

6月金融数据超预期，上半年金融对实体经济支持力度加大

央行公布数据显示：2021年6月新增金融机构人民币贷款2.12万亿，环比多增6200亿，同比多增3100亿，月末人民币贷款余额增速12.3%，较上月末高0.1个百分点，较上年同期低0.9个百分点。

6月新增社融3.67万亿，环比多增1.75万亿，同比多增2019亿；6月末存量社会融资规模301.56万亿，同比增长11.0%，增速与上月持平，比上年同期低1.7个百分点。

6月末，M2同比增长8.6%，增速比上月末高0.3个百分点，比上年同期低2.5个百分点；M1同比增长5.5%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期低1个百分点。

主要观点：

总体上看，6月人民币贷款规模回升，社融增速实现4个月以来的首度企稳，M2增速连续两个月反弹。这些数据表明，6月“紧信用”过程如期进入尾声阶段。另外数据显示，尽管上半年社融增速较上年同期有所回落，但对实体经济融资占比有所扩大，而且伴随信托贷款、委托贷款等高成本融资收缩、占比下滑，实体经济的融资成本也在下降。这意味着上半年金融对实体经济的支持力度在加大。

6月人民币贷款同比多增3100亿，超出普遍预期，主要原因是非金融企业贷款在实体经济融资需求和政策支持下，同比大幅多增近5000亿。6月房地产调控升级，以及多地房贷利率上调，导致按揭贷款增长受到抑制，当月居民中长期贷款同比少增1193亿，为连续第二个月同比少增。

6月社融环比、同比多增，主要受投向实体经济的人民币贷款拉动，同时，企业债券融资明显回暖，也对社融环比多增有较大贡献。6月表外融资则延续压降态势，其中，表外票据融资同比多减2410亿，成当月社融同比最大拖累项。

6月末M2增速延续小幅反弹，直接原因是当月贷款增速回升，以及财政存款同比少减。6月末M1增速小幅下滑0.6个百分点，当月房地产市场降温是直接原因，同时受部分地区疫情反复等原因影响，实体经济活跃程度可能也有所下降。

展望未来，央行已宣布7月15日实施降准，这无疑会对银行信贷产生直接的激励作用。我们判断，7月人民币贷款尽管会季节性环比下滑，但同比有望延续多增，社融增速出现反弹的可能性较大。我们也认为，7月降准并不意味着货币政策全面转向宽松，未来M2和社融增速在现有水平上出现大幅反弹的可能性很小，接下来“有保有压”的结构性货币政策将是主要发力点。

具体分析如下：

一、6月人民币贷款同比多增3100亿，超出普遍预期，主要原因是非金融企业贷款在实体经济融资需求和政策支持下，同比大幅多增近5000亿。6月房地产调控升级，以及多地房贷利率上调，导致按揭贷款增长受到抑制，当月居民中长期贷款同比少增1193亿，为连续第二个月同比少增。

6月新增人民币贷款2.12万亿，环比多增6200亿，符合季末冲量的季节性规律，同比多增3100亿则超出普遍预期。这也带动月末各项贷款余额增速结束了此前三个月的连续下滑，较上月末小幅反弹0.1个百分点至12.3%。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

从结构上来看，6月信贷同比超预期多增，主因非金融企业贷款同比多增近5000亿。其中，企业中长期贷款同比多增1019亿，已为连续第16个月同比多增。这一方面反映制造业PMI持续处于景气区间，企业对未来的经济形势仍然比较乐观，中长期信贷需求仍较为旺盛；另一方面也因政策层面鼓励银行加大对制造业的中长期贷款支持力度，政策叠加效应持续显现。

值得关注的是，6月新增票据融资2747亿，同比多增4851亿。我们认为这可能反映在涉房贷款额度受限的情况下，银行腾挪出更多额度为企业提供贷款，所以存在利用票据冲量的情况。同时，6月票据利率稳定在年内较低水平，对企业贴现需求也有所支撑。另外，6月企业短贷环比虽季节性多增3735亿，但同比少增960亿，或与票据融资放量对短贷形成替代以及到期量可能较大有关。

6月信贷结构的另外一个突出特点是，房地产调控升级对居民贷款的影响进一步显现。继上月出现年内首度同比少增后，6月居民中长期贷款同比少增1193亿，少增规模较上月明显扩大，主因涉房贷款监管力度不减，以及多地房贷利率上调，导致按揭贷款增长受到抑制。这也与近期商品房销售热度持续降温相印证。另外，6月居民短贷继续回暖，环比多增1694亿，同比也恢复增长，小幅多增100亿。主要原因可能是在个人购房按揭贷款业务受到严监管影响的情况下，银行为缓解零售业务压力，加大了对消费贷产品的推广力度。

图2 6月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚整理

图3 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

二、6月社融环比、同比多增，主要受投向实体经济的人民币贷款拉动，同时，企业债券融资明显回暖，也对社融环比多增有较大贡献。6月表外融资则延续压降态势，其中，表外票据融资同比多减2410亿，成当月社融同比最大拖累项。

