

宽信用政策再发力，货币政策不会转向

---5 月金融数据点评

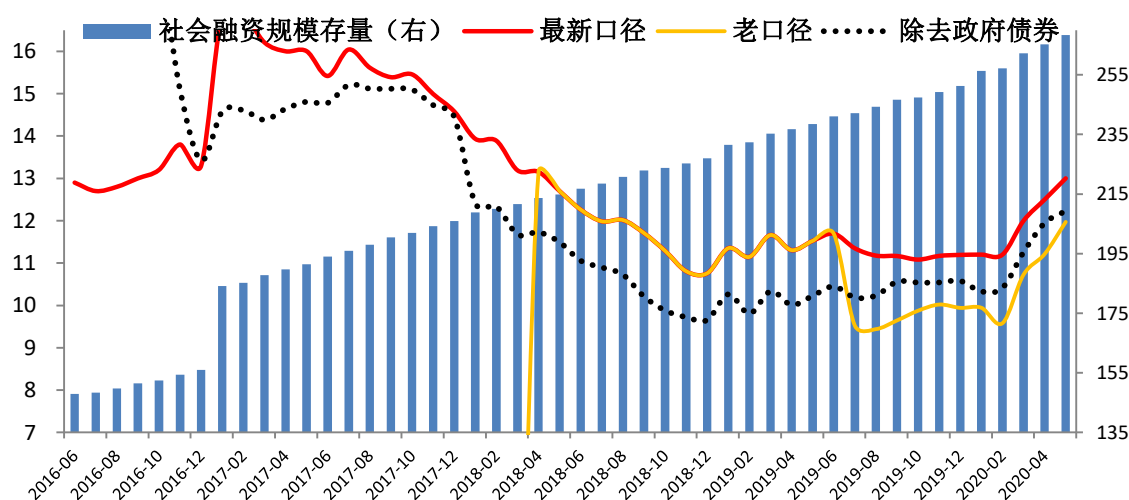
事件：

6 月 10 日，央行公布了 5 月金融数据，中国 5 月新增人民币贷款 1.48 万亿元，预期 1.42 万亿元，前值 28500 亿元。4 月末，广义货币 (M2) 余额 209.35 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点。中国 5 月社会融资规模增量 3.19 万亿元，预期 3-3.15 万亿元，前值 3.09 万亿元；社会融资规模存量同比增速 12.5%，前值 12.0%。

月 度 新 增 社 融 、 信 贷 数 据 统 计 表	具体科目 (当月)	2018-05	2019-05	2020-03	2020-04	2020-05	同比	环比
	全部	11234	17124	51622	30941	31900	14776	959
	人民币贷款	11396	11855	30390	16239	15500	3645	(739)
新增社会融资规模	外币贷款	(228)	191	1145	910	457	266	(453)
	表外融资	(4247)	(1451)	2209	21	226	1677	205
	委托贷款	(1570)	(631)	(588)	(579)	(273)	358	306
	信托贷款	(936)	(52)	(21)	23	(337)	(285)	(360)
	未贴现票据	(1741)	(768)	2818	577	836	1604	259
	企业债券	(351)	1033	9922	9015	2971	1938	(6044)
	非金融企业股票融资	438	259	198	315	353	94	38
	政府债券	2728	3857	6344	3357	11400	7543	8043
	全部	11500	11800	28500	17000	14800	3000	(2200)
	短期贷款及票据	3082	4289	15971	6128	5178	889	(950)
新增人民币贷款	票据融资	1447	1132	2075	3910	1586	454	(2324)
	中长期	7954	7201	14381	9936	9967	2766	31
	居民贷款	6143	6625	9865	6669	7043	418	374
	居民：短期	2220	1948	5144	2280	2381	433	101
	居民：中长期	3923	4677	4738	4389	4662	(15)	273
	企业贷款	5255	5224	20500	9563	8459	3235	(1104)
	企业贷款：短期	(585)	1209	8752	(62)	1211	2	1273
	企业贷款：中长期	4031	2524	9643	5547	5305	2781	(242)
	非银金融机构	142	58	(1948)	404	(660)	(718)	(1064)
	全部	13000	12200	41600	12700	23100	10900	10400
新增人民币存款	居民存款	2166	2417	23500	(7996)	4819	2402	12815
	企业存款	139	1181	31860	11700	8054	6873	(3646)
	财政存款	3862	4849	(7353)	529	13100	8251	12571
	非银金融机构	2144	409	(14338)	8571	(8736)	(7145)	(15307)

