宏观经济

财政发力叠加需求修复，信用扩张继续加快

——2020 年 5 月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 1-5 月国内社融增量为 17.36 万亿元，同比多增 5.37 万亿元，增幅为去年全年增幅的 1.7 倍；5 月当月社融增量为 3.19 万亿元，同比多增 1.48 万亿元。社融保持高增，源于财政加快发力，政府债券放量，同时实体投资消费继续修复、央行加大小微企业金融扶持力度，信贷增长也继续超预期。当下，国内经济加快恢复，美联储扩表速度放缓，流动性最宽松阶段或已经过去，货币政策重心由宽货币转向宽信用。具体看：

  社融：政府债券放量是社融高增的主因。5 月财政部推动地方专项债集中发行，政府债券同比多增 7543 亿元，对社融同比增幅的贡献率超五成。此外，央行加大小微企业金融扶持力度，叠加基建等配套融资需求增加，人民币贷款、企业债券分别同比多增 3645 和 1938 亿元，也对社融起到了支撑作用。往后看，预计信贷增长继续保持强势，但政府债券和企业债券融资环比趋弱，6 月社融同比增幅或有所收窄。

  信贷：企业中长贷继续推动信贷总量与结构双改善。5 月金融机构新增人民币贷款 1.48 万亿元，同比多增 3000 亿元。总量继续保持增长，主要源于企业投资和居民消费均持续修复，如分项来看，企业中长贷同比多增 2781 亿元，对信贷的贡献率超九成，受益可选消费修复，居民短贷也同比多增 433 亿元。此外，5 月居民中长贷同比减少 15 亿元，反映资金更多地流向了除房地产外的实体经济部门，同期票据融资规模也有所压降，国内信贷结构继续优化。

  流向：基建资金来源明显改善，房企资金来源继续小幅修复。一方面，政府债券发行放量，流向基建领域的资金明显改善，如 1-5 月与基建相关的政府债券、表外融资和其他部门贷款分别同比多增 12790、1677、452 亿元，增幅较 1-4 月均有所提高。另一方面，流动性宽松和居民积压购房需求释放，房地产融资边际小幅改善。如 1-4 月房地产开发资金来源同比降幅，较 1-3 月继续收窄 3.4 个百分点，房企海外债券融资也明显回暖，但当前居民定金及预收款的降幅仍近 2 成，居民中长贷改善有限，房企融资仅小幅修复。

- **5 月 M2 增速未随社融回升，主因财政存款回升；同期 M1 大幅提高 1.3 个百分点，表明企业经营与居民消费均有所修复。**5 月政府债券发行放量，部分资金下拨存在时滞，财政存款同比多增 8251 亿元，对 M2 形成拖累；但同期信贷、社融继续大幅增加，信用扩张较快，共同支撑 M2 增速持平上月，增长 11.1%。预计 6 月受益国内宽信用延续、经济继续修复、财政存款季节性下降，M2 或继续高位增长 11%左右。另外，企业经营与居民消费边际修复，5 月 M1 大幅提高 1.3 个百分点，但 M1 增幅仍低于 M2，表明企业盈利依旧面临困难。

- **货币最宽松的阶段或已经过去。**国内经济加快恢复，名义 GDP 回升速度要快于 M2 和社融，意味着未来 M2 与名义 GDP 增速差趋于收窄，流动性最宽松的阶段或已经过去。此外，5 月美联储资产负债表扩张规模由前两月超万亿美元降至 4400 亿美元左右，也大概率会带动全球流动性闸门有所调小。未来货币政策重心将由宽货币转向宽信用，强调资金直达实体经济，用于扩大有效需求。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、财政发力叠加需求修复，国内信用扩张继续加快 3
（一）社融：政府债券放量是社融高增的主因 3
（二）信贷：企业中长贷继续推动信贷总量与结构双改善 4
（三）流向：基建资金来源明显改善，房企资金来源继续小幅修复 5
二、财政存款增加致 M2 持平上月，企业经营和消费改善推动 M1 回升 6
（一）财政存款回升，M2 增速持平上月为 11.1% 6
（二）企业经营与居民消费修复，M1 大幅提高 1.3 个百分点 7
三、货币最宽松的阶段或已经过去 8

