

周度经济观察

——货币信贷的宽松有望延续

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 7 月 12 日

内容提要

6 月社融和信贷数据总量回升、结构改善，这主要反映了央行信贷供应扩张的结果，也与同期银行间流动性持续宽松互相印证。尽管 7 月政府债券发行趋于下行、房地产销售出现小幅下滑，但央行维持货币信贷宽松的意愿明显，实体经济融资环境仍然有利。

当前权益市场超跌反弹的动能趋于弱化，市场或逐步转入震荡，回归合理区间。未来市场的方向取决于包括流动性在内的基本面改善进展，以及长期预期的提升。

美国 6 月非农就业数据整体表现依然强劲，但结构上暗示美国经济将进一步放缓。市场短期关注的焦点仍是通胀和通胀预期，考虑到 6 月 CPI 同比可能继续抬升，美联储在 7 月下旬大概率加息 75BP，美股的下跌可能尚未结束。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

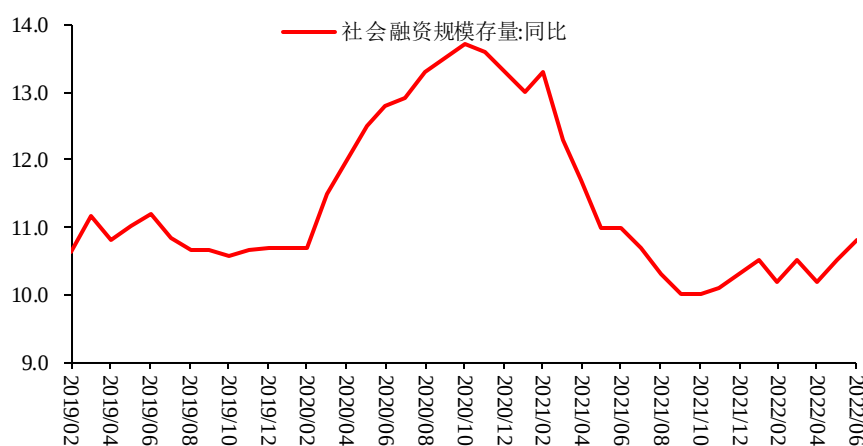
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、货币信贷的宽松有望延续

6月新增社会融资 5.17 万亿，比上年同期多增 1.47 万亿；余额同比 10.8%，较上月回升 0.3 个百分点，连续两个月出现抬升。人民币贷款和政府债券融资是推升社融的主要因素。

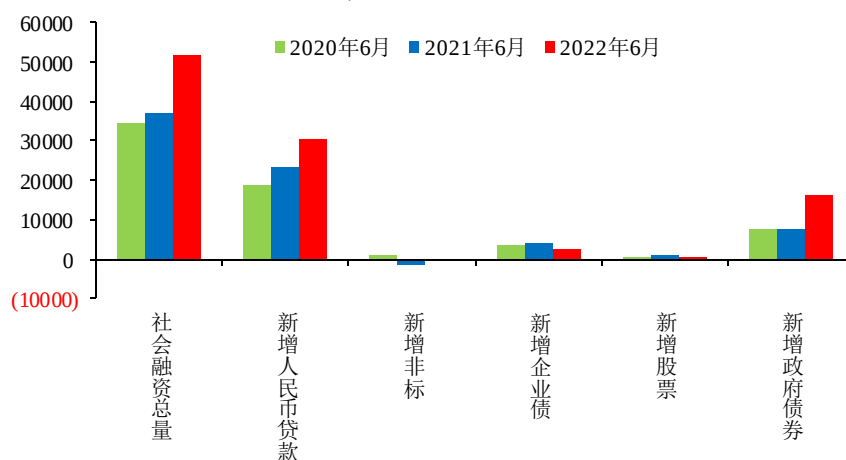
图1：社会融资规模存量同比，%



数据来源：Wind，安信证券

从结构上看，6月人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 3936 亿元。信贷的修复主要来自于短期贷款和中长期贷款的改善。6 月份票据利率的上行也间接验证了票据冲量行为在减少。政府债券净融资 1.06 万亿元，同比多增 3881 亿元，显示稳增长政策在持续发力。其余分项总体较去年同期小幅改善。

