

## 5月债券融资大幅收缩，“紧信用”过程或正在接近尾声

央行公布数据显示：2021年5月新增金融机构人民币贷款1.5万亿，环比多增300亿，同比多增200亿，月末人民币贷款余额增速12.2%，较上月末低0.1个百分点，较上年同期低1个百分点。

5月新增社融1.92万亿，环比多增693亿，同比少增约1.27万亿；5月末存量社会融资规模297.98万亿，同比增长11.0%，增速比上月末低0.7个百分点，比上年同期低1.4个百分点。5月末，M2同比增长8.3%，增速比上月末高0.2个百分点，比上年同期低2.8个百分点；M1同比增长6.1%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期低0.7个百分点。

### 主要观点：

5月社融增速持续下滑，M2增速低位运行，表明在经济修复接近潜在增长水平后，货币供应量增速正在向潜在名义GDP增速靠拢。这是今年实现稳定宏观杠杆率的必然要求。

5月信贷增速平稳放缓，从结构上看，当月企业中长期贷款韧性仍强，票据利率下行支撑票据融资维持正增，短贷表现偏弱，企业贷款结构继续向中长期贷款倾斜；同时，房地产调控升级对居民贷款的影响显现，5月居民中长期贷款今年以来首度同比少增，而随着严监管冲击最剧烈的时期渐过，当月居民短贷有所回暖。

5月社融环比小幅多增，同比则大幅少增约1.27万亿，拖累月末社融存量增速快速下滑至11.0%，显示当月紧信用过程加速。从分项看，除投向实体经济的人民币贷款同比少增外，5月发行监管收紧叠加“补年报”效应下，企业债券净融资转负，加之新增政府债券在高基数影响下同比显著收缩，使得债券融资成为当月社融同比下行的最大拖累项。

5月末M2增速企稳并出现小幅反弹，直接原因是当月财政存款同比大幅少增。5月末M1增速小幅下滑0.1个百分点，除上年同期基数抬高外，5月房地产市场降温也有一定影响。

展望未来，伴随企业债券融资触底反弹，以及地方政府新增专项债融资规模进一步扩大，加之信贷增速有望保持基本稳定，这一轮“紧信用”过程或已接近尾声。接下来在总量增速基本保持稳定的前提下，货币政策将主要的支持绿色发展和支持小微企业及个体工商户融资两个方向上发力，货币投放“有保有压”特征会进一步凸显。

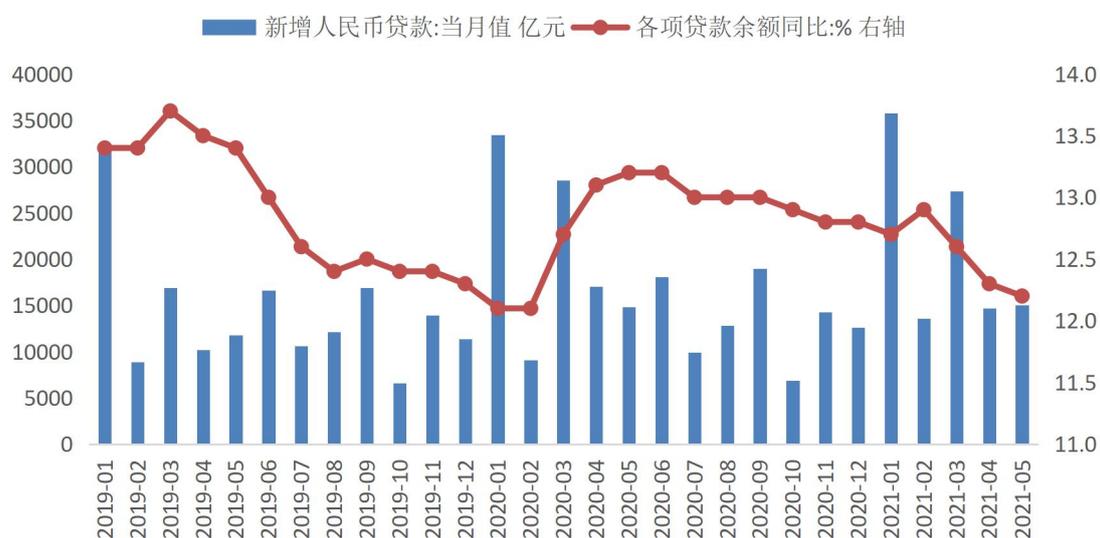
### 具体分析如下：

一、5月信贷增速平稳放缓，从结构上看，当月企业中长期贷款韧性仍强，票据利率下

行支撑票据融资维持正增，短贷表现偏弱，企业贷款结构继续向中长期贷款倾斜；同时，房地产调控升级对居民贷款的影响显现，5月居民中长期贷款今年以来首度同比少增，而随着严监管冲击最剧烈的时期渐过，5月居民短贷有所回暖。