正文：

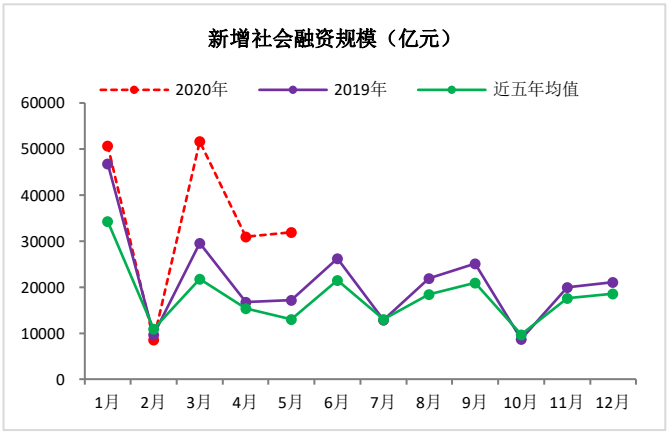
事件：2020 年 5 月份，社融增量为 31900 亿元，较上年同期多增 14776 亿元；新增人民币贷款 14800 亿元，较上年同期多增 3000 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 6.8%、11.1%，增速较上月末分别高 1.3 个百分点和持平，比上年同期分别高 3.4 和 2.6 个百分点。

一、财政发力叠加需求修复，国内信用扩张继续加快

（一）社融：政府债券放量是社融高增的主因

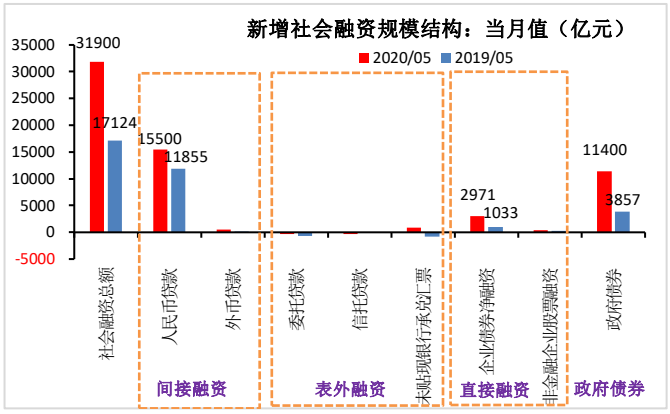
5 月国内社会融资（简称社融，下同）增量为 3.19 万亿元，同比多增 1.48 万亿元（见图 1）；存量增速升至 12.5%，较上月提高 0.5 个百分点。分项看，为尽快扩大有效投资，对冲疫情带来的总需求不足问题，财政部推动地方政府专项债加快发行，政府债券同比多增 7543 亿元，是本月社融保持高增的最主要贡献因素；为落实“六保”任务、稳住更多企业“基本盘”，央行持续加大中小微企业金融扶持力度，叠加基建等配套融资需求增加，人民币贷款（社融口径）、企业债券分别同比多增 3645 和 1938 亿元，也对社融起到了重要支撑作用（见图 2）。此外，其他分项中，未贴现银行承兑汇票同比增加 1446 亿元，主要源于去年同期基数较低和国内宽信用大环境；信托贷款为唯一同比减少分项，则与近期信托监管新规落地相关（见图 2）。