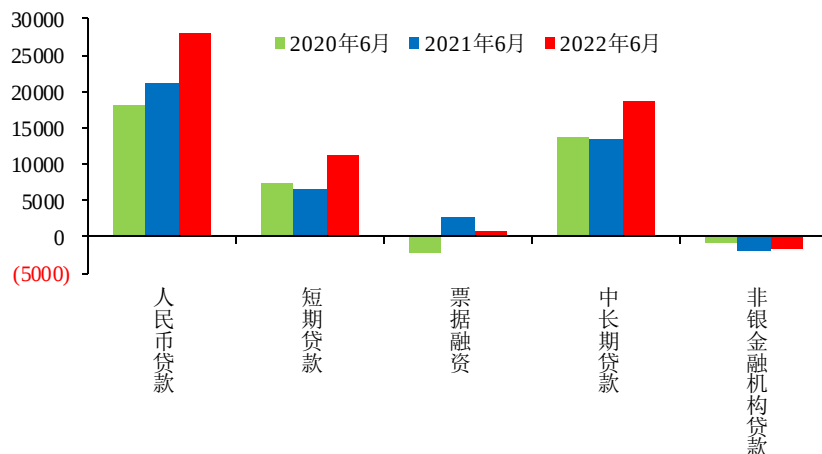
图2：近三年6月份社融分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

