财政逆周期调节发力推高社融增速，宽信用正加速形成

点评部门：同业市场研究部

联系方式：025-86775792

联系邮箱：zhuyy5@njcb.com.cn

■ **事件：**

5月金融数据整体表现符合预期，M2和社融同比增速均高于去年同期水平。随着国内疫情趋于平稳，企业复工复产加快，货币政策从宽货币向宽信用加速转变。5月M2同比增速11.1%，前值11.1%；M1同比增速6.8%，前值5.5%；新增人民币贷款1.48万亿元，前值1.7万亿元，去年同期1.18万亿元。新增社会融资规模3.19万亿元，前值3.09万亿元，去年同期1.71万亿元。社融存量同比增速12.5%，前值12.0%。

■ **点评：**

1、企业贷款和存款增长均远超去年同期，存款超季节性高增或表明存在套利行为。政策引导下，企业端信贷投放节奏加快，1-5月企业贷款增加7.84万亿，已经达到2019年全年新增企业贷款量的83%。企业贷款结构也延续改善态势，中长期限维持高增。但逐月来看，信贷投放节奏已有所放缓，额度从极度宽松向合理充裕状态转变。企业端存款同样超季节性高增，1-5月合计增加3.84万亿，已经超过去年全年新增规模，一方面企业贷款高增导致存款派生有所走高；另一方面，或表明企业生产投资意愿不足，融入资金转化为存款沉淀，存在资金空转套利现象。

2、居民端表现稳定，杠杆水平未见明显提升。5月居民贷款环比、同比小幅多增，表现较为稳定。结合企业端来看，企业贷款增量和同比多增量均高于居民端，表明企业杠杆上升快于居民杠杆，此轮经济修复依靠的主要是企业部门。

3、政府债券发行是支撑社融的重要因素，但是财政存款高增反应资金使用效率还待提升。5月政府债券发行占当月新增社融的35.7%，远高于前4月14.85%的占比；但从财政存款同比大幅多增的情况来看，财政资金尚未完全形成财政支出投入实体经济；另外据统计，一季度地方政府专项债用作资本金的比例仅12%（低于25%的专项债可用作资本金的水平），后续财政政策发力下政府债券还将继续放量供给，但资金利用效率还需提高。

4、展望后市，政府工作报告中提出“防止资金空转套利”，近期央行在创设直达实体的货币政策工具的同时也多有关注该问题，在稳企业、保就业、防风险、稳汇率等多重目标下，货币政策依然将加大对实体经济的支持服务力度，而重点在于突出结构化、精准化、创新性调节，强调创新直达实体，并对资金空转套利问题进行纠偏。**后续金融数据关注的重点是，总需求水平未有明显回升、而投放量却明显高于去年，如何提高资金的使用效率和控制套利的问题。预计前5月天量信贷投放后，后续增长趋于放缓，银行配置其他资产的能力提升，下阶段供给对债券市场的冲击一定程度将得到缓解。**

■ 正文：

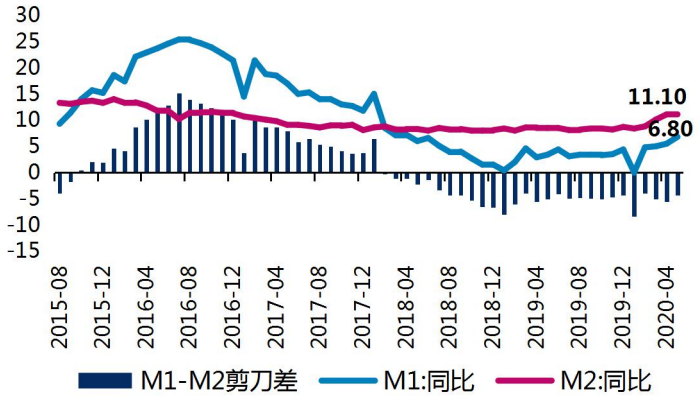
1、M2 增速保持两位数水平，M1-M2 剪刀差收窄。5 月 M2 同比增速持平于 11.1%，M1 继续上升 1.3 个百分点至 6.8%；5 月人民币存款增加 2.31 万亿，环比多增 1.04 万亿，同比多增 1.09 万亿，主要贡献来自财政部门：5 月政府债发行放量叠加集中缴税，财政存款大幅多增，带动人民币存款增量走高，而并未形成银行体系的货币供应量，因此 M2 增速持平于前月，与社融增速产生缺口。相比之下，M1 同比增速继续上升，M1-M2 剪刀差收窄：一方面在央行再贷款投放和信贷支持下，企业贷款高增导致存款派生有所走高；另一方面，与历史高位水平相比，M1 代表的企业经营活力仍然偏弱，受制于盈利预期较差，企业存款增加 8054 亿，同比大幅多增 6783 亿，表明生产投资意愿不足，存在融入资金后转存结构性存款的套利现象。