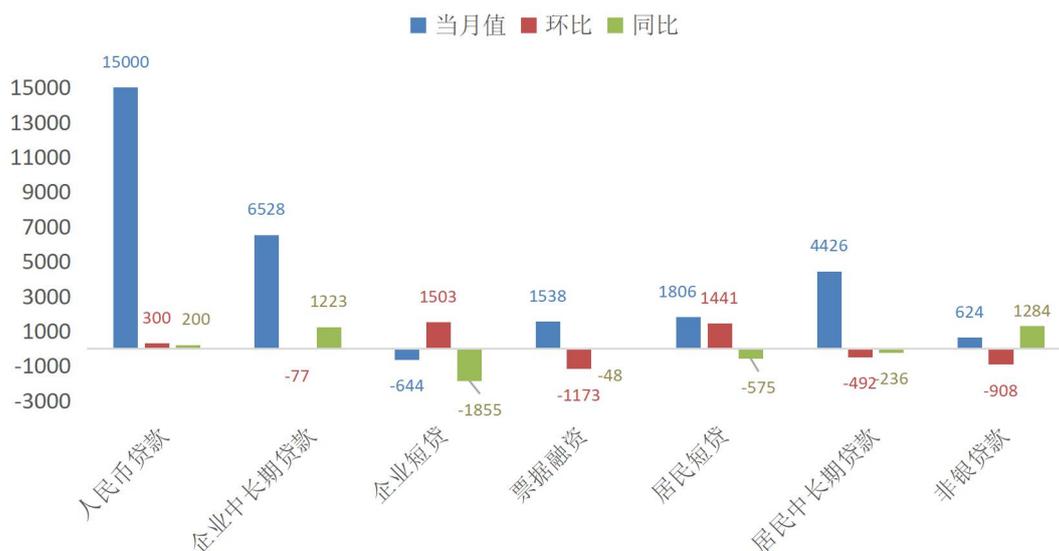
5月新增人民币贷款1.5万亿，环比多增300亿，同比多增200亿，月末贷款余额增速较上月末小幅下行0.1个百分点至12.2%。在扣除非银贷款后，5月投向实体经济的人民币贷款同比少增逾千亿，显示信贷投放力度继续缓退坡，这也反映在与疫情前的2019年5月相比，今年5月人民币贷款虽仍多增3200亿，但多增幅度低于3月的1.04万亿和4月的4500亿。整体看，5月信贷增速平稳放缓，符合监管提出的“保持贷款平稳增长、合理适度”的要求。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

图2 5月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚整理

企业贷款方面，5月企业中长期贷款韧性仍强，贷款结构继续向中长期贷款倾斜。当月新增企业中长期贷款6528亿，环比小幅少增77亿，但同比多增1223亿，已为连续第15个月同比多增——这一方面反映国内经济动能仍处上行过程，实体经济融资需求旺盛，另一方面也因政策层面继续支持银行加大对实体经济的中长期贷款支持力度，政策叠加效应持续显现。票据融资和短贷方面，5月票据利率进一步下行支撑企业贴现需求，当月新增票据融资1538亿，环比虽季节性少增1173亿，同比则大致持平。5月企业短贷负增644亿，或与近期票据融资回暖对短贷形成替代以及到期量较大有关。但与上月相比，5月短贷负增规模明显收缩，环比少减1503亿，或因到期量有所下降，但同比仍多减1855亿。

图3 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，房地产调控升级对居民贷款的影响显现。当月新增居民中长期贷款 4426 亿，环比少增 492 亿，同比少增 236 亿，为今年以来首度同比少增，与近期商品房销售热度在楼市调控政策密集出台下降温相印证。另外，由于监管严查经营贷和消费贷违规流入楼市，4 月新增居民短贷规模大幅萎缩，而随着监管冲击最剧烈的时期渐过，5 月居民短贷有所回暖，环比多增 1441 亿，但同比仍少增 575 亿。

图 4 新增居民贷款规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚整理

二、5 月社融环比小幅多增，同比则大幅少增约 1.27 万亿，拖累月末社融存量增速快速下滑至 11.0%，显示当月紧信用过程加速。从分项看，除投向实体经济的人民币贷款同比少增外，5 月发行监管收紧叠加“补年报”效应下，企业债券净融资转负，而新增政府债券在高基数影响下同比显著收缩，使得债券融资成为当月社融同比下行的最大拖累项。此外，5 月表外融资维持压降，外币贷款也在美元贷款利率上升抑制下同比较大程度缩量。

