宏观研究

5月信贷社融释放的几个信号

——5月金融数据点评

宏观事件点评 2020年6月11日

报告摘要：

- **企业中长贷推高信贷增速**

  5月各项贷款余额增速继续回升0.1个百分点至13.2%，连续第3个月回升。新增人民币贷款1.48万亿，略高于预期，同比多增3000亿。其中，企业中长贷同比多增2781亿元，占同比增量的绝大部分。居民短贷和中长贷、企业短贷和票据融资都同比变动不大。

- **地方专项债推高社融增速**

  5月社融存量增速继续回升0.5个百分点至12.5%，延续了疫情后的快速增长势头，增速创过去两年新高。5月新增社融3.19万亿，略高于预期，同比多增1.48万亿，其中政府债券同比多增7500亿，占比超过一半。这其中，完全可归于地方专项债的贡献，5月地方专项债融资同比多7600亿。

- **货币创造力度边际减弱**

  货币创造力度边际减弱。5月M2增速11.1%，持平上月，略低于预期。与此同时，两个现象值得注意：一是专项债集中发行下5月新增财政存款达1.31万亿，创有数据以来之最；二是银行对非银机构贷款减弱，相应地，5月非银机构存款减少6736亿元。综合判断，货币创造力度边际减弱的主要原因在于流动性边际收紧，事实上，5月R007均值较上月上升了8bp。

- **6月资金面可能会比5月宽松**

  6月资金面可能会比5月宽松。5月M2增速较低的原因之一在于大量政府债券发行融的资金并未及时通过财政开支花出去，而是通过财政存款留在政府部门（一般来说存在央行），这就对银行流动性造成抽离，限制货币创造功能，同时也导致5月资金利率处于较高水平。6月来看，随着这部分财政存款转化为财政开支，流动性将重新注入银行体系中，届时资金压力会得到缓解，DR007中枢值有望边际下降。

- **风险提示：** 6月财政开支低于预期、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127730
邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

6 月 10 日，央行公布 5 月金融数据：

5 月新增人民币贷款 14800 亿元，预期 14192 亿元，前值 17000 亿元。

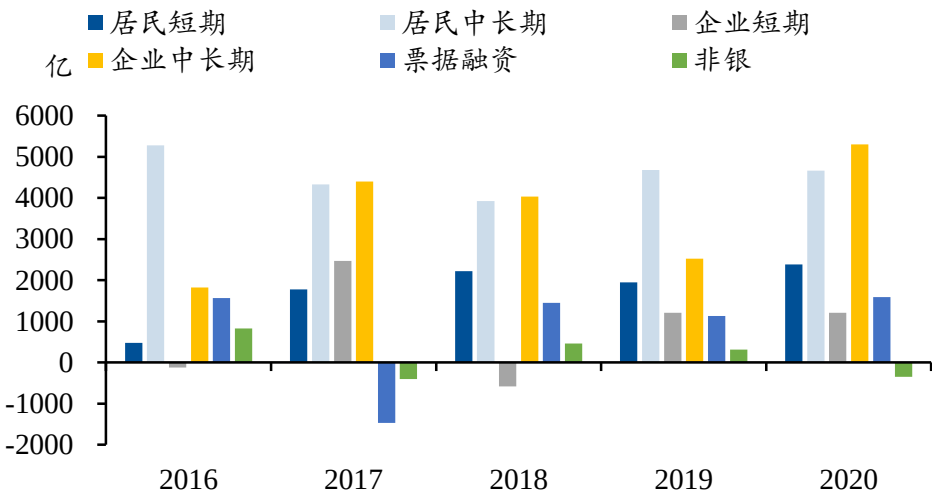
5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，预期 2.83 万亿元，前值 3.09 万亿元。