6月人民币贷款增加2.81万亿元，同比多增6867亿元；余额同比11.2%，较上月上升0.2个百分点，同时结构也显著改善。

图3：近三年6月份信贷分项，亿元



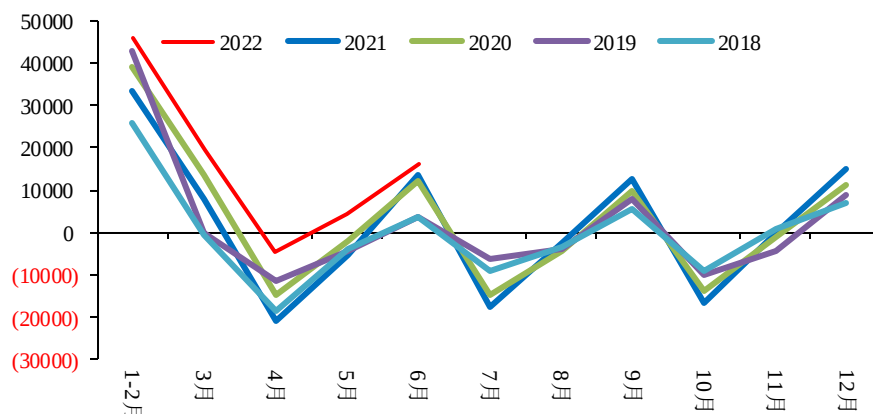
数据来源：Wind，安信证券

分结构看，中长期贷款较去年同期多增5141亿元，短期贷款同比多增4597亿元，票据融资同比少增1951亿元。

贷款的增加主要依赖于企业部门，企业部门中长期贷款同比多增6310亿元，企业短期贷款同比多增3158亿元，表明银行信贷投放积极，企业的信贷需求也出现改善。

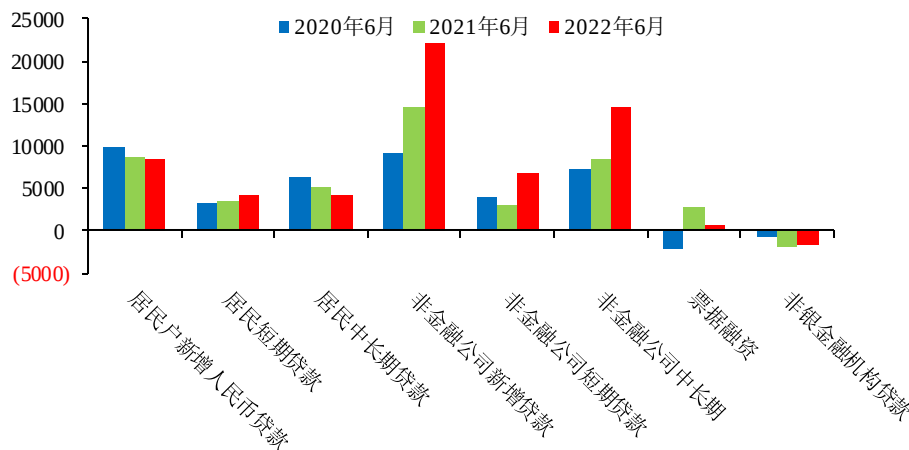
同时居民部门的贷款同比少增 203 亿元，其中中长期贷款同比少增 989 亿元，表明居民购房需求仍然偏弱，但较 5 月同比少增 3379 亿元的情况显著改善。合并观察居民部门存款和贷款情况，居民缩表这一现象仍然持续，但力度减弱。

图4：居民存款与贷款轧差，亿元



数据来源：Wind，安信证券

图5：近三年6月份居民与非金融企业部门信贷，亿元



数据来源：Wind，安信证券

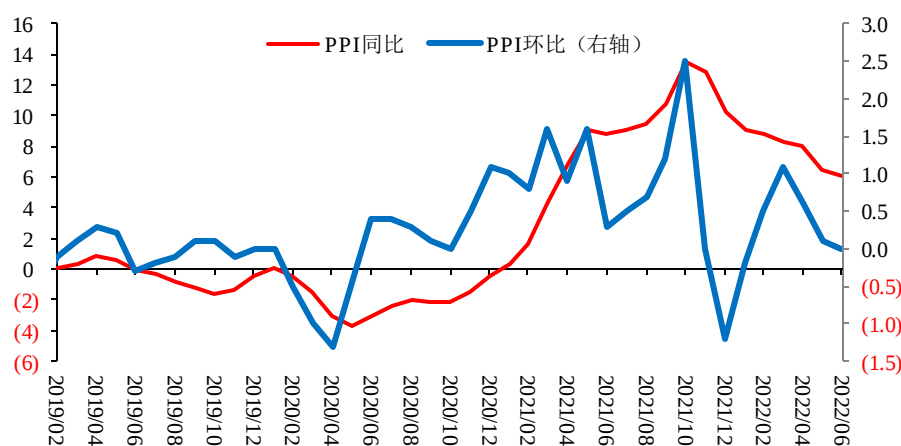
总体来看，社融和信贷数据总量在回升、结构在改善，这主要反映了央行信贷供应扩张的结果，也与同期银行间流动性持续宽松互相印证。往后看，尽管政府债券发行趋于下行、房地产销售出现小幅下滑，但央行维持货币信贷宽松的意愿明显，实体经济融资环境仍然有利。

此前公布的数据显示，6月PPI环比为0%，较上月回落0.1个百分点；PPI同比6.1%，较上月回落0.3个百分点，连续九个月同比增速下行。

分项来看，PPI环比的回落集中在有色、黑色等上游品种，同时计算机、印刷、医药等中下游行业价格表现依然偏弱，反映出终端消费需求不足的影响还在延续。

往后看，在供给逐步恢复、全球需求减速的情况下，大宗商品价格可能将呈现出下滑的态势。不过由于供应总体偏紧，大宗商品价格回落的节奏会相对温和，国内PPI同比增速将延续下行的趋势。

