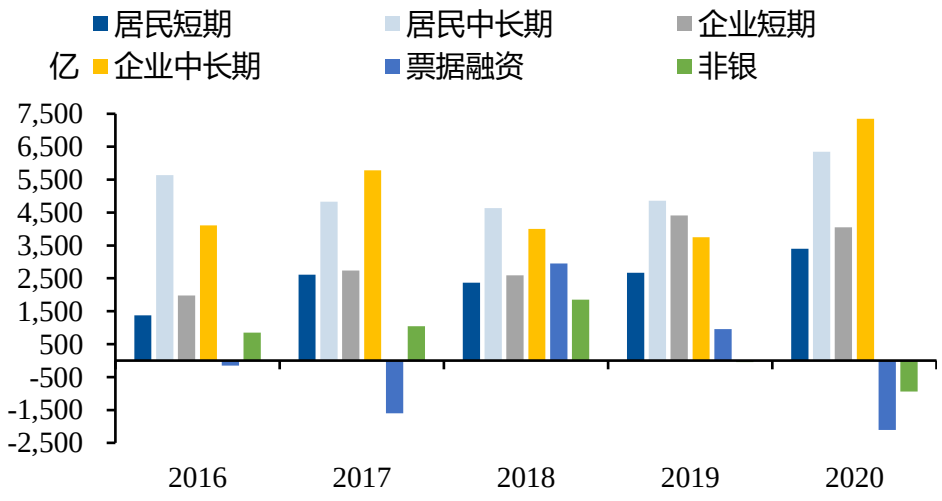
6 月社会融资规模 34300 亿元，市场预期 28200 亿元，前值 31907 亿元。

6 月 M2 同比 11.1%，市场预期 11.2%，前值 11.1%；M1 同比 6.5%，前值 6.8%。

一、数据表现：居民和企业部门中长期贷款放量

特征一，居民和企业中长期贷款推高信贷增速。6 月居民长期贷款同比多增 1491 亿元，很重要的原因在于商品房销量和汽车零售的复苏，根据高频数据来看，6 月商品房销量和汽车零售较前几个月有所改善，对居民长期贷款有拉动作用。企业长期贷款同比多增 3595 亿元，很大程度和基建发力有关。5 月以来专项债发行速度有所加快，6 月特别国债亦大量发行，而特别国债中有 7000 亿可以用于基建项目资本金，预计这可以撬动大量企业长期贷款。另一方面，企业票据融资较往年明显收缩，下降 3065 亿元，主要原因是监管部门对企业发行票据融资—购买结构性存款进行打击。非银贷款同比下降 629 亿元，也跟监管部门对金融机构加杠杆套利进行打击有关。

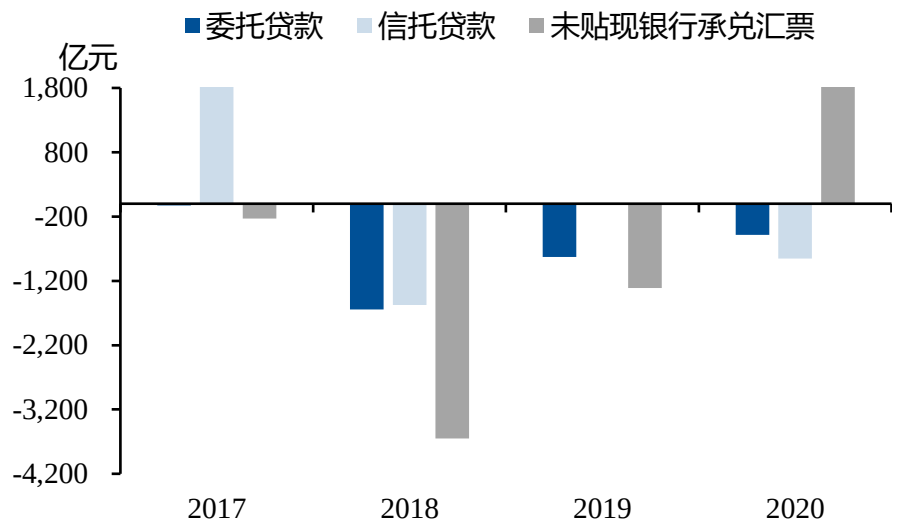
图 1：6 月份居民和企业中长期信贷放量明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