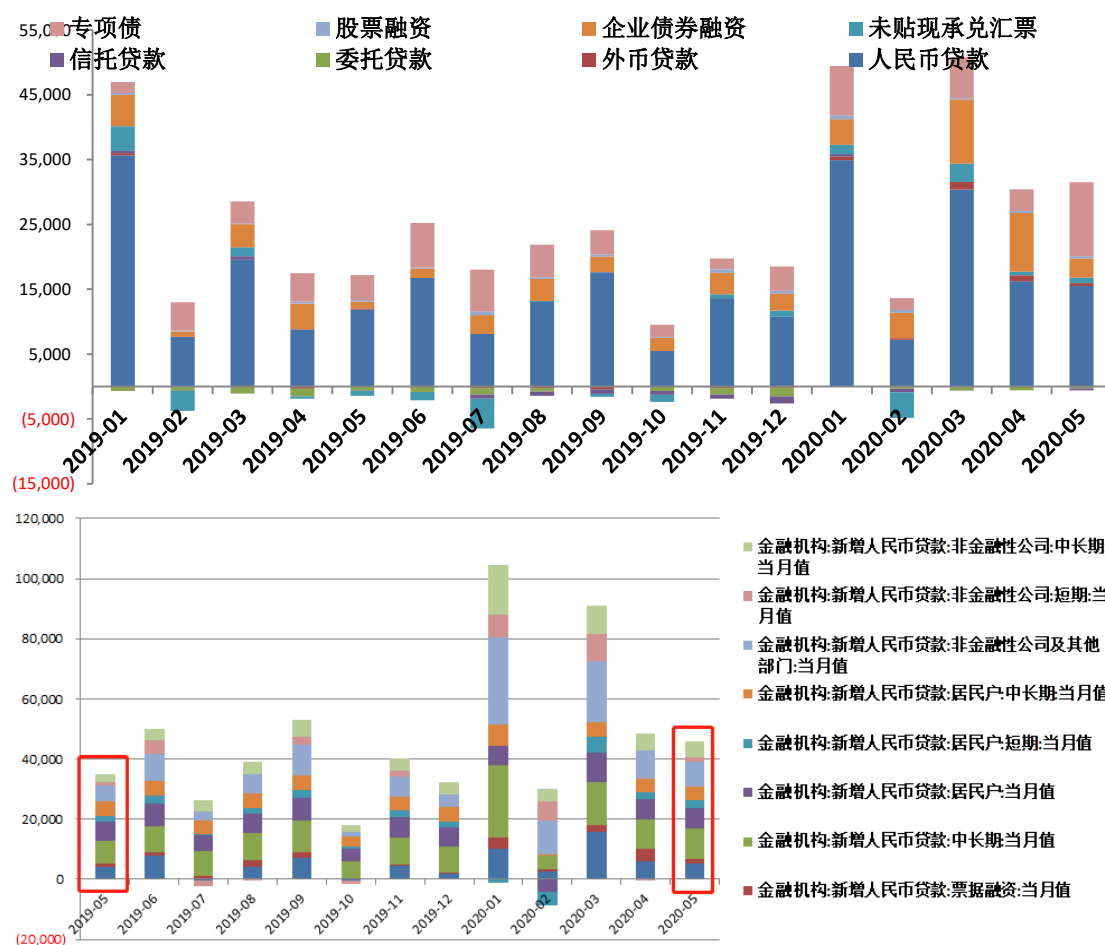
5 月新增信贷、社融继续维持高增长，尽管信贷数据低于市场预期，但是却达到 2019 年 6 月以来高点，而新增社融再超预期，达到 2018 年 5 月以来高点。社融增速再创 2018 年下半年以来的新高，主要原因在于政府债券多增，尤其是 5 月地方政府专项债再度放量发行所致。此外，受监管影响，表外融资继续向表内转移。贷款数据多增，

