撰写日期：2020 年 6 月 10 日　　证券研究报告—宏观策略点评报告

从“宽货币”到“宽信用”

——2020 年 5 月份金融数据点评

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震
执业证书编号：S0890517100001
电话：021-20321005
邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

1 《1 月份数据表现良好，后续重点关注政策对疫情的对冲——2020 年 1 月份金融数据点评》 2019-12-10
1 《逆周期调节下金融数据回暖——11 月份金融数据点评》 2019-12-10
2 《剔除季节性因素，仍有点弱——10 月份金融数据点评》 2019-11-11
3 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9 月份金融数据点评》2019-10-15
4 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7 月份金融数据点评》 2019-08-12
5 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6 月份金融数据点评》 2019-07-13
6 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10 月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
7 《非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6 月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
8 《定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

投资要点：

◆ **事件：**2020 年 6 月 10 日，央行公布 2020 年 5 月份金融数据：5 月份，新增社融规模 3.19 万亿元，同比多增 1.48 万亿元。5 月末，社融存量同比增长 12.5%，较上月回升 0.5 个百分点。5 月份，新增人民币贷款 1.48 万亿元，同比多增 6800 亿元。5 月末，M2 同比 11.1%，与 4 月末持平；M1 同比 6.8%，增速较 4 月末回升 1.3 个百分点。。

◆ **对此，我们的点评：金融数据总量改善幅度边际放缓，结构改善成为重心。**总体上看，5 月份的金融数据总体符合市场预期，伴随着政策的持续发力和经济社会生活的恢复的逐步深化，社融数据和信贷数据的总量在持续好转，但好转的边际速度在下降，以信贷数据为例，信贷增量虽然仍是同比多增，但多增量自 3 月份以来是逐步下降的。但是结构在持续改善，中长期的贷款持续回升，但短期的信贷数据则相对偏弱。也反应出了政策从“宽货币”到“宽信用”的逐步转变，有疫情期间的“救急”模式逐步向激发经济主体内生增长动能的模式。当前政策继续支持“宽信用”，推动经济逐步好转。不过，与过去几次信用扩张周期不同，当前“房住不炒”的政策背景下，房地产在本轮信用扩张周期中不起主导作用，本轮的信用扩张主要政府和实体企业，因此整体上经济的恢复过程与以往相比会相对缓慢。

◆ **风险提示：经济改善的“斜率”不及预期，中美之间的摩擦加大。**

事件：

2020 年 6 月 10 日，央行公布 2020 年 5 月份金融数据：

5 月份，新增社融规模 3.19 万亿元，同比多增 1.48 万亿元。5 月末，社融存量同比增长 12.5%，较上月回升 0.5 个百分点。

5 月份，新增人民币贷款 1.48 万亿元，同比多增 6800 亿元。

5 月末，M2 同比 11.1%，与 4 月末持平；M1 同比 6.8%，增速较 4 月末回升 1.3 个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 社融的高增主要由政府债券大规模发行拉动

5 月份的金融数据继续保持在较高的位置。5 月份，新增社融规模 3.19 万亿元，同比多增 1.48 万亿元，明显高于以往的 4 月份的数据。4 月末，社融存量同比增长 12.5%，较上月回升 0.5 个百分点。当前的社融增速大幅高于当前的名义 GDP 增速。

同比新增的拉动项主要是政府债券、人民币贷款、企业债券和票据融资。具体来看，

5 月份，新增地方政府债券 1.14 万亿，同比多增 7543 亿元。主要和地方政府专项债和国债在 5 月份的集中发行有关。5 月 6 日召开的国务院常务会议指出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再按程序提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕，因此 5 月份地方政府专项债大规模地发行。此外，5 月份的国债发行规模也较大，国债和专项债 5 月份发行的净规模合计高达 1.5 万亿左右，其中有部分在月底发行的规模会记在下个月的社融数据中，而在本月的数据中则没有体现。

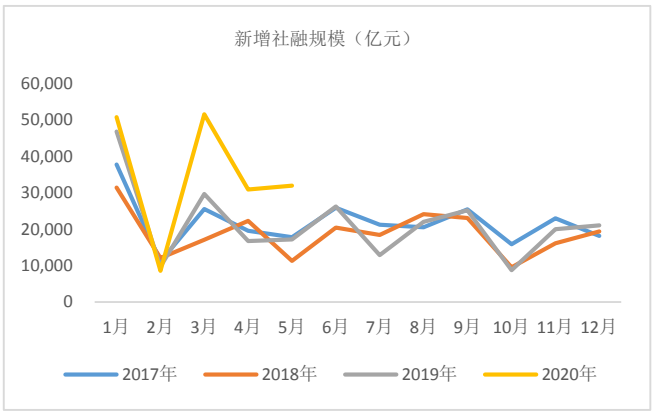
受资金面的收紧影响，5 月份债券市场出现了较大幅度的调整，企业债券的发行也受到了一定的影响，5 月份企业债券发行规模 2971 亿元，较上个月减少 6044 亿元，但是同比增加 1938 亿元。