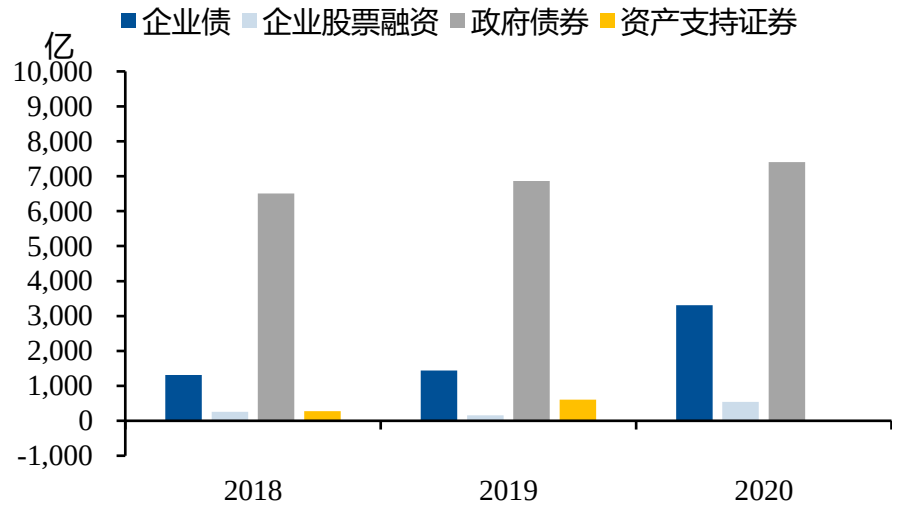
特征二，政府债券融资环比缩量。社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据贡献。6 月社融增量 3.43 万亿，高于市场预期的 3.05 万亿，同比多增 8057 亿。其中，表内贷款同比多增 2515 亿元，企业债券和政府债券融资分别同比多增 1872 亿元、533 亿元，均属正常表现。唯有表外融资出现一些异动，未贴现票据同比大幅多增 3500 亿。但另一方面，6 月政府债券融资相比 5 月缩量，为保障特别国债顺利发行，一般政府债券和地方专项债发行部分延期，预计 7 月政府债券融资仍将维持较高水平。