主因在于企业信贷支撑。4-5 月份以来政府基建项目陆续开工，银行增加对基建项目配套信贷的投放也带动中长期贷款新增。由于银行增加中长期信贷有助于缓解息差收窄的压力，因此银行也有较强投放意愿。未来几个月，政府债券仍是集中供给期，叠加监管严查资金空转套利，未来政府债券以及信贷投放仍将支撑社融增速以及信贷增长维持高位。此外，企业活期存款环比大幅增长，表明实体经济短期经济活力在不断回暖。5 月份以来，监管层打击资金空转套利，只是短期扰动，并不会改变信用扩张大趋势。结合政府工作报告强调要充分利用好“降准、降息”手段，推动利率持续下行。同时提出要引导 M2 和社融增速明显高于 2019 年。政府工作报告提高 CPI、M2 和社融增速的目标，其中 3.5% 的 CPI 增速扩展了货币宽松的空间，而在名义 GDP 增速确定大幅下滑的背景下，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，进一步宽信用和加杠杆势在必行。我们预计，货币政策宽松基调不会轻易转向，将继续维持宽松基调配合宽信用。同时随着年内 CPI 增速不断大幅回落，未来降息空间将进一步提升。



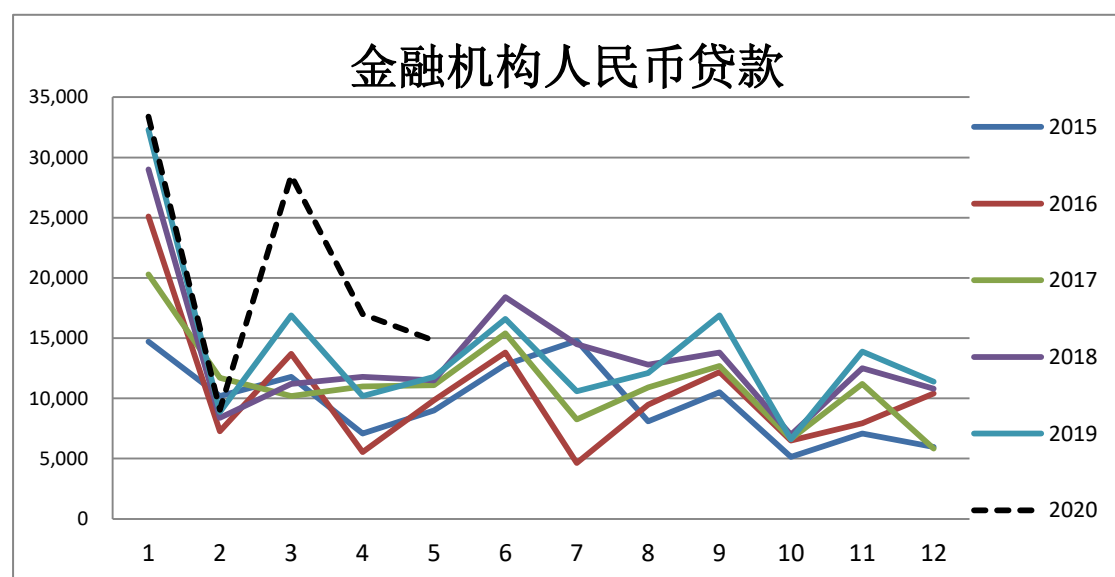
具体来看，首先社融方面，5 月新增社会融资规模 3.19 万亿元，

前值 3.09 万亿元，同比多增 14776 亿元。其中对实体经济发放的人民币贷款增加 1.55 万亿元，同比多增 3647 亿元；政府债券净融资 1.14 万亿元，同比增加 7505 亿元；企业债净融资 2971 亿元，同比增加 1938 亿元，人民币贷款、政府债券和企业债是推动 5 月社融增量高位运行的主要因素。值得注意的是，企业债券融资环比大幅减少，一定程度上是由于 5 月份债市大幅调整，企业发债意愿降低，企业债融资收到一定冲击。5 月债券融资仅有 2900 亿，较 3-4 月的 9000 多亿大幅收缩。未来随着债市情绪趋稳，企业债融资将会好转。叠加，地方政府专项债要求在 9 月底前发完，预计社融增速高速增长的态势将至少持续到三季度。