图 1：新增社会融资规模



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：5 月新增社会融资规模结构



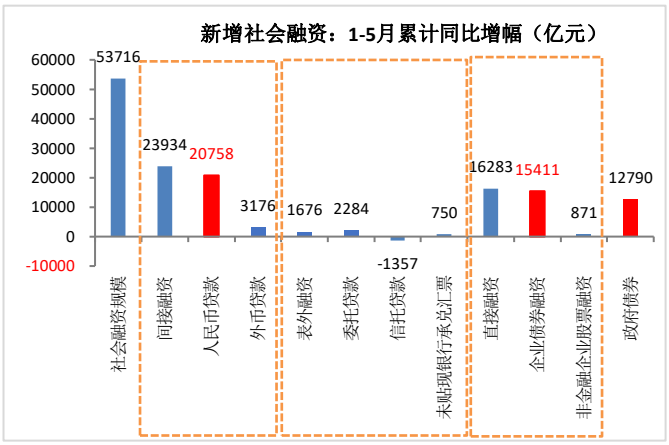
资料来源：WIND，财信研究院

从累计数据看，1-5 月社融增量为 17.36 万亿元，同比多增 5.37 万亿元，增幅为去年全年增幅的 1.7 倍。其中，人民币贷款（社融口径）、企业债券、政府债券分别同比多增 20758、15411 和 12790 亿元，合计贡献率超九成（见图 3）。

预计 6 月社融依旧维持高位水平，但同比增幅或有所收窄，理由有三：**一是政府债券的支撑将边际趋弱**。5 月政府债券净融资规模创下历史新高，后续随着专项债发行边际放缓，其同比增幅收窄为大概率事件，如年内专项债剩余额度约 1.6 万亿，按九月底全部发完估算，6-9 月月均新增规模约 4000 亿元，远低于本月近万亿的规模；此外 6 月政府债券基数相对偏高，也不利于其同比多增较多（见图 4）；**二是企业债券的贡献或**

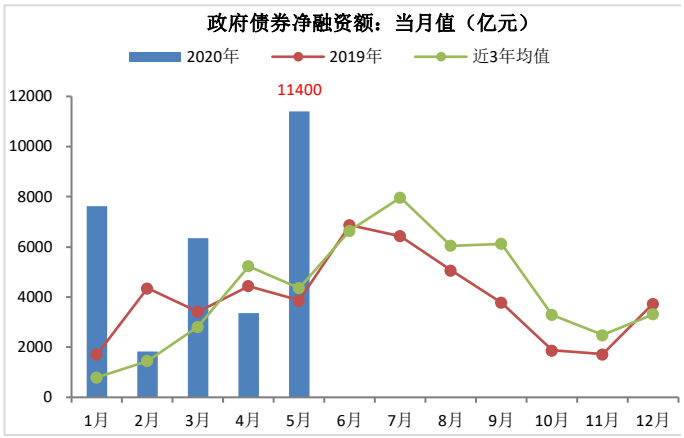
有所减小，一方面债市调整、央行整顿资金套利，企业举债融资意愿或下降，另一方面 1-5 月国内企业债券净融资同比多增 1.5 万亿以上，已超过央行引导公司类债券净融资比上年多增 1 万亿的目标，后续增长动力或有所弱化；**三是信贷对社融的支撑仍偏强，**当前央行仍有万亿再贷款再贴现额度待投放，政策性银行需在 6 月底前落实到位 3500 万专项信贷额度，叠加全年近 7 万亿普惠小微企业贷款延期支持目标、1 万亿普惠小微企业信用贷款支持计划等，均有利于信贷增加。