图 2：6 月份非标融资正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

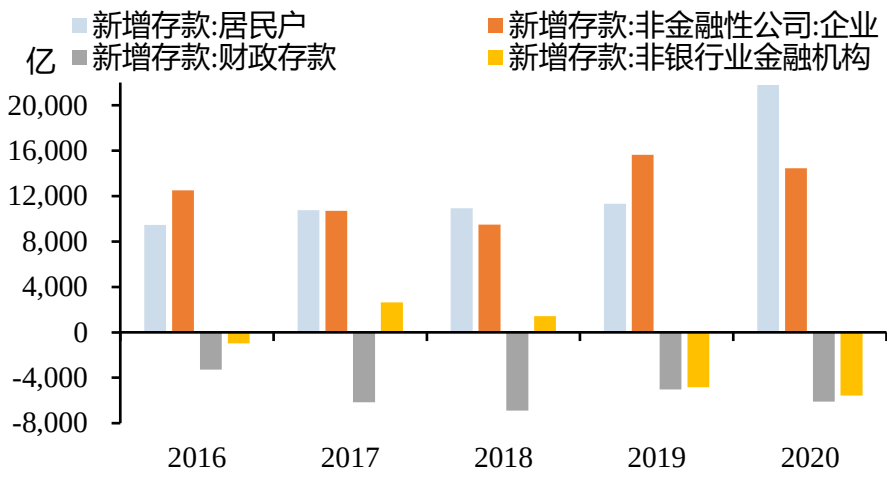
图 3：6 月份政府债券融资与往年持平



资料来源：Wind，民生证券研究院

特征三，居民储蓄回表，非金融机构去杠杆。从存款端来看，6 月新增居民户存款明显高于往年，主要原因是监管政策对表外理财的打击使居民储蓄重新回表。另一方面随着余额宝等理财收益的降低，存放在余额宝的收益已低于部分大额可转让存单的收益。6 月非银金融机构新增存款同比负增长，和监管政策对金融加杠杆有关，可以看到，无论是非银金融存款还是贷款均明显下降，非银加杠杆套利的行为得到限制。

图 4：6 月居民户存款同比高增长，非银金融机构去杠杆



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、数据背后：高社融对权益市场有抬升作用

高社融对股市有提振作用。从近几年经验来看，社融增速高低对股市走势有一定影响。2018 年受去杠杆政策影响，权益市场受到一定冲击，上证综指高位下跌。2019 年去杠杆政策变稳杠杆，股市得到提振。今年疫情以来社融增速快速回升，这利好权益市场。

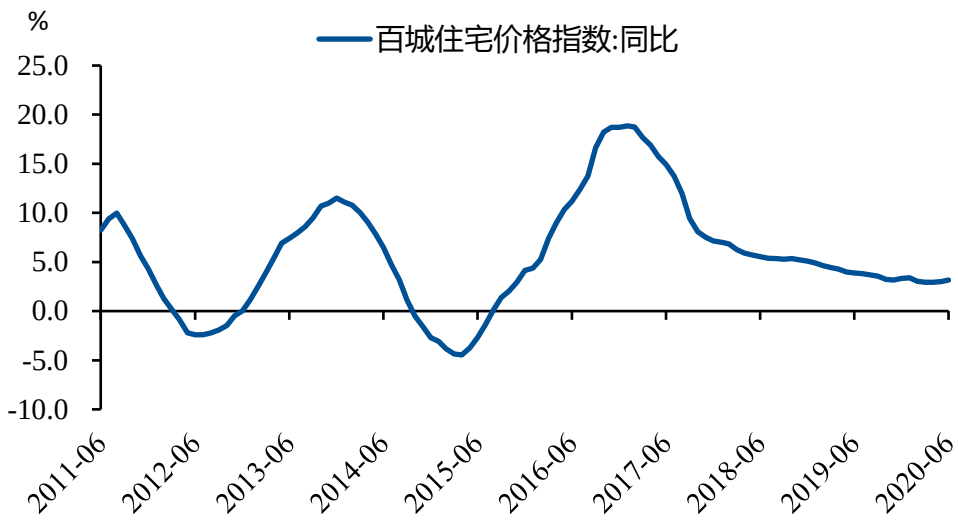
图 5：社融增速和股市走势有一定联系



资料来源：Wind，民生证券研究院

受“房住不炒”影响，流入房地产的资金有限。两会重申“房住不炒”政策，多地限购政策依然没有放松。因此全国来看大部分城市房价均为大幅上涨。传统情况下，货币宽松可能会导致热钱流入房地产，但今年并未发生，因此多余的流动性可以部分流入权益市场。