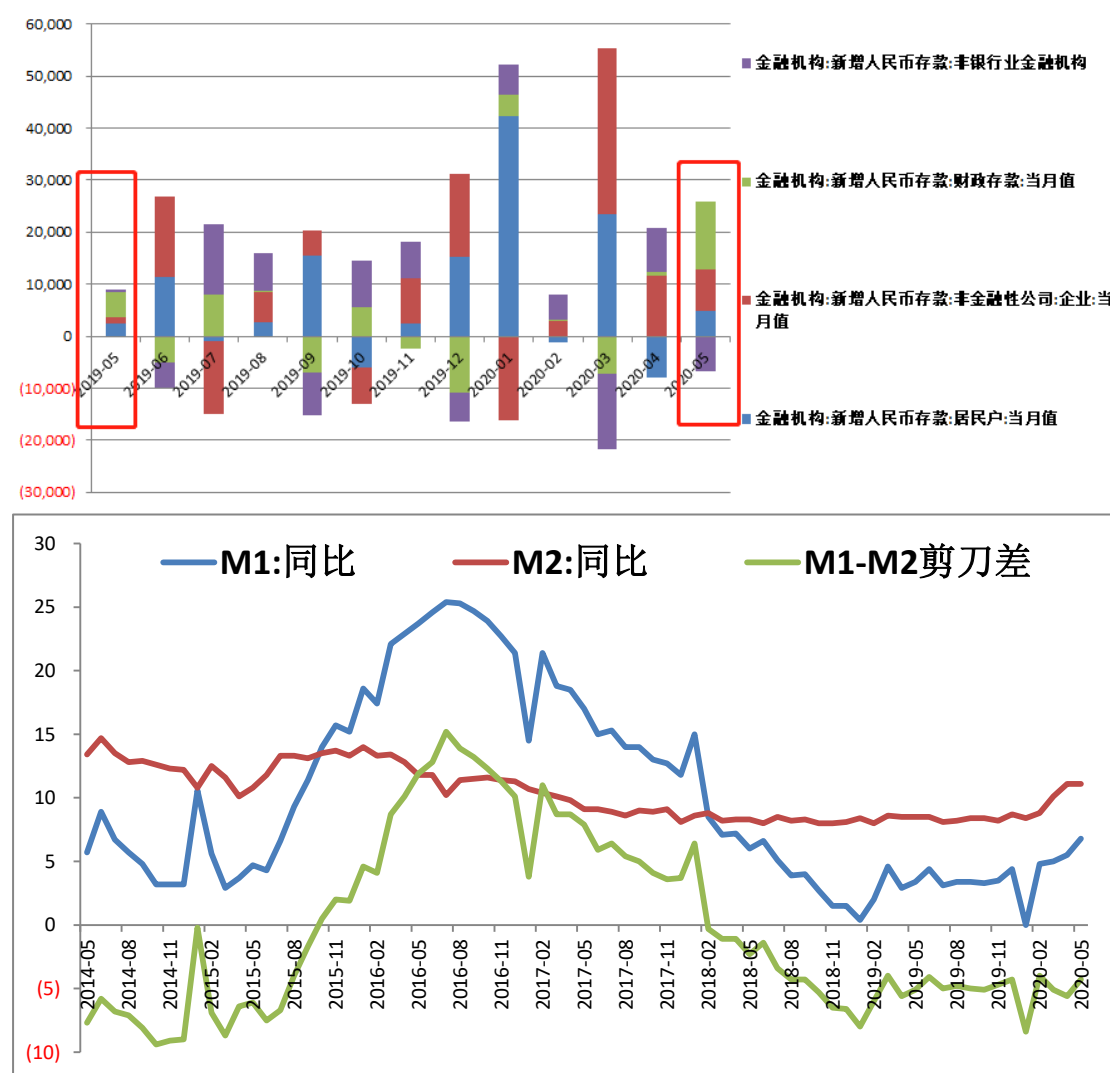
信贷方面，5 月新增人民币贷款 1.48 万亿元，预期 1.6 万亿元，

比去年同期多增 3000 亿元。其中，企业贷款方面，5 月企业贷款增加 8459 亿元，其中短期贷款增加 1211 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，企业的中长期贷款增加反映出金融机构不断加大了对实体经济的支持力度。未来随着投资的不断修复，人民币贷款将持续保持高速增长，尤其是基建领域较强的信贷需求将拉动人民币贷款增速上升。居民贷款方面，5 月新增人民币贷款 7043 亿元，同比多增 418 亿元。其中短期贷款新增 2381 亿元，反映了消费的逐渐改善，特别是近期汽车消费的回升，促进了消费贷款需求增加；中长期贷款新增 4662 亿元，比上月多增 273 亿元，基本与去年同期持平，说明前期因疫情被抑制的房地产市场供求开始释放，按揭贷款需求增加。