5 月 M2 同比增长 11.1%，预期 11.2%，前值 11.1%。M2 同比增长 6.8%，前值 5.5%。

一、 数据表现：政府债券发行放量是社融拉动项

特征一 ,企业中长贷推高信贷增速。5 月各项贷款余额增速继续回升 0.1 个百分点至 13.2%，连续第 3 个月回升。新增人民币贷款 1.48 万亿，略高于预期，同比多增 3000 亿。其中，企业中长贷同比多增 2781 亿元，占同比增量的绝大部分。居民短贷和中长贷、企业短贷和票据融资都同比变动不大。

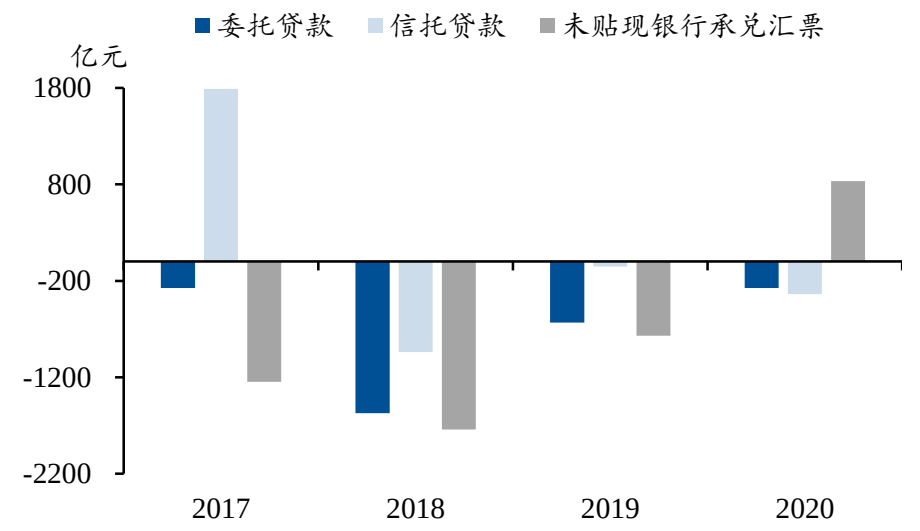
图 1：5 月份企业中长期信贷放量明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

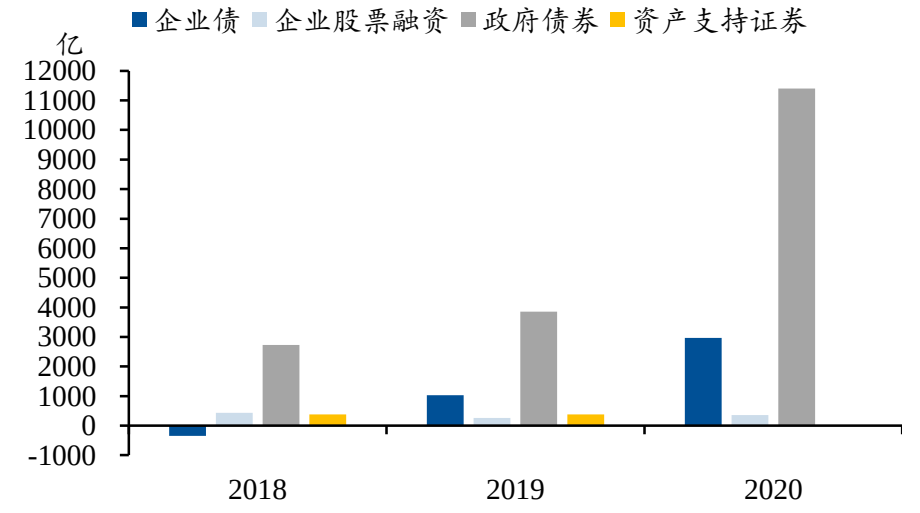
特征二，地方专项债推高社融增速。5 月社融存量增速继续回升 0.5 个百分点至 12.5%，延续了疫情后的快速增长势头，增速创过去两年新高。5 月新增社融 3.19 万亿，略高于预期，同比多增 1.48 万亿，其中政府债券同比多增 7500 亿，占比超过一半。这其中，完全可归于地方专项债的贡献，5 月地方专项债融资同比多 7600 亿。