5 月新增社融 1.92 万亿，环比多增 693 亿，同比大幅少增约 1.27 万亿，拖累月末社融存量增速快速下行至 11.0%，较上月末放缓 0.7 个百分点，显示紧信用过程加速。

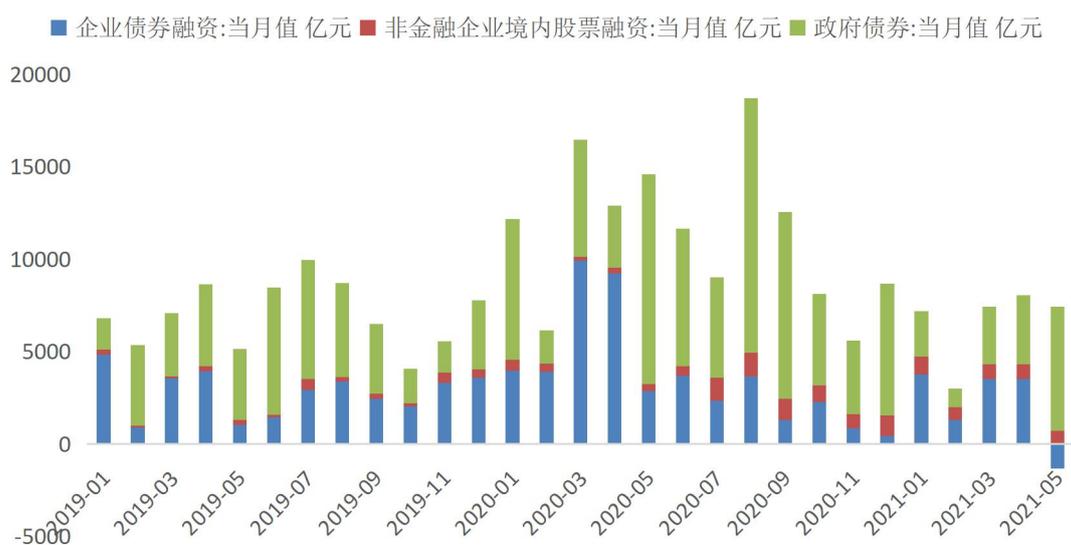
图 5 社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

从分项来看，5月新增社融同比剧烈收缩主要受债券融资拖累。企业债券方面，5月受“补年报”效应影响，是信用债发行的传统淡季；而4月出台的发行监管政策收紧，则直接导致5月信用债主要组成部分的城投债净融资大幅萎缩，5月企业债券负增1336亿，环比少增4845亿，成当月社融环比最大拖累项，同比也大幅少增4215亿。政府债券方面，5月地方债发行有所放量，带动新增政府债券环比多增2962亿至6701亿，但因去年同期基数超万亿，故同比大幅少增4661亿，为当月社融同比最大拖累项。

图6 直接融资增量变化



数据来源：WIND

表外融资方面，5月表外票据融资负增926亿，为连续第二个月负增。考虑到近期企业

开票需求并不弱，表外票据融资收缩一方面与到期量较大有关，另一方面也因票据贴现恢复，大量表外票据通过贴现转移至表内。不过，与上月相比，5月表外票据融资环比少减1226亿，或因到期量有所下降，但同比仍大幅多减1762亿。信托贷款方面，由于信托业严监管态势依旧，叠加房企融资受限，5月信托贷款持续负增，当月负增1295亿，环比小幅少减33亿，同比则多减958亿。此外，5月委托贷款维持稳定压降态势，当月负增408亿，环比多减195亿，同比少减135亿。

另外值得一提的是，在近期人民币升值背景下，外币贷款表现却比较弱。5月新增外币贷款仅7亿，虽环比多增279亿，但同比少增450亿，我们认为这主要受美元贷款利率回升抑制。

图7 表外融资增量变化



数据来源：WIND

三、5月末M2增速企稳并出现小幅反弹，直接原因是当月财政存款同比大幅少增。5月末M1增速小幅下滑0.1个百分点，除上年同期基数抬高外，5月房地产市场降温也有一定影响，或不代表实体经济活跃程度明显下降。