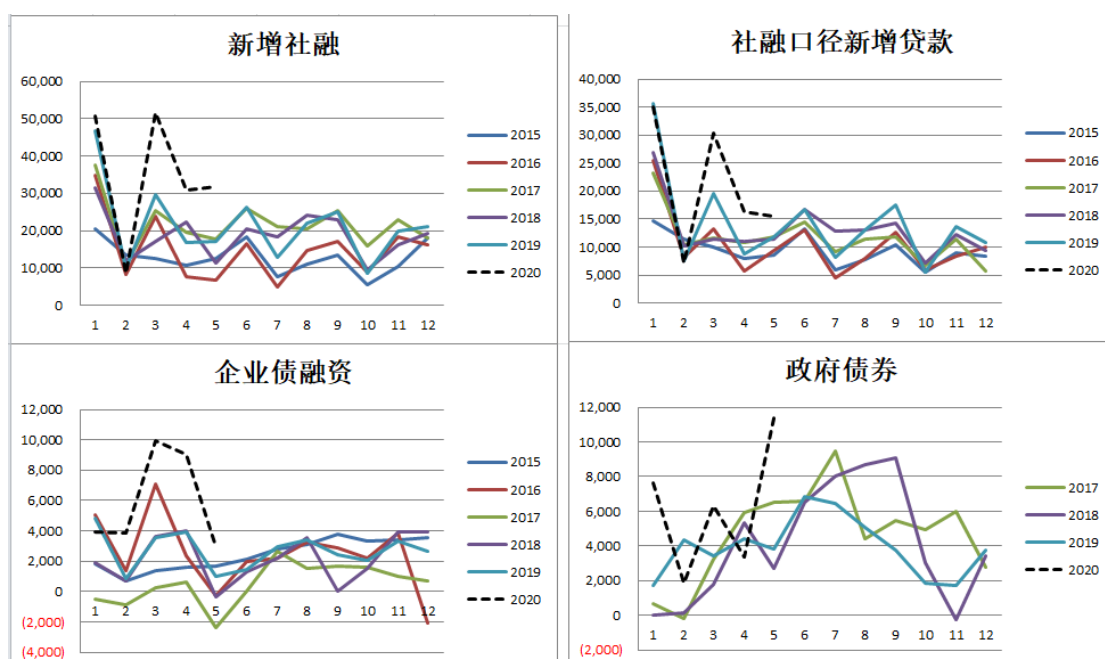
存款方面：5 月新增人民币存款 2.31 万亿，其中，财政存款增加 1.31 万亿，占最大比重，其次为非金融企业存款增加 8054 亿元，居民户存款增加 4819 亿元，而非银行金融机构存款减少 6736 亿元。5 月 M2 增速维持在 11.1% 的水平，略低于市场预期，主要是由于 5 月地方政府专项债发行规模大幅增加，形成了大量的财政存款，由于财