图6：PPI同比与环比，%



数据来源：Wind，安信证券；

6月CPI同比2.5%，较上月上升0.4个百分点；核心CPI同比1%，较上月抬升0.1个百分点。

推升6月CPI的主因是交通和通信分项，这主要与成品油价格上调有关。其余服务分项的价格表现普遍弱于季节性，暗示居民部门需求仍然偏弱。

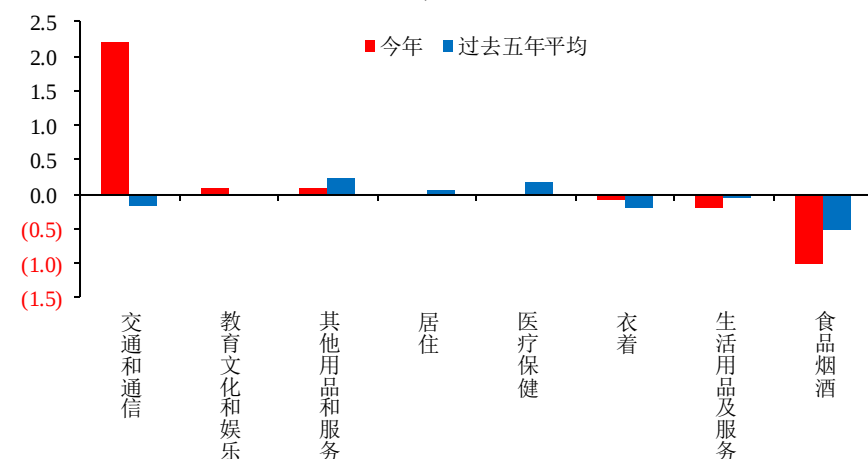
食品分项的价格较季节性大幅下滑，主要源于鲜菜价格回落的拖累，这一回落与疫情形势好转、供应恢复有关。同时猪肉价格涨幅持续高于历史均值，考虑到前期相对彻底的供应出清，本轮猪价的上涨过程可能仍未结束。

与过往相比,猪肉价格在CPI的权重从2020年的4.62%下降为今年的1.33%,对整体CPI推升力度大幅减弱。此前连接工业品价格和食品价格的纽带是农户部门的存货调整,而随着城镇化的推进,农户资产配置途径在发生着深刻变化,猪肉等食品的供给也更多被企业主导,因此工业品对食品价格传导的机制也出现了结构性调整,“猪油共振”的场景或难再次发生。

往后看,考虑到猪肉价格触底回升,CPI同比增速存在上行的压力,但由于终端需求持续偏弱,当下的通胀机制相比过去发生变化,CPI上行节奏将比较温和。

未来国内PPI同比增速将持续回落,与此同时CPI同比增速温和抬升,通胀压力尚难以对央行货币政策形成掣肘,稳增长、降成本将仍然是央行货币政策的主要目标。

图7: CPI分项环比和过去五年均值, %



数据来源: Wind, 安信证券;

二、权益市场转入震荡

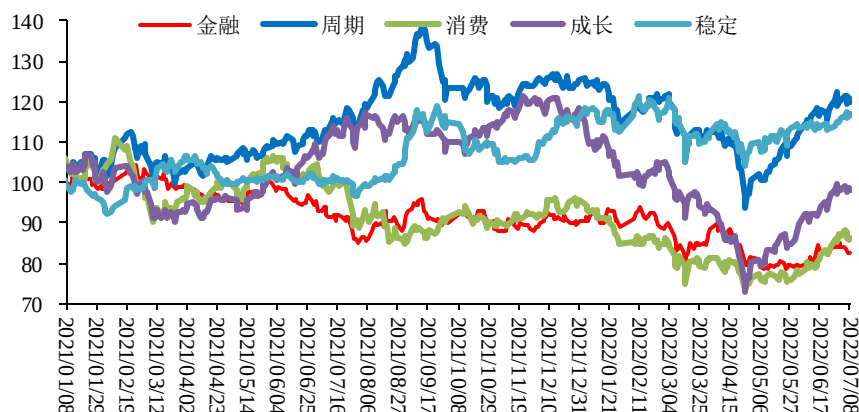
金融数据公布以后,股票市场表现偏弱,债券市场收益率下行,说明此前市场对信贷数据的改善已经相对充分定价。