5 月份，新增人民币贷款 1.55 万亿，同比多增 3645 亿元，人民币贷款依然旺盛，一是与逆周期调节政策的持续发力有关，二是与疫情逐步平息之后基建等项目快速开工和赶工，三是社会生活逐步恢复，消费相关的融资需求也在增多。

表外融资方面，新增票据融资 836 亿元，环比多增 259 亿元，同比多增 1938 亿元。票据融资的回升，一方面与疫情之后贸易活动大幅修复带动开票行为的增加。另一方面，仍旧可能存在企业通过通过票据融资购买结构性存款套利的行为。

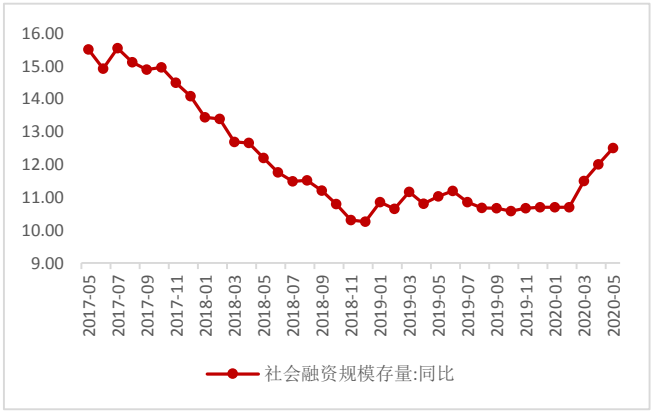
此外，新增委托贷款-273 亿元，新增信托贷款-337 亿元，非标融资继续萎缩。

图 1：新增社融规模情况



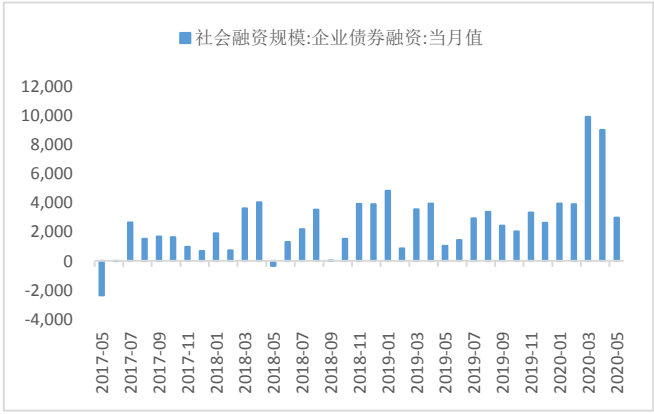
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：社融增速连续三个月明显回升



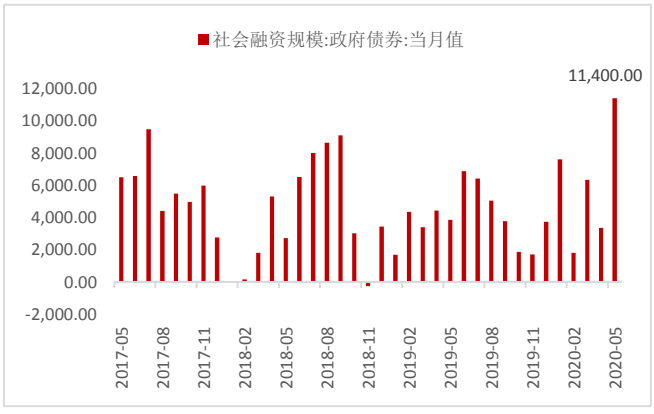
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：企业债券融资在连续两个月高增后回落



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：政府债券发行规模在今年 5 月份创新高



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

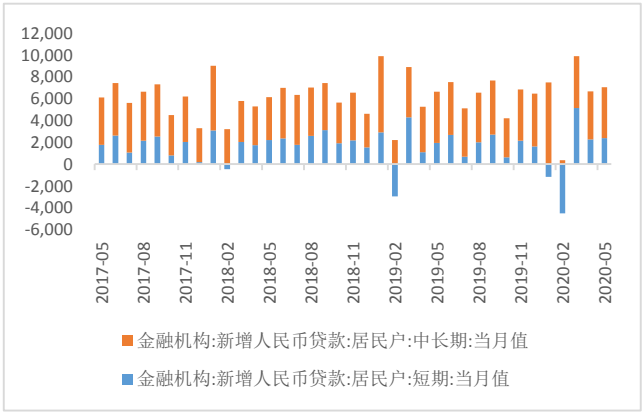
2. 信贷总量继续回升，企业部门的信贷改善更加明显

信贷数据方面，5 月份新增人民币贷款 1.48 万亿，同比多增 3000 亿元，总量数据依然不弱。结构方面，企业贷款增量和同比多增量仍高于居民贷款，显示今年疫情背景下的经济刺激和杠杆提升主要体现在企业部门而不是居民部门。