图 3：1-5 月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：政府债券净融资额：当月值

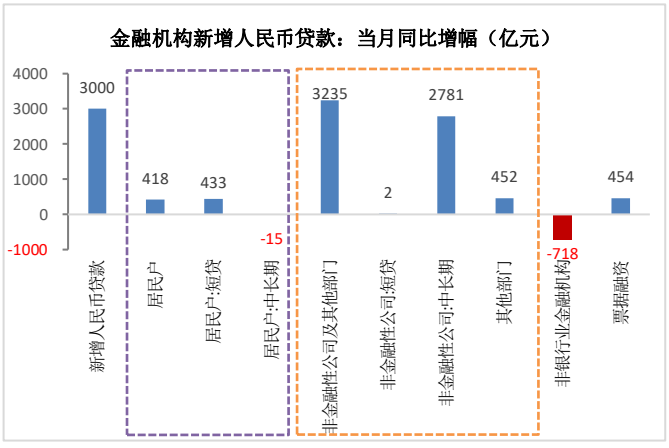


资料来源：WIND，财信研究院

（二）信贷：企业中长贷继续推动信贷总量与结构双改善

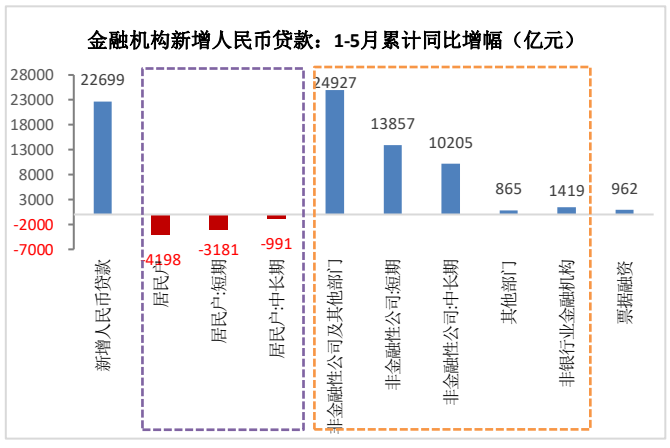
5 月金融机构新增人民币贷款 1.48 万亿元，同比多增 3000 亿元（见图 5）。总量继续保持增长，主要源于企业投资和居民消费均持续修复，如企业部门贷款同比多增 3235 亿元（其中，中长贷同比多增 2781 亿元，贡献率超九成），居民部门贷款同比多增 418 亿元。

图 5：金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：金融机构新增人民币贷款：1-5 月累计同比增幅

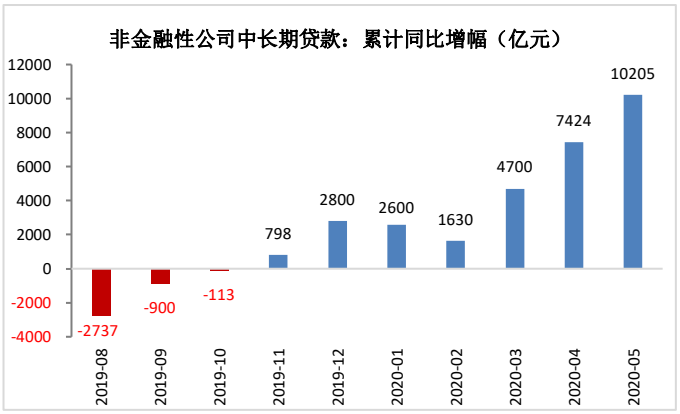


资料来源：WIND，财信研究院

国内信贷结构也继续优化。**首先，非金融企业中长期贷款增加较多，居民中长期贷款同比减少。**如 5 月国内中长期贷款同比多增 2766 亿元，其中，非金融企业同比多增

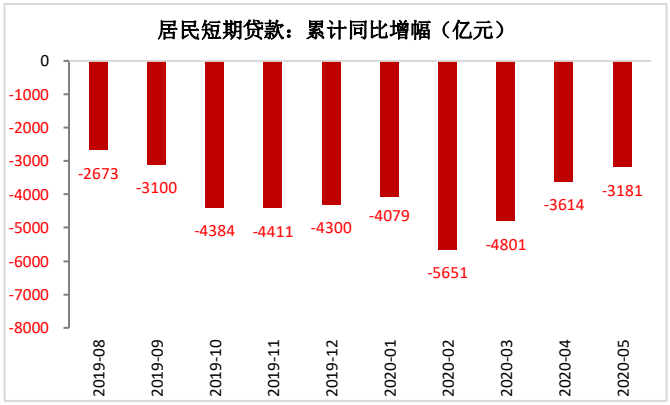
2781 亿元（见图 7），居民部门同比减少 15 亿元。企业和居民中长贷一增一减，反映出国内信贷资源更多流向了实体经济部门，企业中长贷大幅增长与 MPA 增加制造业中长期贷款考核指标、基建配套融资需求增加相关；“房住不炒定位”下，商业银行对房地产相关的信贷投放仍持谨慎态度。**其次，短贷及票据融资小幅改善，表现为居民短贷持续修复，企业票据融资增幅收窄。**一方面，国内抗疫限制逐步松绑，叠加一揽子消费刺激推出，居民消费修复逐渐由食品饮料、医药等必需品，向汽车等耐用品和服务消费品扩散，5 月居民短贷同比多增 433 亿元，呈持续改善态势（见图 8）。另一方面，近期央行加大力度打击企业通过低息票据融资，再购买高利率结构性存款的资金套利行为，5 月票据融资绝对规模较上月收缩一半以上，同比增幅也由上月的 2036 亿元收窄至 454 亿元，预计严监管叠加市场利率上行后套利空间收窄，未来数月票据融资或继续降温。