图 2：5 月份非标融资正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

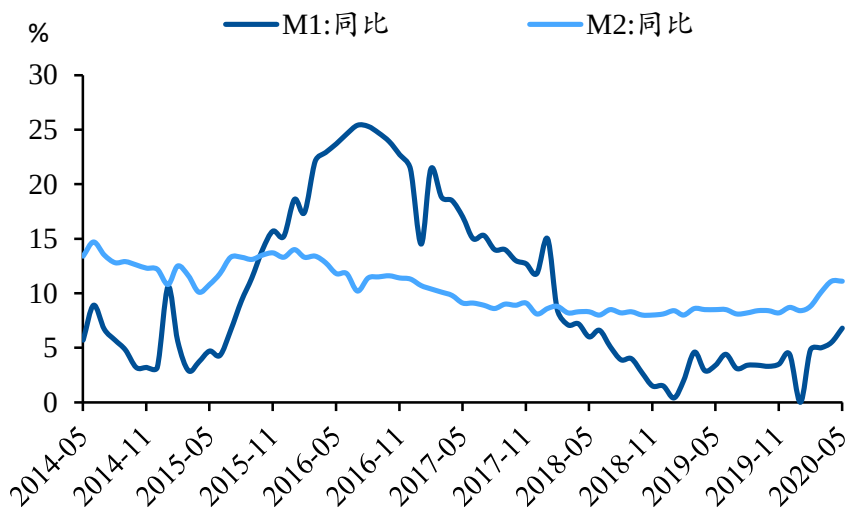
图 3：5 月份政府债券发行放量



资料来源：Wind，民生证券研究院

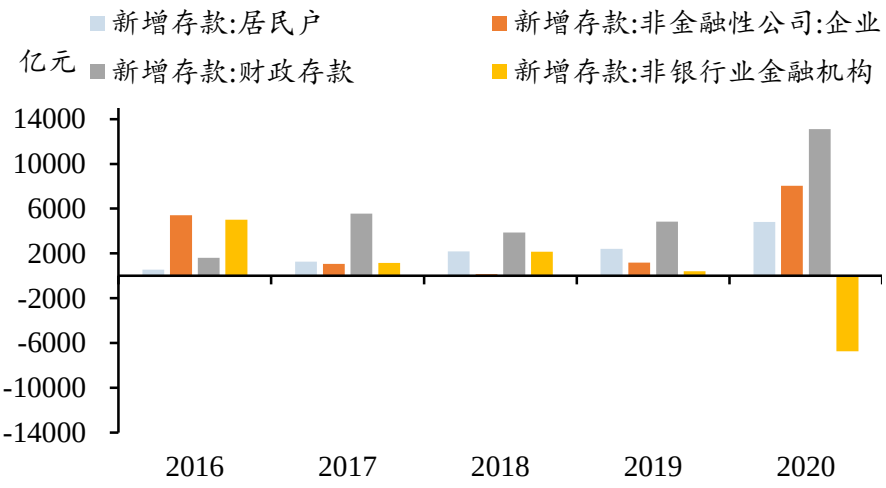
特征三，货币创造力度边际减弱。5 月 M2 增速 11.1%，持平上月，略低于预期。与此同时，两个现象值得注意：一是专项债集中发行下 5 月新增财政存款达 1.31 万亿，创有数据以来之最；二是银行对非银机构贷款减弱，相应地，5 月非银机构存款减少 6736 亿元。综合判断，货币创造力度边际减弱的主要原因在于流动性边际收紧，事实上，5 月 R007 均值较上月上升了 8bp。

图 4：M1 增速回升，实体企业经营活力有所恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：5 月财政存款大幅上升，对流动性造成一定冲击