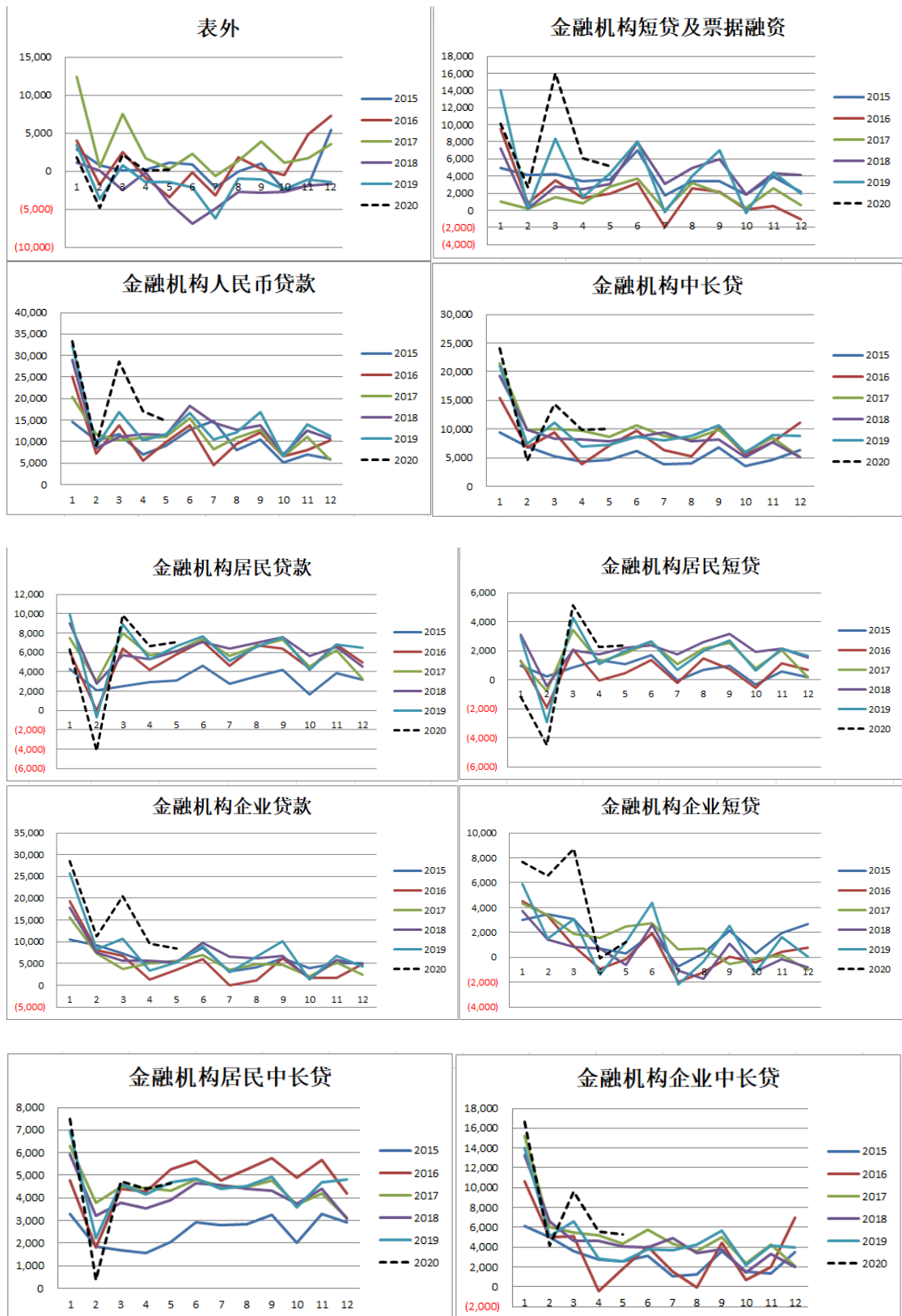
政存款不纳入 M2 范围，只是存放在央行账户，因此财政存款的增加影响了 M2 增速进一步提高，导致 5 月 M2 并未跟随社融增速大幅走高。此外，由于 5 月政府债券大量发行导致的政府存款存放央行再到实体的周转需要一定时间，因此后续随着财政存款从央行账户逐渐投放到实体中，对后续 M2 增速上行继续保持乐观观点。结合上文分析，信贷投放和财政支出均会是 M2 的支撑，在政府工作报告“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”的政策基调下，预计今年全年 M2 增速将进一步提升。



5 月的 M1 增速由 4 月的 5.5% 继续环比上行 1.3 个百分点至 6.8%，

M1-M2 剪刀差由 4 月的-5.6 缩窄至 5 月的-4.3, 反映出企业经营活力有逐渐回暖。当 M1 过高而 M2 过低时, 说明企业活期存款多, 投资意愿强, 经济扩张较快。此时, 企业愿意以更高的成本融资, 储蓄存款之外的其他类型资产收益较高, 人们也愿意把储蓄存款提出来进行投资或购买股票, 商品和劳务市场则受到价格上涨的压力。反之, 当 M2 过高而 M1 过低时, 说明实体经济中有利可图的投资机会在减少, 钱不愿意进入实体循环, 都堆积在金融体系内。活期存款大量转变为较高利息的定期存款, 货币构成中流动性较强的部分转变为流动性较弱的部分, 进而影响实业投资和经济增长。因此, 如果今年广义货币供应量明显高于去年, 或许等同于对今年实体投资回报走低的“默认”, 阶段性资金“脱实向虚”可能是不得已的现象。下一步, 在货币供应充足、保证不会出现“债务-通缩”陷阱之后, 还会重新强调资金“脱虚向实”。随着前期各类支持实体经济的政策落地, 以及复工复产进度逐渐接近或达到疫情爆发前水平, M1 增速逐渐确认反弹趋势。





分析师：

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。