

2020年5月金融数据点评

## 宽信用持续推进 5月信贷及社融增速继续加快

央行公布数据显示：5月新增金融机构人民币贷款1.48万亿，环比少增2200亿，比上年同期多增3000亿；月末各项贷款余额增速13.2%，比上月末高0.1个百分点，较上年同期低0.2个百分点。

5月新增社会融资规模3.19万亿，比上月多增959亿，比上年同期多增约1.5万亿；5月末存量社会融资规模268.4万亿，同比增长12.5%，增速比上月高0.5个百分点，比上年同期高1.5个百分点。5月末，M2同比增长11.1%，增速与上月持平，比上年同期高2.6个百分点；M1同比增长6.8%，增速比上月末高1.3个百分点，比上年同期高3.4个百分点。

主要观点：

5月新增人民币贷款环比有所回落，主因票据融资下滑较大，或与近期监管层加大空转套利监管力度有关；人民币贷款同比延续多增，一方面反映各项宽信用政策在持续推进，另一方面也与国内经济渐进修复、信贷需求有所上升有关，尤其是基建发力支撑企业中长期贷款较快增长。5月新增社融环比略有多增，但内部结构变化较大，除人民币信贷保持较快增长外，当月专项债发行带动政府债券融资大幅增加，而主要受近期债券市场收益率明显走高影响，5月企业债券融资大幅放缓；当月社融同比则延续多增势头。5月M2增速保持在逾3年以来的高点，主要推动因素是企业存款多增；当月专项债大规模发行导致财政存款增加，是M2增速未能进一步走高的原因。5月M1增速明显加快，表明伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，而房地产市场回暖也有一定的助推作用。

展望6月，在央行推出“直达工具”等宽信用措施推动下，6月新增信贷和社融规模有望继续扩大。我们判断，近期宽货币暂缓仍有可能继续给企业债券和票据融资带来一些波动，但人民币信贷、政府债券融资的大幅多增将抵消这一影响，6月社融存量和M2增速还有进一步上升空间。

具体分析如下：

一、5月新增人民币贷款环比有所回落，主因票据融资下滑较大，或与近期监管层加大空转套利监管力度有关；信贷同比延续多增，一方面反映各项宽信用政策在持续推进，另一方面也与国内经济渐进修复、信贷需求上升有关，尤其是基建发力支撑企业中长期贷款较快增长。

5月新增人民币贷款1.48万亿，环比少增2200亿。从分项来看，主要原因是新增票据融资和非银贷款两项较上月有明显缩量，其中，或因近期央行加大对资金空转套利的监管力

度，5月票据融资环比少增2324亿。此外，5月企业中长期贷款环比亦小幅少增242亿，属于季节性现象。同比来看，5月新增人民币贷款比去年同期多出3000亿，显示当月贷款增量继续维持在较高水平，这主要受企业中长期贷款同比多增2781亿拉动。由此，5月末人民币贷款余额同比增长13.2%，较上月末进一步加快0.1个百分点，较上年末已加快0.9个百分点。