图 7：非金融性公司中长期贷款：累计同比增幅



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：居民短期贷款：累计同比增幅



资料来源：WIND，财信研究院

从累计数据看，我们基本可以得到与上述分析完全一致的结论，但值得引起重视的是，前五个月居民部门信贷依旧维持收缩，与整体信贷扩张形成鲜明对比，表明居民消费和购房需求的回暖偏慢，消费对经济的支撑短期或有限。具体看数据，1-5 月金融机构新增人民币贷款 10.3 万亿元，同比多增 2.3 万亿元；同期居民短贷和中长期贷款分别同比减少 3181 和 991 亿元，维持收缩态势（图 6）。

（三）流向：基建资金来源明显改善，房企资金来源继续小幅修复

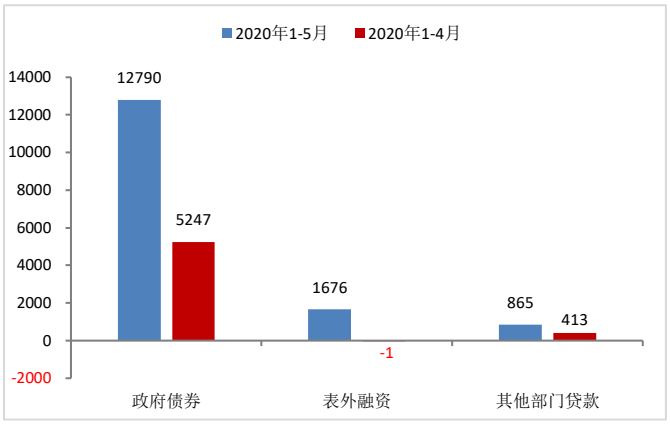
政府债券发行放量，流向基建领域的资金明显改善。如与基建相关的资金，即政府债券（包括国债、地方政府债券）、表外融资以及表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同），1-5 月分别同比多增 12790、1677、452 亿元，增幅较 1-4 月均有所提高（见图 9）。考虑到海外疫情仍未明显缓解、叠加大国贸易摩擦升温，外需持续堪忧，同时国内“房住不炒”定位、消费回暖相对偏慢，“两新一重”为主的基建补短板、稳增长重要性大幅提升，预计流向基建领域的资金将持续改善。

流动性宽松和居民积压购房需求释放，房地产融资边际小幅改善。1-4 月房地产开发资金来源同比下降 10.4%，降幅较 1-3 月继续收窄 3.4 个百分点（见图 10）。从分项来看，1-4 月国内贷款、自筹资金和个人按揭贷款改善较多，降幅均已收窄至 6%以内；同

期定金及预收款的降幅仍高达 18.9%，是拖累房企资金来源负增长的主因。另外，根据 wind 统计数据，5 月内地房企海外债券融资也再度重启，由上月的 0 亿美元增至 57.2 亿美元（见 11）。