实际上 7 月以来权益市场转入震荡、交易量收缩，这反映出前期市场超跌反弹的动能趋于弱化。随着这一动能的弱化，市场的关注更多集中在基本面的变化上。从盈利角度来看，当前企业盈利处于触底反弹的过程中，不过当前疫情的反复以及房地产数据的回落，可能意味着经济复苏的过程存在波折，企业盈利的抬升力度弱于 2020 年。此外，海外经济衰退的风险正在累积，伴随美国 and 欧洲加息的推进，全球主要经济体经济大幅减速的概率提升，这将通过贸易、资金和预期对我国形成冲击。

因此总体而言，央行货币政策的宽松、稳增长政策的落地对市场形成支撑，而前期超跌反弹动能的耗竭、海外经济衰退风险的升温拖累市场的表现，权益市场转入震荡过程，逐步回归合理区间。未来市场的方向取决于包括流动性在内的基本面改善进展，以及长期预期的提升。

对债券市场而言，尽管央行公开市场缩量操作，但银行间利率维持低位，这一利率水平打消了市场此前对流动性收紧的担忧，收益率出现小幅回落。在房地产市场回暖持续性存疑、疫情反复、流动性环境维持宽松的背景下，债券市场收益率上行的空间有限。

图8：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券；以 2021 年 1 月 2 日为 100

三、美国 6 月非农就业表现依然强劲

美国 6 月非农就业表现依然强劲。6 月新增非农就业总人数为 37.2 万人，高于市场预期的 26.8 万人，与初值下修后的 3-5 月平均值 38.3 万人近乎持平。

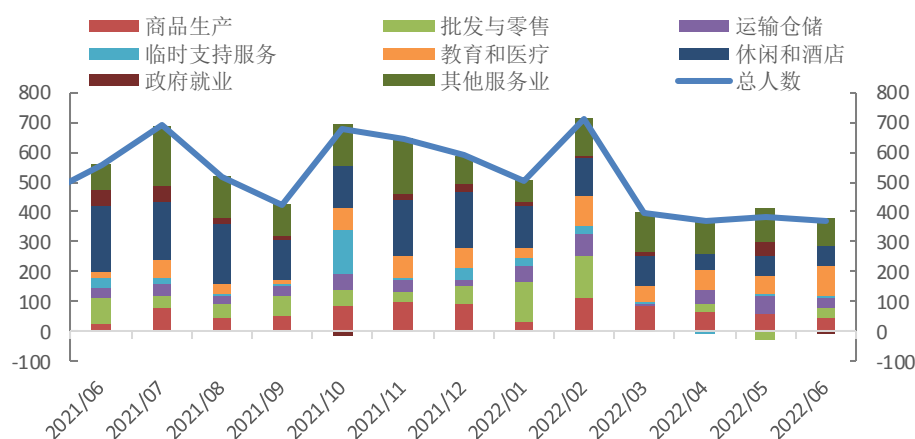
在行业层面上，除政府就业(-0.9 万人)较上月少增 5.7 万人以外，服务业(33.3 万人)呈现广泛增长，整体较上月多增 5.5 万人，反映出疫情对接触型需求的抑制继续减弱。

其中，教育和医疗业(9.6 万人)贡献居首，较上月多增 3.9 万人；休闲和酒店业(6.7 万人)次之，较上月少增 0.1 万人；批发与零售业(3.2 万人)较上月多增 6 万人；运输仓储业(3.6 万人)较上月少增 2.3 万人。

此外，商品生产新增就业(4.8 万人)较上月少增 1 万人，连续 4 个月平均每月少增 1.7 万人，显示出制造业、建筑业和采矿业整体就业趋势放缓。

考虑到商品生产、休闲和酒店业、运输仓储业等行业的就业形势与经济增长关联相对密切，而教育和医疗就业与经济增长关联相对较弱，因此 6 月非农数据在结构上或许表明未来美国经济增长将进一步放缓。