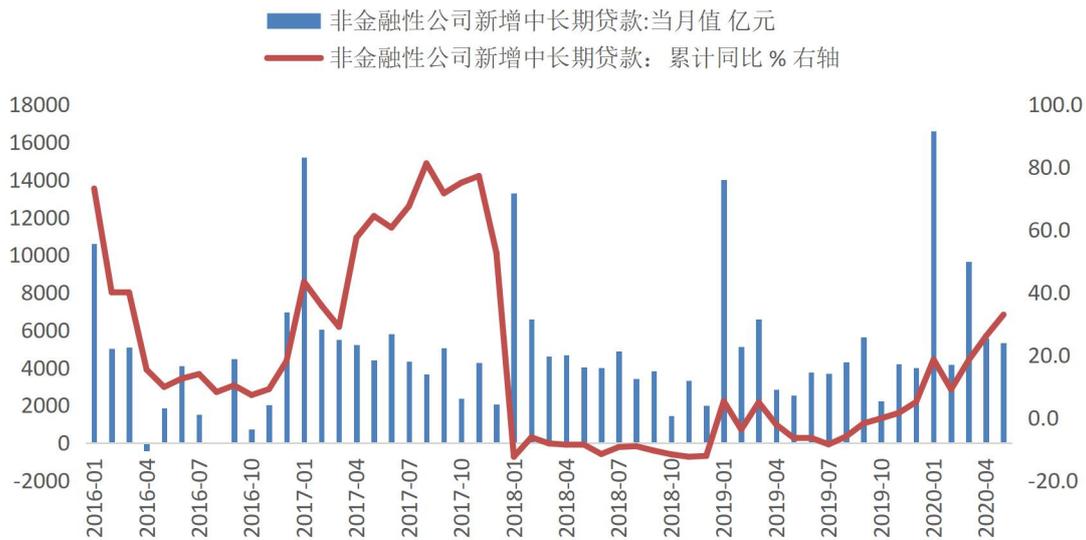
我们认为，5月央行宽货币暂缓，市场流动性有所收紧，但各项宽信用政策的推进，继续为实体经济提供较为宽松的信贷环境。这主要包括3000亿专项再贷款、1.5万亿再贷款再贴现额度（其中较早推出的5000亿额度要求在6月底前发放完毕）、临时性延期还本付息等政策的同步推进，以及4月公布的第二阶段定向降准在5月落地，释放长期资金约2000亿。同时，5月国内经济延续渐进修复，对信贷需求也产生支撑。尤其是随着基建发力，项目加快开工，基建领域对中长期贷款产生较强需求，再加上银行为满足MPA考核要求，有意愿加大对制造业企业的中长期贷款力度，5月企业中长期贷款同比实现较大幅度多增。

**图1 新增人民币贷款规模及增速**



数据来源：WIND

**图2 企业新增中长期贷款规模与增速**



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，5月居民短贷环比多增101亿，同比多增433亿，反映居民消费活动逐步恢复，继续提振消费贷需求；同时，5月房地产市场延续回暖，当月居民中长期贷款环比多增273亿，同比少增15亿。总体上看，在房地产政策基调依然以稳为主的背景下，与企业贷款相比，居民贷款增长较为温和。