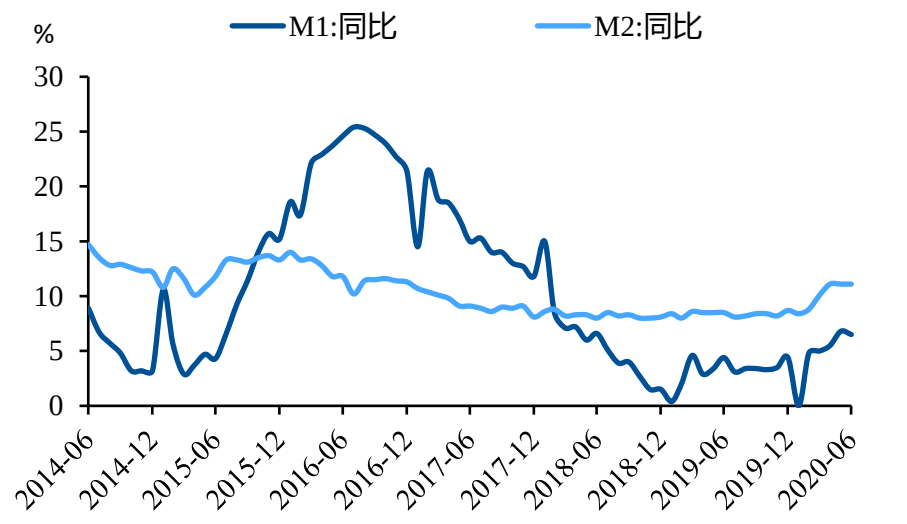
图 6：受“房住不炒”政策影响，今年货币宽松并未导致房价暴涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情背景下实体经济资金需求有限。6 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差进一步扩大，反映出实体经济资金需求低迷的现实，尽管今年上半年货币政策较为宽松，但企业投资意愿较低，将大量资金用于购买定期存款甚至是结构性存款。由于实体投资—融资需求有限，2-4 月大量资金流入债市，导致固收债牛。但随着监管变严，大量资金又流入权益市场，对股市形成提振。

图 7：6 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差扩大，实体资金需求有限

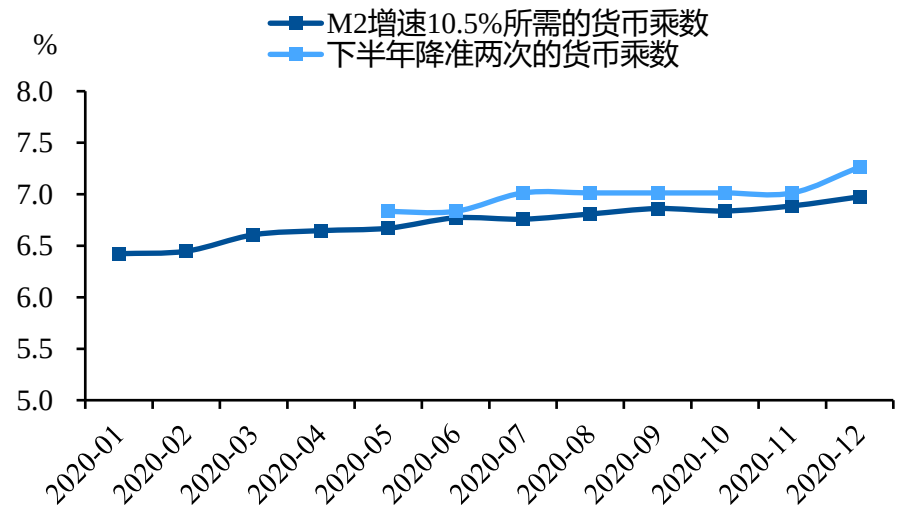


资料来源：wind，民生证券研究院

三、未来展望：下半年宽松力度可能减小，但降准仍有必要

下半年有必要降准两次。6 月 M2 货币供应同比 11.1%，与市场预期一致。下半年，按照 M2 增速明显高于去年的政策要求和高信贷社融的派生需求推算，准备金缴存基数仍将保持两位数以上增长，基础货币缺口的压力与日俱增，货币乘数有必要进一步提高，预计下半年仍有必要降准两次。

图 8：下半年需要两次降准才能满足 M2 增长要求



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：6 月份居民和企业中长期信贷放量明显 2
图 2：6 月份非标融资正增长 3
图 3：6 月份政府债券融资与往年持平 3
图 4：6 月居民户存款同比高增长，非银金融机构去杠杆 4
图 5：社融增速和股市走势有一定联系 4
图 6：受“房住不炒”政策影响，今年货币宽松并未导致房价暴涨 5
图 7：6 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差扩大，实体资金需求有限 5
图 8：下半年需要两次降准才能满足 M2 增长要求 6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。