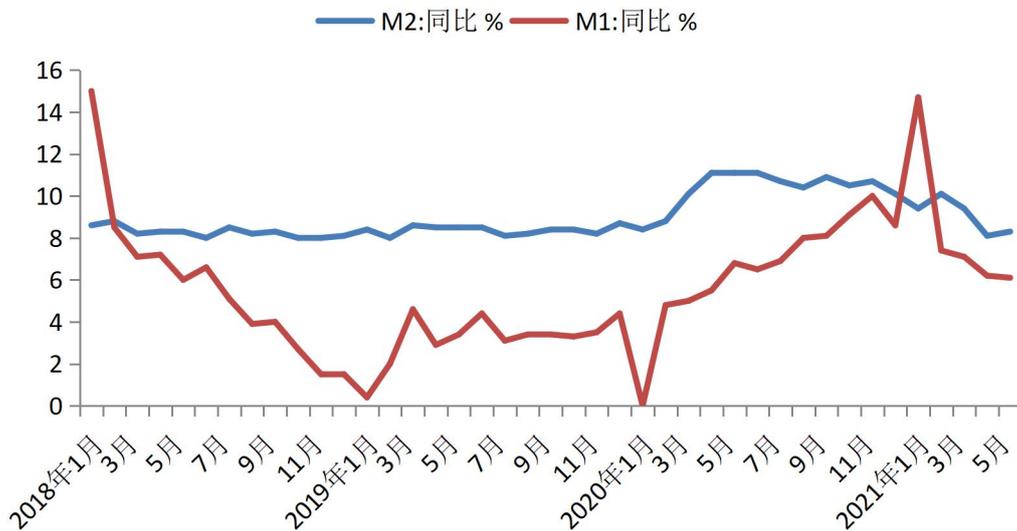
5月末，M2同比增速较上月末小幅回升0.2个百分点至8.3%，略高于市场预期，也是此前连续两个月快速下行后的首度企稳反弹。直接原因是当月财政存款同比少增3843亿（这与当月地方政府专项债发行规模较上年同期下降6460亿直接相关），据我们测算，仅此一项即可拉动M2增速加快0.18个百分点。另外，5月贷款增速下行势头放缓，存款派生压力相应减弱，以及上年同期基数保持稳定，都对本月M2增速企稳并小幅反弹起到了一定作用。

不过，本月 M2 增速仍处近一年半以来的次低水平，表明伴随经济修复过程见顶，广义货币供应量正在进入低速增长状态，有助于实现今年稳定宏观杠杆率的政策目标。

存款方面，5 月的一个重要特征是企业存款超季节性减少，与当月企业债券净融资为负的罕见现象直接相关。当月居民存款少增，非银存款大幅多增，或与 5 月资本市场走强带动存款搬家有一定关联。

5 月末 M1 同比为 6.1%，较上月末下降 0.1 个百分点，延续年初以来的下行势头。4 月 M1 同比增速下滑，一个原因是去年同期基数大幅上行了 1.3 个百分点。此外，高频数据显示，5 月 30 个大中城市商品房销量较 4 月小幅下滑，同比增速大幅下行。历史数据显示，M1 增速与房地产市场热度存在较强关联。考虑到 5 月官方制造业及非制造业 PMI 仍处于扩张区间，特别是服务业修复势头加快，5 月 M1 增速小幅下滑或不代表实体经济活跃程度有所下降。

图 8 M2 与 M1 增速



数据来源：WIND

总体上看，5 月人民币贷款规模稳定，结构改善；社融增速延续较快下行势头则主要源于当月债券融资大幅收缩；5 月末 M2 增速企稳小幅反弹，直接原因是当月财政存款同比大幅少减。5 月社融增速持续下滑及 M2 增速低位运行都表明，在经济修复接近潜在增长水平后，货币供应量增速正在向潜在名义 GDP 增速靠拢，这是今年实现稳定宏观杠杆率的必然要求。

展望未来，伴随企业债券融资修复，以及地方政府新增专项债融资规模进一步扩大，加之信贷增速有望保持基本稳定，这一轮“紧信用”过程或已接近尾声，其标志就是社融增速和 M2 增速不会再继续大幅下滑。背后的原因在于，1-5 月新增社融约 14 万亿，较上年同期下降 3.4 万亿。据我们测算，这一下降规模已基本能够完成今年稳定宏观杠杆率的目标。基于监管层最新陆家嘴讲话内容，接下来在总量增速基本保持稳定的预期下，货币政策将主要

在支持绿色发展和支持小微企业及个体工商户融资两个方向发力，监管层将推出直达实体的碳减排支持工具，加大普惠金融支持力度。这同时也意味着后期房地产融资将受到更多约束，其中居民中长期贷款有望保持同比少增势头，货币投放“有保有压”特征会进一步凸显。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