



证券研究报告·宏观研究报告

2019年6月14日

首创宏观“茶”： 经济预期偏谨慎，稳增长依旧是宏观经济的主要任务

——5月金融数据点评

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

- 5月新增人民币贷款为11800亿元，预期13000亿元，前值10200亿元；5月M2同比增8.5%，预期8.6%，前值8.5%；5月社会融资规模增量为14000亿元，前值为13591.69亿元。我们点评如下：
- 居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款，企业中长期贷款增长情况差于短期贷款，表明居民与企业对未来经济前景的看法偏谨慎。5月先行指标制造业PMI再次跌落荣枯线，且创15年以来同期新低，预计稳增长依旧是宏观经济的主要任务；
- 预计后期社融增速在目前的水平上有所上行：一是2018年的基数逐月走低；二是专项债新政提出加快专项债券发行使用进度。但是也要看到，社融增速上行空间不会太大：1季度央行货币政策执行报告指出，“2019年以来，M2和社会融资规模增速分别保持在8%和10%以上，与名义GDP增速基本匹配”，这就指出了央行心中合意的社融增速底限是10%。此外，在宏观经济增速下行，且下半年PPI同比中枢低于上半年的情况下，2019年名义GDP增速低于2018年是大概率事件，这意味着如果严格按照“社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配”原则的话，2019年社融增速不会大幅高于2018年的9.78%。综合判断，2019年全年社融增速大概率位于11%左右。
- 我们坚持之前的观点，即2019年M2增速难言乐观，原因有两点：首先，在2019年贸易顺差收窄的背景下，外汇占款下行是大概率事件，这将减少基础货币，降低M2增速；其次，M2与社融增速应与名义GDP增速相适应，1季度名义GDP增速为7.83%，较前值下行1.31个百分点，而PPI同比下半年大概率低于上半年，这意味着名义GDP增速承压。当然，在宽货币向宽信贷传导的背景下，综合考虑，预计M2同比有望维持在8.5%左右。

目录

一、居民与企业的经济预期偏谨慎，利多房地产，利空制造业.....	4
二、社会融资规模存量增速有望小幅上行.....	6
三、M2 同比缺乏大幅上行的基础.....	8

图表目录

图 1：5 月金融机构新增人民币贷款环比与同比均多增（万亿元） 4

图 2：居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款（亿元） 5

图 3：企业中长期贷款增长情况差于短期贷款（亿元） 5

图 4：5 月社会融资规模存量同比较前值上行（万亿元；%） 7

图 5：5 月直接融资在融资结构中占比较高（%） 8

图 6：5 月表外融资依旧处于压缩态势，其总和环比小幅多减，同比大幅少减（亿元） 8

图 7：5 月 M1 同比较前值上行，M2 同比则持平于前值（%） 9

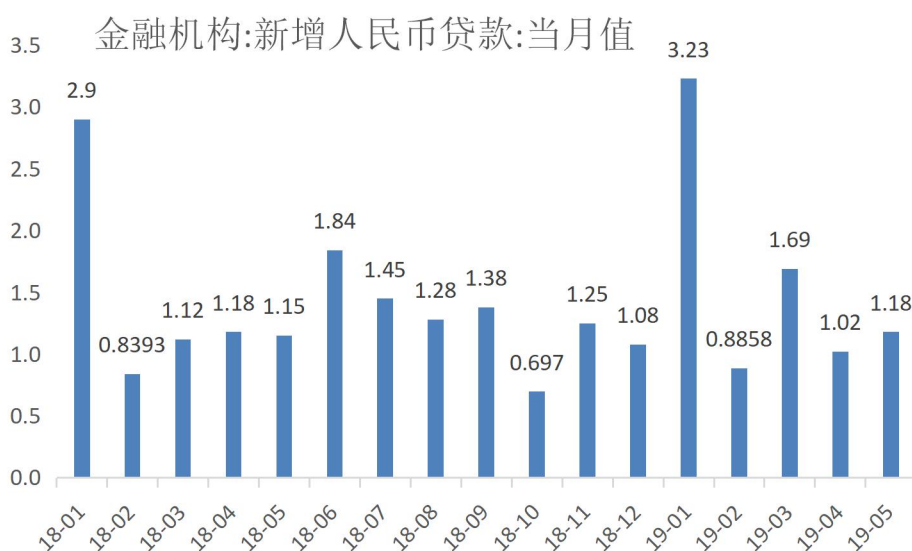
事件：5月新增人民币贷款为11800亿元，预期13000亿元，前值10200亿元；5月社会融资规模增量为14000亿元，前值为13591.69亿元；5月M2同比增8.5%，预期8.6%，前值8.5%。

点评：

一、居民与企业的经济预期偏谨慎，利多房地产，利空制造业

5月金融机构新增人民币贷款11800亿元，低于预期1200亿元，环比多增1600亿元，同比多增300亿元。短期贷款及票据融资是5月新增人民币贷款环比与同比均多增的主因：5月短期贷款及票据融资、长期贷款分别为4289.00亿元、7201.00亿元，环比分别多增2739.00亿元，多增213.00亿元，同比分别多增1207.00亿元，少增753.00亿元。分部门看，5月新增人民币贷款有两大特点：