图9：美国当月新增非农就业人数，千人



数据来源：Wind，安信证券

注：商品生产为采矿业、建筑业、制造业之和

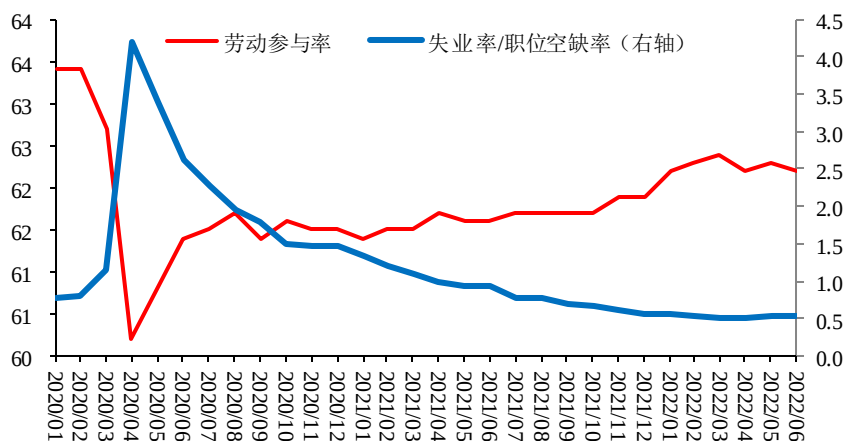
从劳动力总量层面来看，美国 6 月失业率为 3.6%，连续 4 个月保持不变，仅高于疫情前的低点 0.1 个百分点。

将失业率视为劳动力供给、职位空缺率视为劳动力需求，二者的比值可以象征劳动力市场的供需关系。该比值自今年 3 月以来维持在 0.5 左右，低于疫情前的 0.8。在分子端失业率与疫情前相近的条件下，这反映出分母端的劳动力需求处于相对高位。

若未来劳动力市场紧张的供需关系出现进一步缓解，则需要这一比值朝着疫情前的水平回升，即分子端的失业率上升、分母端的职位空缺率下降，而这与经济增长的放缓相关联。

此外，美国 6 月劳动参与率为 62.2%，较上月下滑 0.1 个百分点，较疫情前水平仍相差约 1 个百分点。自年初以来，尽管疫情形势趋于缓解，但是美国劳动参与率整体维持震荡走势，其中提前退休的 55 岁以上劳动力仍未见重返就业市场。而劳动力供给的恢复势头放缓，不利于缓解工资上涨对通胀的压力。因此若着眼于控制通胀的目标，则需要进一步为劳动力需求降温。

图 10：美国劳动参与率（%）以及失业率与职位空缺率的比值



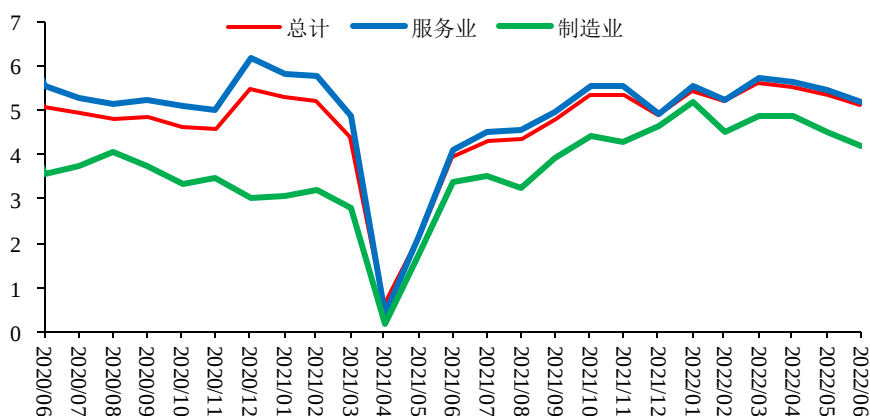
数据来源：Wind，安信证券

因通胀而被受关注的工资数据基本与市场预期相符。6 月平均时薪环比增长 0.3%，较上月下滑 0.1 个百分点；同比增长 5.1%，较上月下滑 0.2 个百分点，远低于 5 月 CPI 同比 8.6%，进而使得通胀对实际收入的削弱，可能会进一步加剧需求放缓的风险。