6月新增社融3.67万亿，环比大幅多增1.75万亿，分项中，投向实体经济的人民币贷款和企业债券融资是环比增量的主要来源。同比来看，6月社融同比亦多增2019亿，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比多增4131亿，而当月表外票据融资同比多减2410亿，成为社融同比最大拖累项。受新增规模高于上年同期支撑，6月末社融存量同比增速结束了此前三个月的连续较快下滑，持平上月末于11.0%。

图4 社会融资规模增长状况

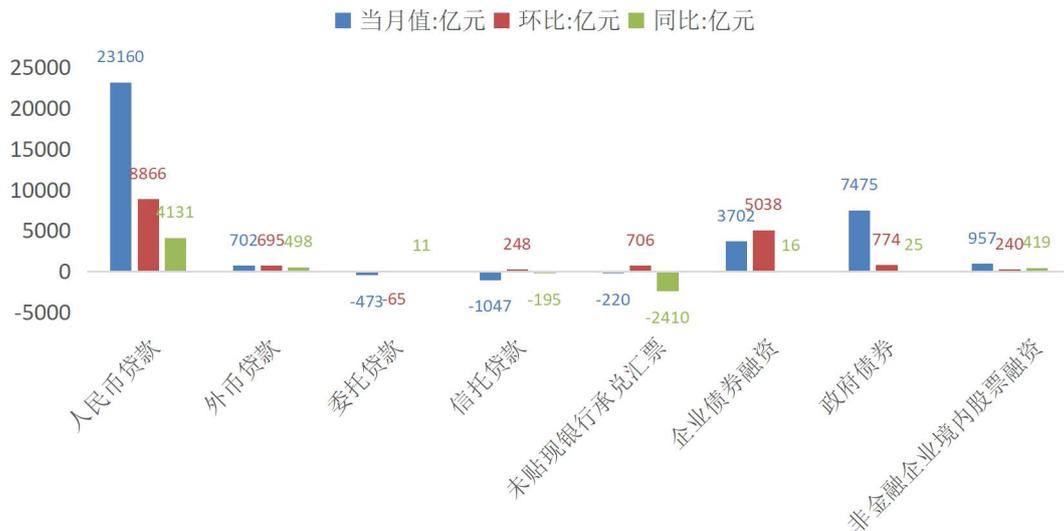


数据来源：WIND

如前所述，除投向实体经济的人民币贷款外，6月社融环比大幅多增还受到债券融资放量的较强拉动，尤其是企业债券融资。由于“补年报”效应影响减退，前期发行监管政策收紧造成的谨慎和观望情绪缓和，加之5月被抑制的发行需求集中释放，6月信用债一级发行明显回暖，净融资额大幅回正。当月新增企业债券融资3702亿，环比多增5038亿，同比则大致持平。6月政府债券发行量环比多增774亿，同比也大致持平。

表外融资方面，6月信托贷款和委托贷款延续稳定压降态势，环比、同比变动不大。6月表外票据融资也持续收缩，虽环比少减706亿，但同比大幅多减2410亿，对当月社融同比拖累明显。这固然与票据贴现增多带动更多票据融资从表外转向表内有关，但同时我们也注意到，6月企业开票需求并不弱，与上月相比，开票量增加金额甚至超过贴现量，这也指向当月表外票据融资负增可能更多与到期量较大有关。

图5 6月社融各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚整理

回顾今年上半年，新增社融累计 17.7 万亿，同比少增 3.1 万亿，6 月末社融存量增速也较上年末下滑了 2.3 个百分点，整体看，“紧信用”态势较为明显。结构上则表现出如下特征：一是由于政府债券融资同比大幅缩量，上半年对实体经济融资新增规模在新增社融中的比重实际上有所提升，从去年同期的 78% 提高至 81%。二是对实体经济融资中，上半年企业债券和非标成主要拖累项，前者与市场利率回升以及债券发行监管、尤其是指向发债大户城投平台的发行监管政策收紧有关，后者则体现了资管新规过渡期临近对非标的压降要求，但与此同时，上半年投向实体经济的人民币贷款和股票融资则同比分别多增 6114 亿和 2493 亿。我们认为这种融资结构变化一方面体现了“防风险”的政策诉求，另一方面也有利于提高企业融资结构的稳定性，降低企业综合融资成本。

整体上看，上半年“紧信用”态势虽较为明显，但融资收缩主要集中于政府部门、城投和地产等债务风险较大的主体，以及非标这类高息、高风险品种，而实体经济的信贷融资支持力度则进一步增强，体现了“有保有压”的结构性货币政策导向。

三、6 月末 M2 增速延续小幅反弹，直接原因是当月贷款增速回升，以及财政存款同比少减。6 月末 M1 增速小幅下滑 0.6 个百分点，当月房地产市场降温是直接原因，同时实体经济活跃程度可能也有所下降。