2、信贷政策继续发力，但投放节奏趋缓，结构延续改善态势。5 月人民币贷款增加 1.48 万亿，呈现出的特点为环比延续回落，而同比继续放量，反映出信贷支持政策持续发力支持社会经济活动回暖，但随着疫情期间集中投放，目前的节奏已有所放缓，信贷额度从极度宽松向合理充裕状态转变。从细项来看，5 月企业贷款增加 8459 亿，环比少增 1104 亿，同比多增 3235 亿，其中中长期贷款延续高增，主要与基建、制造业等项目陆续开工有关。居民信贷表现比较平稳，5 月居民贷款增加 7043 亿，环比多增 374 亿，同比多增 418 亿，反映出居民消费进一步回补，已基本恢复至疫情前水平。综合来看，企业贷款增量和同比多增量均高于居民端，表明企业杠杆上升快于居民杠杆，是加杠杆的主力。另外值得关注的是，5 月票据融资增加 1586 亿，环比少增 2324 亿，同比多增 454 亿，从票据融资环比少增可以看出，部分企业贴现获得低息资金后转存结构性存款的现象引起监管关注，导致票据融资表现较为低迷。

3、政府债券支撑社融增速继续走高，财政逆周期调节发力明显。5 月新增社会融资 3.19 万亿，环比多增 959 亿，同比大幅多增 1.48 万亿；社融存量同比增速 12.5%，创两年以来新高，较上月继续加快 0.5 个百分点。推升社融的主要因素来自表内信贷和政府债券：一是信贷支持下表内信贷增加 1.59 万亿，环比少增而同比仍然多增，反映出信贷支持政策持续发力，

但随着信贷投放基本到位，增速已有所放慢。二是政府债券放量发行，今年下达的地方政府专项债提前批额度需要在 5 月底发行完毕，导致 5 月政府债券增加 1.14 万亿，环比多增 8043 亿，同比多增 7543 亿，新增规模占到新增社融的 35.7%，财政逆周期调节作用发力明显。此外，企业债券融资仅增加 2971 亿，环比大幅少增 6044 亿，同比多增 1938 亿，主要原因在于随着央行货币政策边际略有收紧，债市经历剧烈调整，企业债券交投情绪减弱、发行缩量，取消发行现象不断涌现，造成环比大幅少增，而同比增量逐步回落至正常水平，货币政策重点已有微调。

图 1：M1、M2 同比增速走势



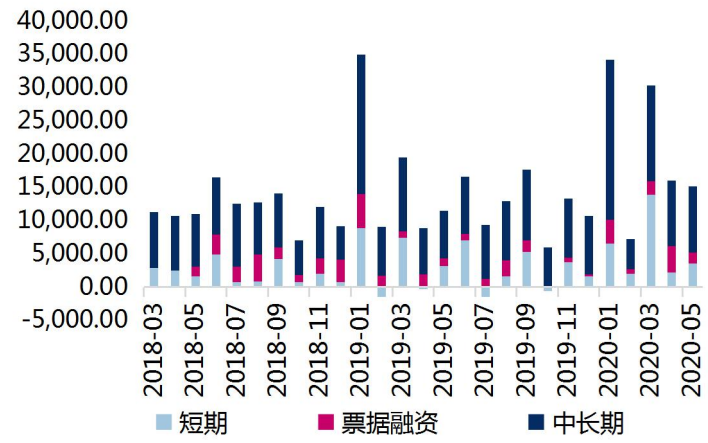
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 2：5 月新增人民币存款细项

	2020-05	环比	同比
新增人民币存款	23,100	10,400	10,900
其中：居民户	4,819	12,815	2,402
非金融性公司（企业）	8,054	-3,646	6,873
财政存款	13,100	12,571	8,251
非银行业金融机构	-6,736	-15,307	-7,145

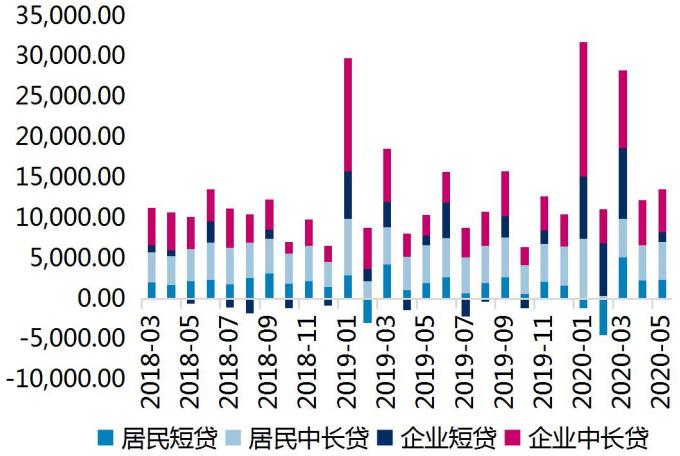
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 3：新增贷款及细项走势（分期限）