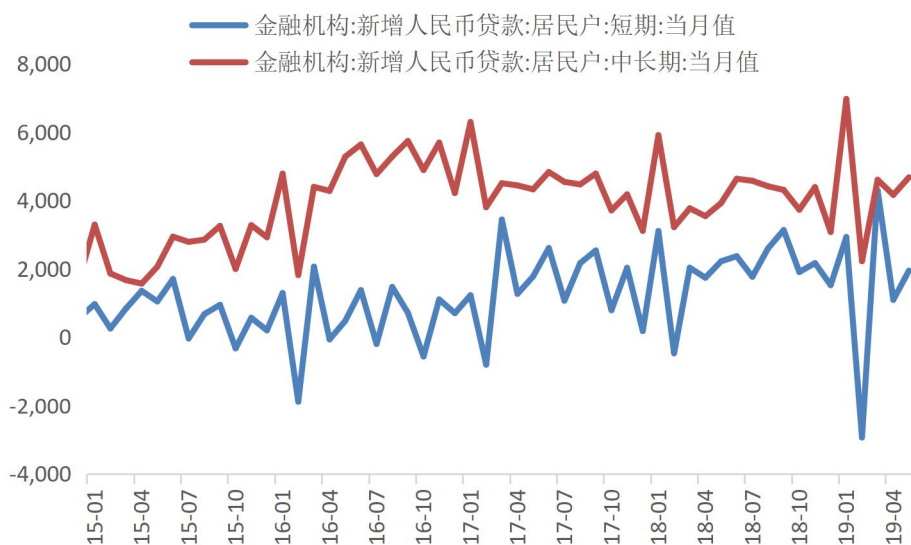
图1：5月金融机构新增人民币贷款环比与同比均多增（万亿元）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

第一，居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款。5月居民户贷款6625.00亿元，环比多增1367.00亿元，同比多增482.00亿元。其中，短期贷款与中长期贷款分别为1948.00亿元、4677.00亿元，环比分别多增855.00亿元，多增512.00亿元，同比分别少增272.00亿元，多增754.00亿元。居民户中长贷维持在较高位置，表明按揭贷款需求较为旺盛，其中一个原因是居民贷款成本边际下降，自2018年10月以来首套房贷平均利率与二套房贷平均利率持续下行。对此我们提示：房贷平均利率下行，是商业银行既定的销售策略，预计后期房贷利率大概率继续下行。这意味着商品房销售不会太差，以及房地产投资下行空间有限，不排除存在超预期的可能。

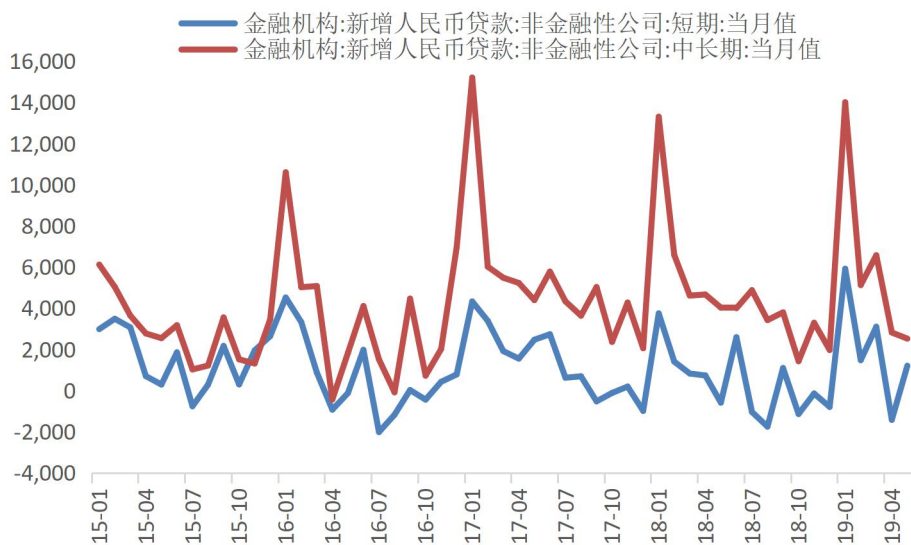
图 2：居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款（亿元）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

第二，企业中长期贷款增长情况差于短期贷款。5月非金融性公司及其他部门贷款5224.00亿元，环比多增1753.00亿元，同比少增31.00亿元。其中，短期贷款与中长期贷款分别为1209.00亿元、2524.00亿元，环比分别多增2626.00亿元，少增299.00亿元，同比分别多增1794.00亿元，少增1507.00亿元。企业中长期贷款环比与同比均少增，可能的原因是，在中美贸易争端存在不确定性的情况下，企业不看好经济前景，融资需求下降，这意味着企业扩大再生产意愿下降，后期制造业投资大概率面临利空。