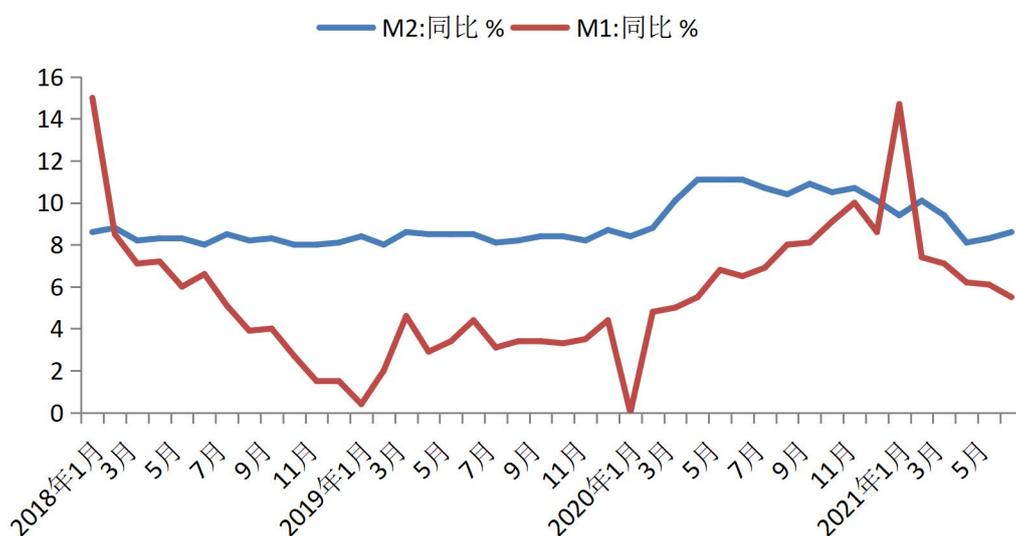
6 月末，M2 同比增速较上月末小幅回升 0.3 个百分点至 8.6%，高于市场预期，也是连续第二个月增速反弹。直接原因是当月人民币贷款增速回升，存款派生相应加快。另外，6 月财政存款负增约 4000 亿，符合季节性规律，但较去年同期少减 2100 亿，也对 M2 增速上

行起到了一定推动作用。本月 M2 同比增速连续第二个月低位回升，表明广义货币供应量增速开始触底反弹，也是前期“紧信用”过程整体进入尾声阶段的一个标志。

存款方面，6 月的一个重要特征是居民存款环比大幅多增而非银存款下降，符合银行季末考核的一般规律。当月企业存款由降转升，且同比多增规模较大，则与当月企业信贷多增、信用债融资回暖直接相关。

6 月金融数据整体回升中的唯一例外是 M1 增速较上月下滑 0.6 个百分点，已处于明显低位水平。我们认为，一个直接原因是当月房地产市场显著降温，30 城新房销量同比由正转负。历史数据显示，M1 增速与房地产市场热度存在较强关联。另外，受广东部分地区疫情反复影响，6 月官方制造业及非制造业 PMI 均现不同程度回落，特别是服务业 PMI 降幅较大，表明近期实体经济活跃度受到了一定影响，也是拖累 M1 增速下行的部分原因。

图 6 M2 与 M1 增速



数据来源：WIND

总体上看，6 月人民币贷款规模大幅回升，结构改善；社融增速则实现 4 个月以来的首度企稳，M2 增速连续两个月反弹。这些数据表明，6 月“紧信用”过程如期进入尾声阶段。背后是当前货币投放增速已与今年名义 GDP 增速基本匹配，今年有望顺利实现稳定宏观杠杆率目标，由此“紧信用”压力相应缓解。

展望未来，央行已宣布 7 月 15 日实施降准，这无疑会对银行信贷产生直接的激励作用。我们判断，7 月人民币贷款尽管会季节性环比下滑，但同比有望延续多增，人民币贷款余额增速有望小幅回升。加之伴随新增地方政府专项债发行提速，7 月政府债券融资有望实现同比多增，以及企业信用债融资继续回暖，7 月社融同比也有望实现多增，社融增速出现反弹的可能性也比较大。

我们也认为，7 月降准并不意味着货币政策全面转向宽松，其中一个标志是年内实施连

续降准的可能性不大，央行也不会下调政策利率。后期监管层将继续保持稳健中性的货币政策基调，未来 M2 和社融增速在现有水平上出现大幅反弹的可能性很小，下半年更可能是从前期的“紧信用”转入一个“稳信用”过程。另外，正如本次降准主旨在于支持小微企业那样，下半年货币政策的主要发力点将是结构性的“有保有压”。其中“保”的重点是小微企业、绿色发展和科技创新，企业中长期贷款将延续同比多增势头；“压”则主要指向房地产金融和城投平台融资，预计居民中长期贷款同比少增的态势将延续下去，下半年基建投资增速大幅上行的可能性不大。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