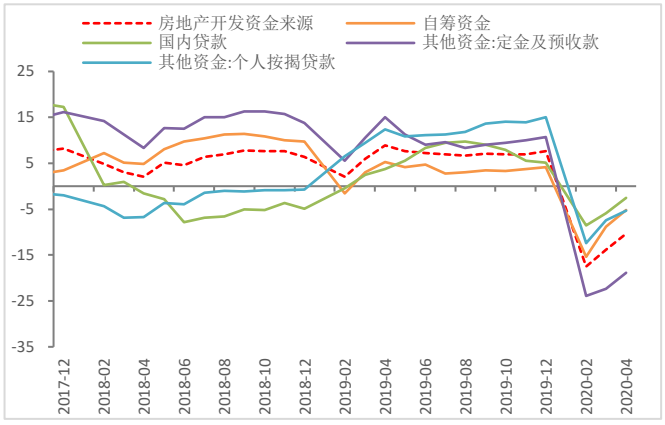
房企融资边际持续改善，原因有三：一是疫后国内经济、生活加快恢复，叠加多数房企降价促销去库存，居民积压购房需求逐步释放，带动房企资金回笼；二是当前国内流动性维持充裕，企业融资成本有所降低，房企信贷和债券融资均趋于改善；三是随着国内 LPR 利率下调，居民住房贷款利率也持续回落，推动个人按揭贷款改善，如根据融 360 监测数据，国内首套和二套房贷款平均利率，分别由 2019 年末的 5.54%和 5.85%，降至 2020 年 4 月的 5.32%和 5.63%，5 月份其监测的 41 个城市中，39 个城市首二套房贷款利率均继续环比下调。但整体上，“房住不炒”定位下，商业银行对房地产相关贷款投放仍偏谨慎，5 月居民中长贷也未出现明显修复。

图 9：流向基建领域资金同比增幅（亿元）



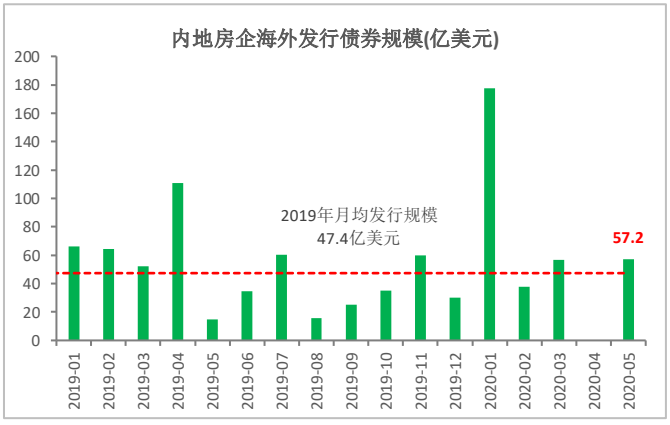
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：房地产开发资金来源构成及增速（%）



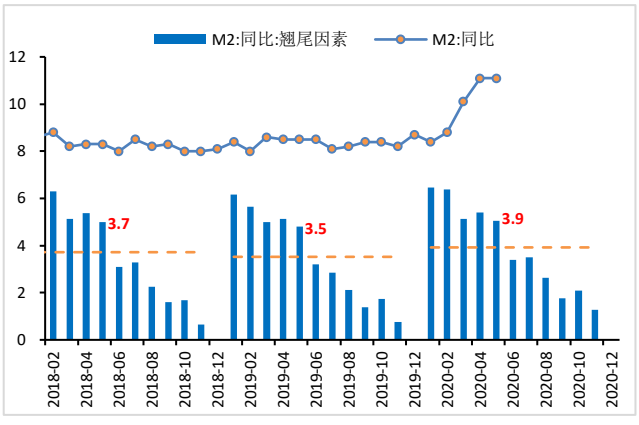
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：内地房企海外发行债券规模(亿美元)