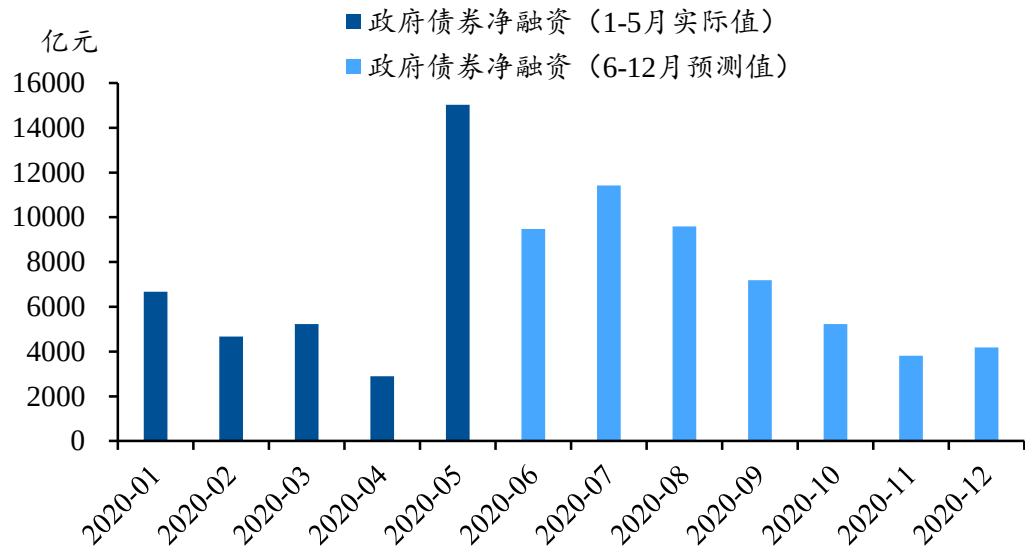


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、数据背后：未来几个月政府债券供给仍会很高

未来几个月政府债券供给仍会很高。由于政府债券融资分布具有季节性，往年一般都是二三季度多，一四季度少，故按照往年平均比例来预测今年下半年政府债券净发行，假定今年政府债券净融资为 8.51 万亿元(3.76 万亿财政赤字+3.75 万亿地方专项债+1 万亿特别国债），6-12 月剩余融资规模大约 5 万亿元左右，则 6-12 月个月政府债券净融资规模如下图所示，可以看出 6-8 月仍有较多利率债供给量。这会吸收一部分银行间流动性，预计届时央行会通过公开市场操作或降准来对冲。

图 6：未来几个月政府债券发行规模预计仍然保持高位

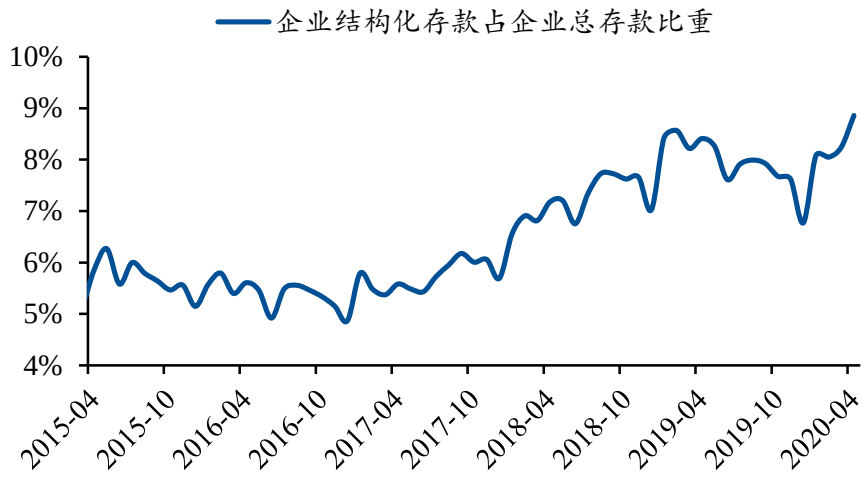


资料来源：Wind，民生证券研究院

6 月资金面可能会比 5 月宽松。5 月 M2 增速较低的原因之一在于大量政府债券发行融的资金并未及时通过财政开支花出去，而是通过财政存款留在政府部门（一般来说存在央行），这就对银行流动性造成抽离，限制货币创造功能，同时也导致 5 月资金利率处于较高水平。6 月来看，随着这部分财政存款转化为财政开支，流动性将重新注入银行体系中，届时资金压力会得到缓解，DR007 中枢值有望边际下降。