图 3：企业中长期贷款增长情况差于短期贷款（亿元）



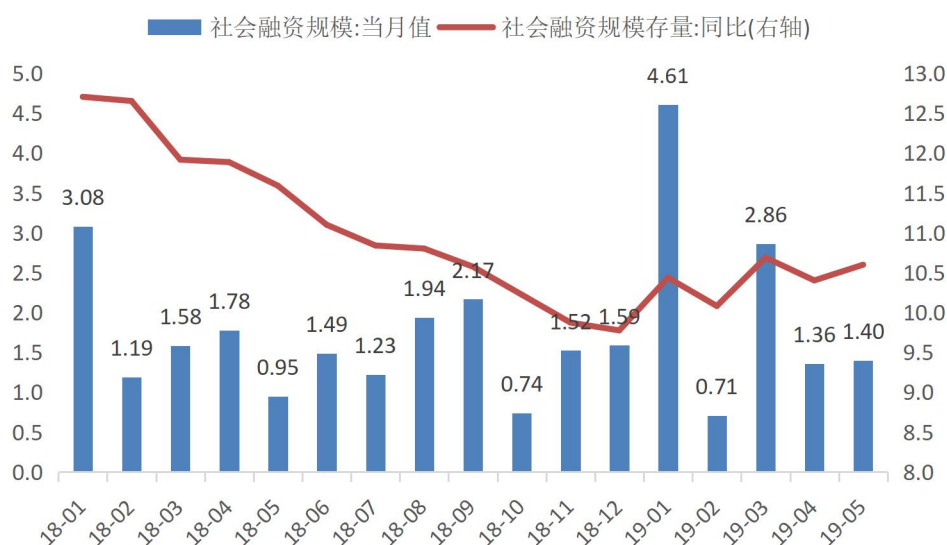
资料来源：wind，首创证券研究发展部

居民户中长期贷款增长情况好于短期贷款，企业中长期贷款增长情况差于短期贷款，表明居民与企业对未来经济前景的看法偏谨慎。5月先行指标制造业PMI再次跌落荣枯线，且创15年以来同期新低，预计稳预期、稳增长依旧是宏观经济的主要任务。

二、社会融资规模存量增速有望小幅上行

5月新增社会融资规模14000.00亿元，环比多增408.31亿元，同比多增4481.96亿元。5月社会融资规模存量同比10.60%，较前值上行0.2个百分点，较去年同期下行0.99个百分点。5月社会融资规模存量同比较前值上行的原因有以下几点：一是2018年同期基数下行，4月、5月分别为11.89%、11.59%；二是宽货币向宽信贷传导取得一定效果，5月人民币贷款存量同比为13.4%，虽然环比小幅下行0.12个百分点，但是同比上行0.76个百分点，较社会融资规模存量同比高2.8个百分点；三是5月表外融资三项新增合计为-1453.00亿元，较去年同期少减2761.85亿元，在同比上提振社融增速。预计后期社融增速在目前的水平上有所上行：一是2018年的基数逐月走低；二是专项债新政提出加快专项债券发行使用进度。但是也要看到，社融增速上行空间不会太大：1季度央行货币政策执行报告指出，“2019年以来，M2和社会融资规模增速分别保持在8%和10%以上，与名义GDP增速基本匹配”，这就指出了央行心中合意的社融增速底限是10%。此外，在宏观经济增速下行，且下半年PPI同比中枢低于上半年的情况下，2019年名义GDP增速低于2018年是大概率事件，这意味着如果严格按照“社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配”原则的话，2019年社融增速不会大幅高于2018年的9.78%。综合判断，2019年全年社融增速大概率位于11%左右。

图 4：5 月社会融资规模存量同比较前值上行（万亿元；%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在具体的分项上，5月新增人民币贷款11900.00亿元，环比多增3167.17亿元，同比多增503.82亿元；新增外币贷款191.00亿元，环比多增521.46亿元，同比多增418.96亿元。二者总和在5月新增社融中的占比达86.36%，表明直接融资在融资结构中占比较高。6月13日中国银保监会郭树清主席提出，要彻底改变直接融资、间接融资“一条腿长一条腿短”的不平衡格局。在我国产业转型升级的背景下，预计间接融资在融资结构中的占比将逐步上升，但是考虑到宽货币向宽信贷传导，直接融资在融资结构中占比较高的局面短期内不易改变。5月新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别为-631.00亿元、-52.00亿元、-770.00亿元，合计为-1453.00亿元，较前值多减26.09亿元，较去年同期少减2761.85亿元。4月19日，政治局会议强调“坚持结构性去杠杆”，5月17日，1季度央行货币政策执行报告在专栏6里重提“结构性去杠杆与稳健的货币政策”。虽然近期有个别商业银行的信用风险事件，但是结构性去杠杆政策发生大转向的概率较低，体现在

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12001