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：5 月 M2 翘尾因素小幅降至 5.0



资料来源：WIND，财信研究院

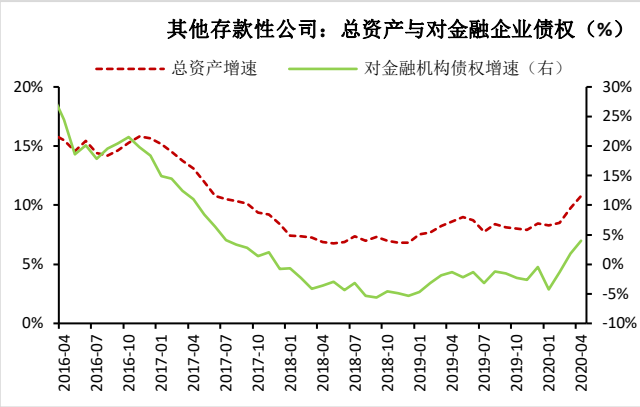
二、财政存款增加致 M2 持平上月，企业经营和消费改善推动 M1 回升

（一）财政存款回升，M2 增速持平上月为 11.1%

5 月 M2 同比增长 11.1%，增速持平上月，未随社融继续上行（见图 12），原因有三：一是财政存款同比多增 8251 亿元，达到 13100 亿元，对 M2 形成拖累，其中财政存款增加有季节性和企业推迟缴纳税费的因素，此外当月政府债券发行放量，部分资金拨付存在一定时滞，也会导致财政存款增多；二是国内新增贷款继续同比多增 3000 亿元，贷款创造存款的信用货币创造较快，对 M2 形成支撑，反映到金融机构资产负债表上，表现为其他存款性公司总资产和对金融机构债权增速均持续明显提升，如两者分别由 2019 年末的 8.4%、-0.5%，增至 2020 年 4 月末的 10.8%和 3.9%（见图 13）；三是金融机构投资活动增加，也有利于 M2 维持高速增长，如 4 月份商业银行的债券投资增速维持高位，股权投资增速（见图 14）已由负转正，5 月份这一趋势大概率延续。

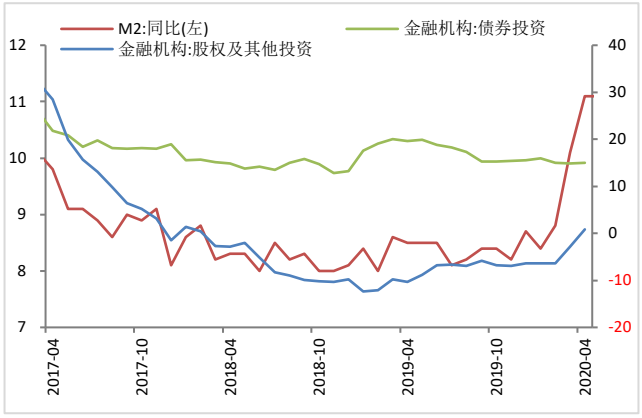
6 月份，M2 翘尾因素降低 1.7 个百分点，不利于 M2 提高；但根据历史经验，财政存款将环比明显回落，且随着一大波宽信用货币政策举措加快落地，企业投资和居民消费持续恢复，预计信贷增速或维持高位，均利于 M2 稳定。预计 6 月份，M2 增长 11%左右。

图 13：存款性公司总资产与对金融企业债权增速回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 14：金融机构股权、债权投资增速与 M2 增速



资料来源：WIND，财信研究院

展望 2020 年，全年 M2 翘尾因素比 2019 年提高 0.4 个百分点（见图 12），有利于 M2 增速的提高；受疫情在全球持续蔓延影响，国内经济面临的挑战前所未有，为实现“六稳”+“六保”目标，保障就业稳定大局，预计货币政策逆周期力度会持续加大，M2、社融高于名义 GDP 增速将贯穿全年，预计 M2 全年约增长 11%左右。

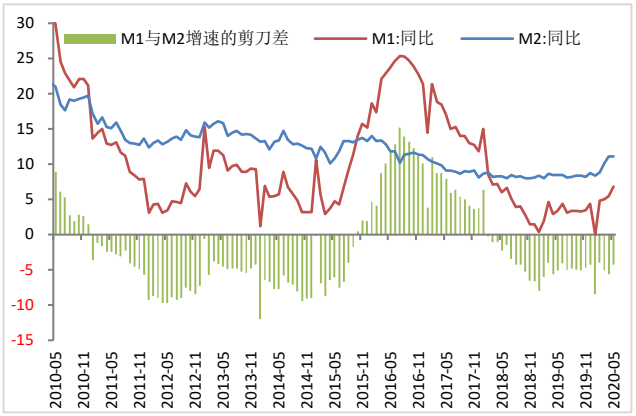
（二）企业经营与居民消费修复，M1 大幅提高 1.3 个百分点

5 月 M1 同比增长 6.8%，较上月大幅提高 1.3 个百分点（见图 15）。其中，单位活期存款占 M1 的比重超 80%，是主导 M1 走势的关键，其增速由 4 月的 4.7%提高至 5 月的 6.3%，是 M1 提高的主因。根据历史经验，企业经营活动越好，现金和资金流越多，活期存款也就越多，导致 M1 增速越高。因此，5 月 M1 增速提背后高，源于企业经营活动趋于好转；同时居民消费恢复也有利于企业资金回笼。