数据来源：WIND、同业市场研究部

图 4：新增贷款及细项走势（分部门）



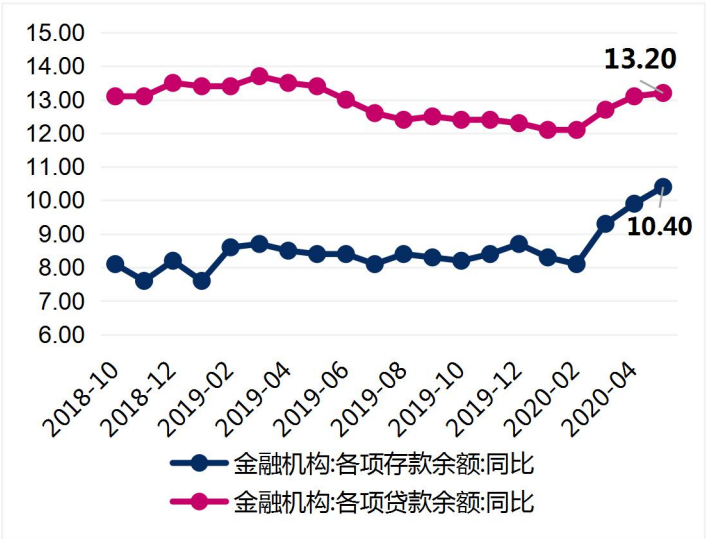
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 5：5 月新增贷款细项

贷款项目	2020-05	环比	同比
新增人民币贷款	14,800	-2,200	3,000
其中：中长期贷款	9,967	31	2,766
短期贷款	3,592	1,374	435
票据融资	1,586	-2,324	454
其中：居民贷款	7,043	374	418
居民：短期	2,381	101	433
居民：中长期	4,662	273	-15
企业和其他部门	8,459	-1,104	3,235
企业和其他部门：短期	1,211	1,273	2
企业和其他部门中长期	5,305	-242	2,781
非银行业金融机构	-660	-1,064	-718

数据来源：WIND、同业市场研究部

图 6：金融机构存贷款余额同比增速走势



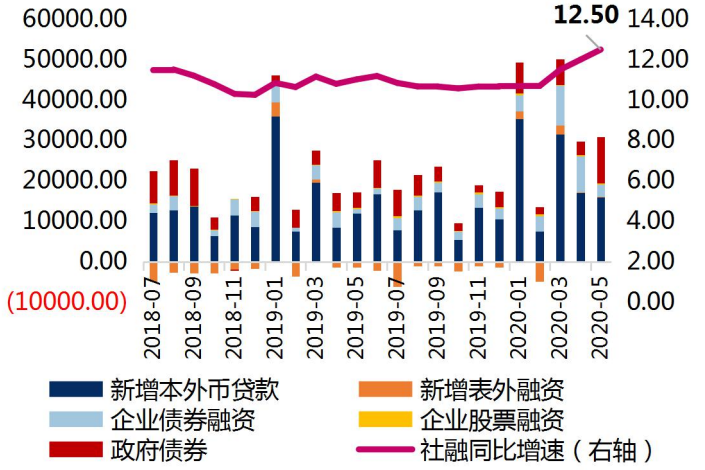
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 7：5 月新增社融细项

当前值		绝对值	
社会融资项目	2020-05	环比	同比
新增社会融资	31900.00	959.00	14776.27
其中：人民币贷款	15500.00	-739.00	3644.54
外币贷款	457.00	-453.00	266.29
委托贷款	-273.00	306.00	358.06
信托贷款	-337.00	-360.00	-285.09
未贴现银行承兑汇票	836.00	259.00	1604.42
企业债券融资	2971.00	-6044.00	1938.10
企业境内股票融资	353.00	38.00	93.77
政府债券	11400.00	8043.00	7543.28

数据来源：WIND、同业市场研究部

图 8：社融增量结构和存量增速走势



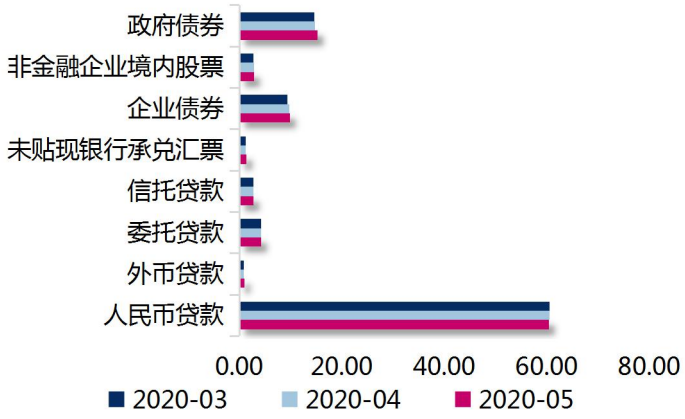
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 9：社融口径历次调整

时间	调整内容
2018.7	将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券指标”
2018.8	将“地方政府专项债券”纳入社融统计
2019.9	将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社融下的“其他融资”
2019.12	将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社融，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标

数据来源：WIND、同业市场研究部

图 10：社融存量细项占比



数据来源：WIND、同业市场研究部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何改变，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为南京银行金融同业部产品策略部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。