图3 新增居民贷款规模及占比



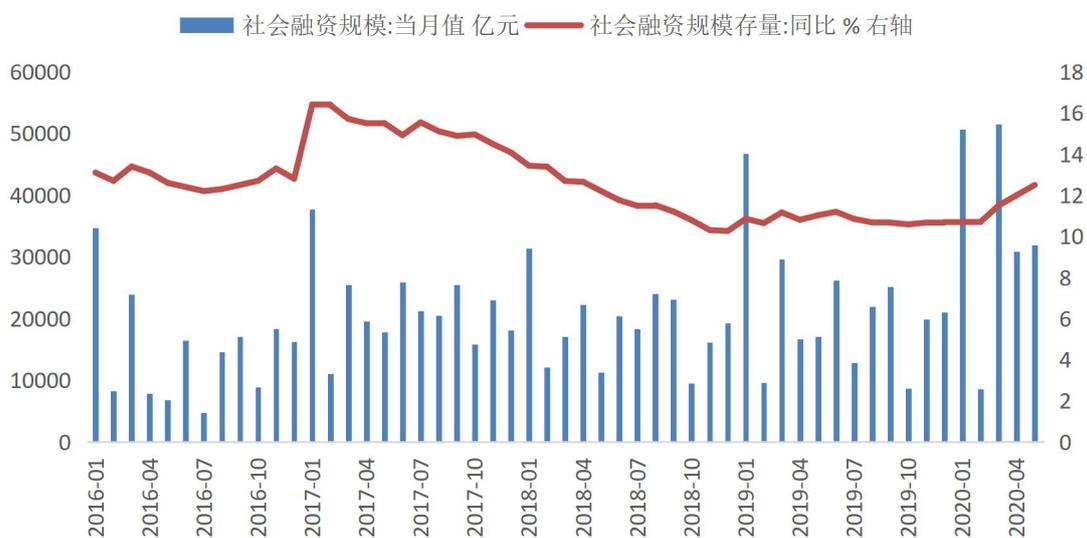
数据来源：WIND，东方金诚整理

二、5月新增社融环比略有多增，但内部结构变化较大，除人民币信贷保持较快增长外，当月专项债发行带动政府债券融资大幅增加，而主要受近期债券市场收益率明显走高影响，5月企业债券融资明显放缓；社融同比则在政府债券和人民币贷款拉动下保持大幅多增势头。

5月新增社融规模为3.19万亿，环比多增959亿，同比多增1.48万亿。月末社融存量

同比增速较上月末加快 0.5 个百分点至 12.5%，为 2018 年 5 月以来最高。

图 4 社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

5 月社融同比大幅多增，主要受政府债券、人民币贷款拉动。其中，当月除人民币贷款同比多增约 3600 亿外，4 月底下发的 1 万亿新增专项债额度要求在 5 月发行完毕，带动当月专项债发行大幅放量，叠加国债发行量和净融资规模也有所走高，5 月政府债券环比多增 8043 亿，同比多增 7543 亿，是当月新增社融环比、同比增量的主要来源。5 月企业债券融资同比多增 1938 亿，但环比少增 6044 亿，反映出政府债券大规模发行、而央行流动性注入较为克制，导致资金面趋紧，债券市场收益率大幅走高，对企业债券发行产生挤出效应。

此外，5 月三项表外融资合计新增 226 亿元，环比多增 205 亿，同比多增 1677 亿，对社融走势影响较为有限。5 月表外融资新增部分仍主要来自于表外票据融资，当月新增 836 亿，环比多增 259 亿，同比多增 1604 亿。

图 5 表外融资增量变化



数据来源：WIND

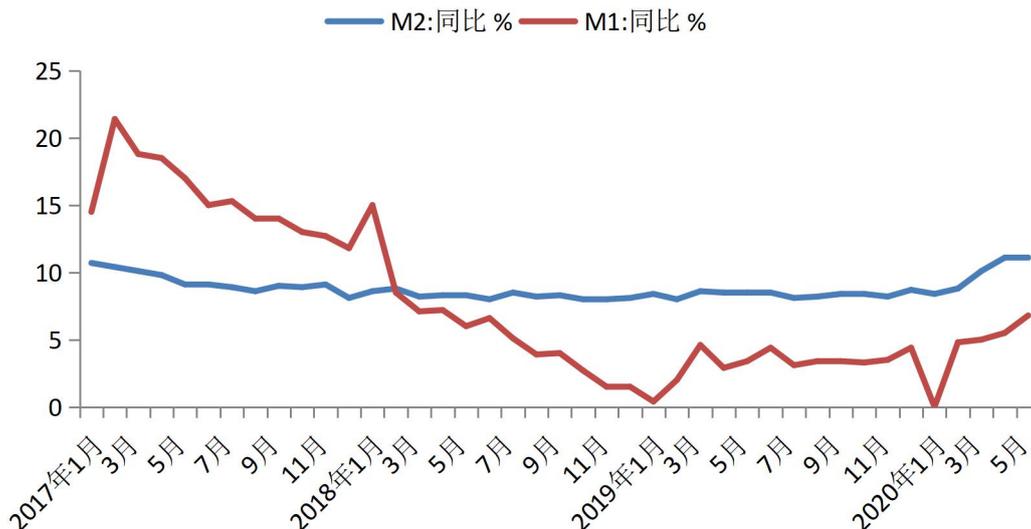
三、5月M2增速保持在逾3年以来的高点，主要推动因素是企业存款大增；当月专项债大规模发行导致财政存款增加，是M2增速未能进一步走高的原因。5月M1增速明显加快，表明伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，而房地产市场回暖也具有一定的助推作用。