但与 M2 增速相比，M1 增幅较低，一是反映逆周期调节力度加大，信用创造加快，贷款创造存款机制在加速，M2 增速得以加快提高；二是反映企业盈利较为困难，社会

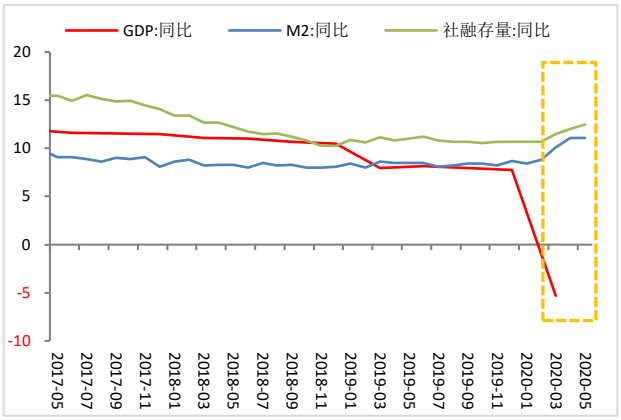
中充裕的流动性资金，更多地以居民储蓄存款和企业定期存款形式存在，资金“窖藏”在实体经济中，如工业企业盈利较为困难的 2018-2019 年、2011-2015 年，M1 与 M2 的剪刀差均为负。预计随着疫后复工复产和逆周期调节力度加大，M1 增速提高的趋势将会延续。

图 15：M1 与 M2 的剪刀差



资料来源：WIND，财信研究院

图 16：M2 和社融增速明显高于名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

三、货币最宽松的阶段或已经过去

面对疫情前所未有的冲击和海外经济环境变化，2020 年政府工作报告指出，要引导 M2 和社融规模明显高于去年，考虑今年名义 GDP 回落较多难以避免，预计年内广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速将明显高于名义 GDP 增速（见图 16），全年流动性宽松总基调没有发生改变。

但随着刺激政策逐步落地、抗疫封锁边际放松，国内经济加快恢复，名义 GDP 回升速度要明显快于 M2 和社融增速，意味着 M2 与名义 GDP 增速差趋于收窄，流动性最宽松的阶段或已经过去。此外，美联储于今年 3-4 月大幅扩表约 2.5 万亿美元，进入 5 月份其资产负债表的扩张规模已收缩至 4400 亿美元左右，也大概率会带动全球流动性闸门有所调小。近期央行加大力度打击资金空转套利、压降结构性存款，创新两大直达实体经济的货币政策工具，支持普惠型小微企业增加信用贷款和延期偿还贷款本金，也均表明货币政策重心已由宽货币向宽信用转变，强调资金要直达实体经济，用于扩大有效需求。

预计下一阶段，**量的方面**，央行全面和定向降准次数会有所减少，货币投放更多依赖于直达实体经济工具实现，如加快落实近万亿再贷款再贴现额度、推动普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划发挥积极作用；但未来政府债券供给压力仍大，为配合财政发力，不排除在某个合适的点，央行再度重启降准工具。**价的方面**，为落实政府工作报告推动利率持续下行任务，预计央行将继续下调政策利率，降低 LPR 利率。值得注意的是，降低贷款利率的过程中，银行需要继续合理让利，压缩利润空间，树立金融机构与贷款企业共生共荣的意识，通过减小 LPR 与 MLF 政策利率之间的利差、削

减贷款利率和 LPR 利率之间的利差、降低贷款附加费用等多种方式，降低企业综合融资成本。

从对资本市场的影响看，短期债市面临债券供给增加、基本面边际好转、通胀回落等因素的扰动，资金面波动或加大，但一旦出现持续超调，则意味着机会，货币宽松大环境未发生变化；实体企业融资条件宽松，信贷可得性大幅提高，叠加房住不炒和央行压降结构性存款，流动性对股市影响偏正面，但海外权益市场调整、中美贸易摩擦升温等风险亦值得高度警惕。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。