企业部门来看，在复工复产、商业贸易活动逐步恢复及政策支持的背景下，5 月份票据融资、短期贷款和中长期贷款继续好转，贷款结构继续优化。具体来看，5 月份新增短期贷款 1211 亿元，同比多增 2 亿元；新增中长期贷款 5305 亿元，同比多增 2781 亿元。此外，新增表内票据融资 1586 亿元，同比多增 454 亿元，环比减少 2324 亿元，可能与监管层打击“资金空转”有关。从整个企业部门来看，新增中长期贷款占比达 65.5%，持续 3 个月回升，融资结构明显改善，与国内疫情平息之后基建项目配套贷款加快投放以及政策引导商业银行加大对制造业企业的中长期贷款支持有关。

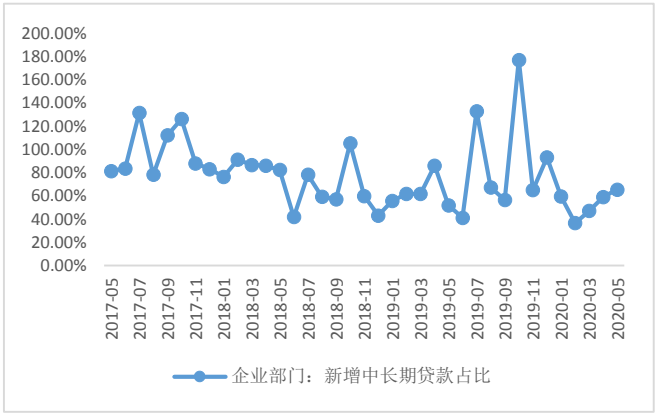
居民部门来看，居民端信贷投放的同比增幅明显弱于前两个月，且主要投放仍集中在短贷，中长期贷款偏弱。5 月份居民部门新增人民币贷款 7043 亿元，同比多增 418 亿元。其中，中长期贷款 4662 亿元，同比减少 12 亿元；短期贷款 2381 亿元，同比多增 433 亿元，短期贷款的持续改善也一定程度上反应了消费的逐步改善的情况，如 5 月份汽车的销量同比增速已经转正。

图 5：居民部门的信贷情况



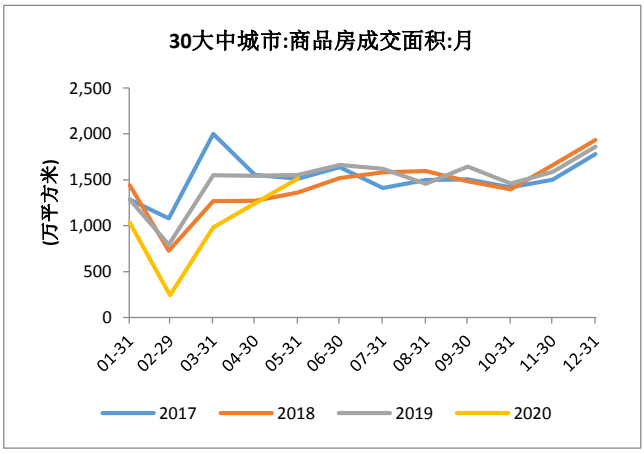
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：企业部门中长期贷款占比最近三个月均有所回升



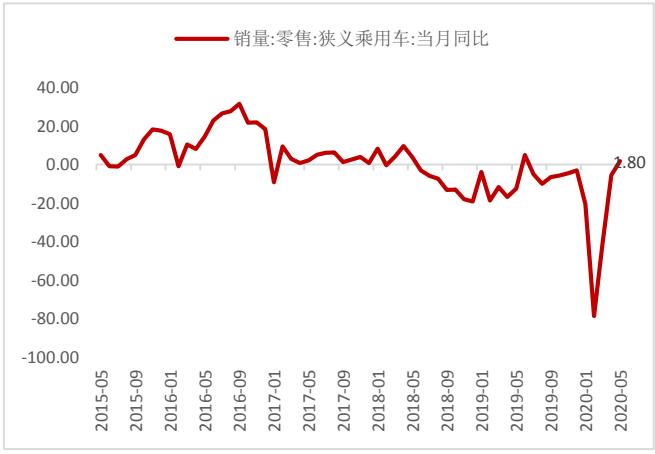
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：商品房成交已经恢复到接近正常水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：五月份汽车销量同比转正