5月末M2同比增长11.1%，增速与上月末持平，比上期同期加快2.6个百分点。在近期融资条件明显改善带动下，本月企业存款较上年同期大幅多增近7000亿，是M2继续保持高增速的主要原因。而5月M2增速未能进一步上行，主要源于当月地方专项债大规模发行，财政存款同比多增逾8000亿——财政在央行的存款增加会阶段性导致商业银行体系存款的减少，从而下拉M2增速，反之亦然。总体上看，本月M2继续保持逾3年以来的最高增长水平，表明在央行一系列宽信用措施带动下，货币供应量增速已较上年明显加快，也预示着下半年经济增长动能会有显著增强。

针对3月以来M2增速明显加快，我们认为其背后有两类因素在发挥作用：首先，基础货币数量和货币乘数变化决定M2走势（ $M2 = \text{基础货币量} \times \text{货币乘数}$ ）。年初以来，央行通过3批专项再贷款再贴现政策、增量开展MLF等方式，加大基础货币发行量，4月末基础货币规模同比增长4.32%，增速较上年同期加快约7个百分点，比上年末加快6.4个百分点。在货币乘数方面，近期央行连续实施全面降准和定向降准，直接扩大了货币乘数上升空间；而疫情发生后，央行鼓励商业银行通过信贷、债券投资等渠道，加大对实体经济的支持力度，实际货币乘数快速走高（从上年末的6.13倍升至今年4月的6.72倍）。其次，金融严监管效应减弱，也为M2增速阶段性走高创造了条件。数据显示，自今年1月起，银行股权及其他投资科目摆脱了之前的连续收缩过程，近四个月整体呈现较快扩张势头。而在2017-19年，正是这一指标的持续收缩，构成了当期M2增速下行的重要原因。

5月M1同比增速较上月加快1.3个百分点，达到6.8%，与上年同期相比也加快3.4个百分点，为近25个月以来的最高增速。我们认为，5月M1增速加快上行，直接原因是伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，活期存款多增。此外，从当前可以得到的数据来看，包括30个大中城市在内的全国房地产市场持续回暖，当月房企等相关企业活期存款增速加快——历史数据显示，M1增速与房地产市场活跃程度相关性较强。

图7 M2与M1增速



数据来源：WIND

四、在央行推出“直达工具”等宽信用措施推动下，6月新增信贷和社融规模有望继续扩大。我们判断，近期宽货币暂缓仍有可能继续给企业债券和票据融资带来一些波动，但人民币信贷、政府债券融资的大幅多增将抵消这一影响，6月社融存量和M2增速还有进一步上升空间。

6月1日，央行推出了中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持计划这两项新的货币信贷政策工具，并发布了进一步做好中小微企业金融服务的政策指引。这表明，下一步针对国民经济薄弱环节的宽信用力度会进一步加大，实体经济融资环境将持续改善。这将对未来新增信贷和社融规模起到直接推动作用。我们注意到，5月以来监管层加大针对各类金融空转套利的防范力度，市场资金面有所收紧，债券收益率上行幅度较大。这会在一段时间内对企业债券融资以及表内票据融资带来一定影响。但伴随经济复苏态势强化、企业一般贷款利率下行，以及政府债券发行仍处高峰期，6月信贷和社融增长势头不会受到明显影响，社融存量和M2增速都有进一步上升空间。

初步估计，在M2增速达到16.0%之前，本轮货币扩张引发高通胀的风险将处于可控状态。不过，当前监管层仍对宏观杠杆率上升等金融风险保持高度关注，由此我们判断，下半年M2和社融存量增速的高点可能分别在14.0%和16.0%附近。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。