央行可能以更加市场化的方式来促使银行成本下降。央行在货政报告中指出：“随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。从实际情况看，银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行，存款利率与市场利率正在实现。”可见在很大程度上央行更倾向于优先通过市场化的手段降低银行负债端成本。一方面是督促银行压缩存款利率上浮比例，另一方面是打击结构性存款等高息揽储行为，避免银行存款大战。因此未来来看，银行存贷款利率均有下降空间。

图 7：打击结构性存款的目的在于限制银行高息揽储行为

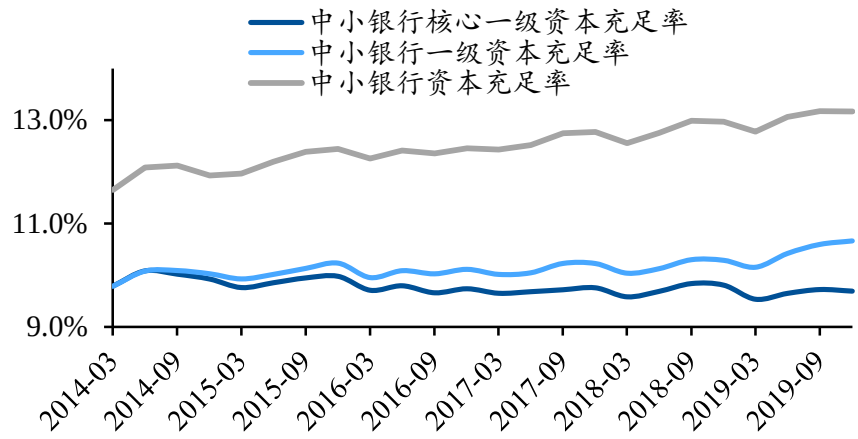


资料来源：wind，民生证券研究院

三、未来展望：下半年社融增速预计先高后低

中小银行普遍缺核心一级资本。商业银行补充资本依靠以留存收益为主的内源融资和依靠股权融资和发行二级资本债为主的外源融资。内源融资主要取决于盈利情况。对于核心一级资本而言，上市银行可以通过 IPO、定增、配股、可转债等方式来融资，但非上市银行更多只能通过盈利来融资。当瞎来看，相比其他一级资本和二次资本而言，中小银行更缺核心一级资本，对于非上市中小银行而言，一旦盈利削弱，其核心一级资本金增长必然受到制约，进而会影响其信用扩张能力。

图 8 中小银行核心一级资本充足率仅略高于监管线



资料来源：Wind，民生证券研究院

预计下半年社融增速先高后低。给定两会确定的财政目标，预计三季度政府债券发行继续放量，成为社融拉动项。另一方面，下半年核心一级资本充足率对中小银行宽信用的约束可能将逐渐体现。综合测算后，我们预计下半年社融增速处于 12.5%-13%，呈现先冲高后回落的走势。

风险提示

6 月财政开支低于预期、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：5 月份企业中长期信贷放量明显 2
图 2：5 月份非标融资正增长 3
图 3：5 月份政府债券发行放量 3
图 4：M1 增速回升，实体企业经营活力有所恢复 4
图 5：5 月财政存款大幅上升，对流动性造成一定冲击 4
图 6：未来几个月政府债券发行规模预计仍然保持高位 5
图 7：打击结构性存款的目的在于限制银行高息揽储行为 6
图 8 中小银行核心一级资本充足率仅略高于监管线 7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。