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. M2 未跟随社融继续回升，M1 增速回升明显

5 月末，M2 同比 11.1%，增速与 4 月末持平；M1 同比 6.8%，较上月回升 1.3 个百分点；M1 与 M2 的剪刀差趋于收窄。

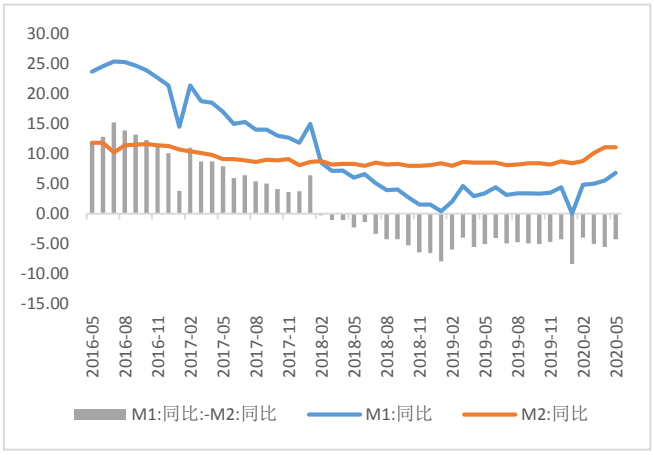
M2 没有跟随社融增速一起走高，反映了社融增速的走高主要靠政府债券的推动。5 月份，财政存款增加 1.31 万亿，同比多增 8251 万亿，这一部分资金没有形成银行体系的 M2，因此 M2 的增速没有随社融增速一起回升。

企业存款继续维持高增，5 月份企业存款新增 8054 亿元，同比多增 6873 亿元，央行再贷款再贴现等宽信用的政策下，企业贷款增幅较大，派生的企业存款也相应走高。

此外，一个值得关注的 M1 的增速出现了回升，一方面与 5 月份商品房的销售走热有关，当月 30 城商品房销售面积同比-4.1%，较前值大幅收窄 15.4 个百分点，另一方面也反映了随着复工复产的深化，企业的生产和投资等经济活动在边际回暖，促进了资金的活化。不过目前，M1 的整体增速并不高，企业的经营活动仍偏弱。

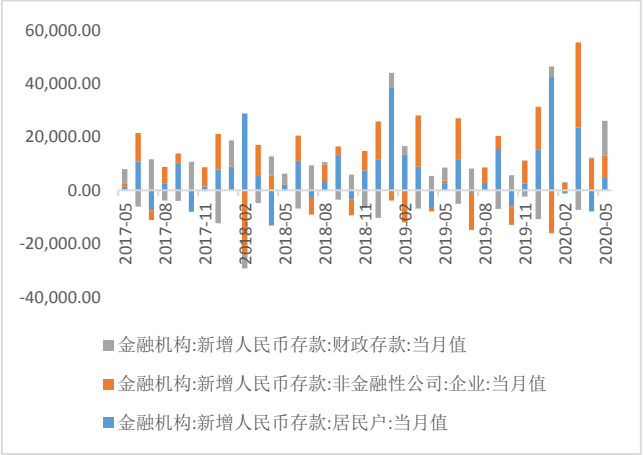
居民存款方面，5 月份新增 4819 亿元，同比多增 2402 亿元，居民存款的增加，反映随着国内复工复产的深化，社会生产和经济生活的恢复，居民的收入端有所改善。

图 9：M1 与 M2 的走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：企业部门、居民部门和财政部门的存款情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 总结：金融数据总量改善幅度边际放缓，结构改善成为重心

总体上看，5 月份的金融数据总体符合市场预期，伴随着政策的持续发力和经济社会生活的恢复的逐步深化，社融数据和信贷数据的总量在持续好转，但好转的边际速度在下降，以信贷数据为例，信贷增量虽然仍是同比多增，但多增量自 3 月份以来是逐步下降的。但是结构在持续改善，中长期的贷款持续回升，但短期的信贷数据则相对偏弱。也反应出了政策从“宽货币”到“宽信用”的逐步转变，由疫情期间的“救急”模式逐步向激发经济主体内生增长动能的模式。

当前政策继续支持“宽信用”，推动经济逐步好转。不过，与过去几次信用扩张周期不同，当前“房住不炒”的政策背景下，房地产在本轮信用扩张周期中不起主导作用，本轮的信用扩张主要政府和实体企业，因此整体上经济的恢复过程与以往相比会相对缓慢。

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。