从行业层面来看，自疫情扰动明显减弱的 4 月以来，制造业时薪环比从 0.5% 放缓至 0%，同比从 4.9% 下滑至 4.2%；服务业时薪环比维持 0.3% 不变，同比从 5.6% 下滑至 5.2%。

其中，教育和医疗、休闲和酒店业的平均时薪环比逆势抬升，分别从 0.4% 和 0.8%、上行至 0.6% 和 1%。在这些行业就业增长较强的条件下，时薪反映出用人需求依然旺盛。这或许对未来一段时间非农就业和工资数据形成支撑。

图 11：美国非农时薪同比，%



数据来源：Wind，安信证券

超预期的 6 月非农数据边际缓解了市场对美国经济衰退的担忧，但同时也为美联储 7 月加息 75BP 进一步夯实了基础。

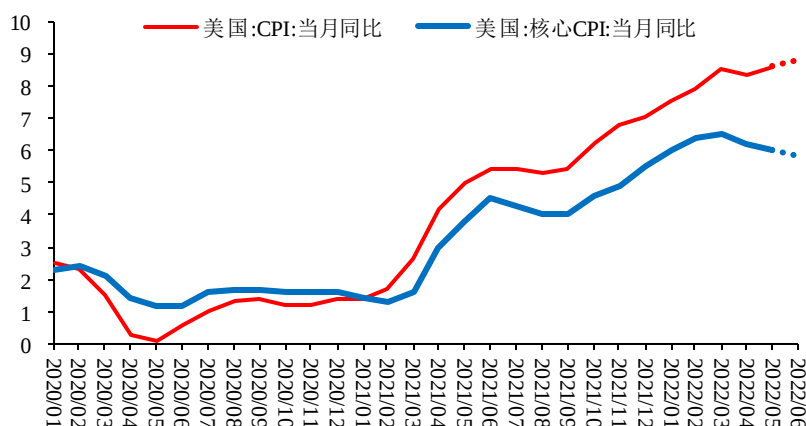
数据公布后，债券市场反应相对敏感，2年期和10年期美债收益率同步上行10BP至3.1%，二者利差近1个月以来维持在0附近；美股市场表现相对平稳，三大股指延续震荡走势；美元指数和黄金大致维持在107和1740美元/盎司左右。

考虑到美联储在6月议息会议的表述，相比起非农数据，短期市场更加关注通胀和通胀预期数据。6月美国密歇根大学通胀预期为5.3%，与上月持平；5年期通胀预期3.1%，较上月抬升0.1个百分点。

而美国CPI数据将于本周三公布，由于6月油价整体居于高位、住房和租金价格相对房地产市场的降温存在时滞，因此市场预期6月CPI同比为8.8%，较5月进一步抬升0.2个百分点；核心CPI同比预期为5.8%，较上月下降0.2个百分点，延续自3月以来的放缓趋势。

合并而言，在失业率居于低位的条件下，通胀和通胀预期将决定美联储短期加息路径，7月和9月依次加息75BP和50BP概率较大。叠加缩表的持续进行，美股估值和美债收益率仍有调整空间。而对美国经济衰退和相应的美联储加息节奏放缓的定价，预计在四季度才有可能成为市场交易的主要方向。

图12：美国CPI同比与核心CPI当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：虚线为市场一致预期

分析师简介

袁方，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

联系人简介

束加沛，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

章森，北京大学经济学院经济学学士和国际商务硕士，曾在北京市发展和改革委员会工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层

邮编: 100034