东兴证券 DONGXING SECURITIES

信用环境持续宽松，政府债券支撑社融

——2020年5月金融数据点评

2020 年 06 月 11 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布 5 月金融数据，新增社融 3.19 万亿，前值 3.09 万亿，同比多增 1.48 万亿，社融存量同比增长 12.5%，高于上月 12%水平；新增人民币贷款 1.48 万亿，同比多增 2984 亿，委托贷款减少 273 亿，信托贷款减少 337 亿，债券净融资 2971 亿，同比多增 1938 亿，政府债券净融资 1.14 万亿，同比多增 7505 亿。3 月 M2 同比增长 11.1%，较上月持平。

主要观点：

预计货币政策将持续宽松趋势，经济仍在恢复，宽松的信用环境有助于维护经济主体信心，再贷款政策和直达实体的创新融资工具支撑新增信贷数据；但货币政策最宽松的时点已经过去，尤其是近期监管层对结构性存款监管和资金套利的关注，部分企业套利行为受到约束，或将挤压票据融资和短期贷款。下一阶段随着专项债和特别国债的发行，政府债券将会继续放量，继续支撑社融高增长。

1. 信用环境持续宽松

5 月新增人民币贷款 1.48 万亿，同比多增 2984 亿；其中居民端信贷继续修复，短期居民贷款新增 2381 亿，前值 2280 亿，同比多增 433 亿；居民中长期贷款 4662 亿，前值 4389 亿，基本与去年同期持平；逆周期调控政策持续发力，企业信用环境持续宽松，5 月企业短期贷款 1211 亿，前值-62 亿，基本与去年同期持平，企业中长期贷款为 5305 亿，前值 5547 亿，同比多增 2781 亿。

信贷数据显示信用环境延续 4 月宽松状况；居民信贷数量结构基本与上月持平，相对而言短贷新增规模较上月有所增长，部分个体户经营贷款增长和居民消费需求逐渐恢复支撑居民短贷，5 月乘用车环比同比增速均创新高，同比增速达 18 年 6 月以来最高值，各地汽车促销费政策渐显成效。居民长贷数据也而基本与近期房地产市场行情吻合，数据显示前 100 房企 5 月销售金额同比环比均录得两位数正增长，5 月新增居民中长期贷款数据也维持在与去年同期和 4 月持平的较高水平。此外以企业短期贷款和票据融资衡量的企业短期融资需求在 5 月录得年内新低，疫情初期企业短期流动性压力较大，需通过短期信贷缓解资金支出压力，而 2 季度以来随着经济回归常态，企业新增的短期信贷需求也进一步降低。企业中长期贷款依然维持上期同等水平，经济恢复期货币政策有必要为经济主体创造持续宽松的货币及信用环境。

2. 社融新增结构分化

5 月新增社融 3.19 万亿，同比多增 1.47 万亿；宽松的信用环境助力经济供需复苏。存量社融增长 12.5%，较上月高出 0.5 个百分点。从新增社融数据内部结构来看，5 月债市进入调整阶段，市场利率有所上行，10 年期国债利率上行约 20bp，从债券发行市场来看，5 月企业新增债券净融资额为 2971 亿，远低于 3 月、4 月的 9922 亿、9014 亿。与此相反，5 月新增企业债券大增，实现新增额 1.14 万亿，5 月为国债密集供应

期，支撑 5 月新增社融和存量社融高增速。此外分项新增额变化不大，新增委托贷款、信托贷款继续收缩，新增未贴现银行承兑汇票为 836 亿，较去年同期多增 1600 多亿。

6 月初央行创设直达实体经济的融资工具以支持小微企业融资，从而达到有效稳就业的目标，一方面央行为向中小企业延期还本付息的银行等金融机构给与固定比例的流动性奖励，另一方面央行在再贷款额度范围内购买银行对中小微企业信用贷款的方式向经济主体投放信贷资源与流动性，央行精准的向实体经济主体投放信用，此外叠加积极财政政策落地，专项债和特别国债等陆续发行，新增社融或继续维持较高的规模，支撑实体经济走出疫情影响。

3. 实体流动性充裕，货币供给继续高增长

5 月 M2 增速 11.1%，与 4 月持平，M1 增速 6.8%，较上月上升了 1.3 个百分点，M0 增速 9.5%，较上月降低 0.7 个百分点，社融存量增速 12.5%，较上月增长 0.5 个百分点。5 月货币供给数据主要有两个较为明显的变化，首先，5 月 M0 增速大幅下滑，2 月以来 M0 增速维持高增长，与历史上 M0 的季节性波动趋势不符，历年春节期间 M0 高增长，春节后 M0 增速趋势性降低；我们认为春节期间居民企业提现后导致流通中现金流增长，而春节后随着消费流通中现金再转化为银行存款，而疫情阻碍了现金回流这一过程，导致 3 月 4 月流通中现金增速较高，5 月数据或显示随着疫情防控降级，部分消费需求缓慢复苏，流通中现金逐渐回流。其次，5 月 M1 增速回升，较上月上升 1.3 个百分点，结合 M0 增速下降，这意味着活期存款快速增长，实体经济生产经营活动明显回暖。

4. 货币政策持续宽松

货币政策将维持宽松；当前经济仍在恢复过程中，宽松的货币政策能够呵护各经济主体信心、有助于经济快速从疫情的影响中走出来，预计央行将继续通过再贷款及创新货币政策工具维持较为宽松的货币信用环境，支持中小微企业融资，实现“保就业”的目标。

下阶段人民币贷款和国债发行共同支撑高社融新增额；后续随着特别国债和专项债陆续落地，政府债券发行将拉动社融新增额，此外央行再贷款政策仍在陆续推进，预计企业信贷新增额将延续当前宽松局面，直至货币政策方向发生变化，居民信贷需求不低，信用环境将持续宽松。

风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526