

固收点评 20190613

5 月金融数据点评：表外有好转社融回升，专项债新规不可高估

2019 年 06 月 13 日

事件

■ **数据公布：**2019 年 6 月 12 日，央行公布 2019 年 5 月金融数据，5 月当月人民币贷款增加 1.18 万亿元，同比多增 313 亿元。人民币贷款余额 144.31 万亿元，同比增长 13.4%，增速较上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.8 个百分点。5 月当月，社会融资规模增量为 1.4 万亿元，比上年同期多 4466 亿元。而从存量口径（最新口径）来看，5 月社融存量收于 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，高于前值（同样按第一次调整的口径计算，增速为 10.4%，高于 4 月的增速）。5 月末，广义货币(M2)余额 189.12 万亿元，同比增长 8.5%，前值 8.5%。

观点

■ **新增信贷：居民贷款短减长增。**2019 年 5 月新增人民币贷款 1.18 万亿，同比多增 313 亿。对 5 月信贷，我们的分析具体如下：第一、从部门来看：居民部门贷款增加 6625 亿元，比去年同期增加 482 亿元，其中短贷和中长贷分别同比少增 272 亿和多增 754 亿；企业部门贷款增加 5224 亿元，与去年同期基本持平，其中企业短贷和中长贷分别同比多增 1794 亿和少增 1507 亿元。居民贷款增加反映出房地产销售情况或整体稳健，企业新增中长期贷款占比创年内新低，反映企业部门投资不足，融资需求下降。第二，票据融资同比少增超 300 亿，今年以来首次少增，可能与票据融资监管加强有关。

■ **社融：非标下行趋势减缓系回升主因，地方债加速发行不可高估。**5 月当月，社会融资规模增量为 1.4 万亿元，比上年同期多 4466 亿元。而从存量口径（最新口径）来看，5 月社融存量收于 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，高于前值（同样按第一次调整的口径计算，增速为 10.4%，增速高于 4 月的增速）。本月社融增速的回升主要有三方面原因：第一、去年基数相对较低。第二、非标三项负向拉动减少，对社融增速回升起到助力。第三、债券融资持续回升，对社融回暖有所助力。

■ **M2：M2 增速环比持平，非金存款或为主因。**2019 年 5 月 M2 同比增速为 8.5%，与 4 月持平。整体来看 5 月 M2 增速符合预期。第一、虽然 5 月财政存款增加 4849 亿元，同比增加 987 亿元，但 5 月非金融企业存款同比多增 1042 亿元，支撑 M1 和 M2 增速。第二，与之一体两面的社融增速略上升也支撑 M2 增速。

■ **风险提示：**制造业、房地产有下行压力。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴固收李勇·信用&政策研究：恒丰银行：战投引入风险逐渐释放》2019-06-12

2、《东吴固收李勇·政策点评：别高估了专项债新规对经济的拉动——专项债作为项目准备金的点评》2019-06-12

3、《东吴固收李勇·5 月经济数据前瞻：通胀冲刺高位，指标有所回升》2019-06-11

4、《东吴固收李勇·5 月进出口数据点评：2019 年 5 月进出口数据点评——抢出口促出口回升，内需弱致进口回落》2019-06-11

5、《东吴固收李勇·海外周报：美债倒挂加深，降息或成趋势》2019-06-10

事件：央行公布 5 月金融数据

2019 年 6 月 12 日，央行公布 2019 年 5 月金融数据，5 月当月人民币贷款增加 1.18 万亿元，同比多增 313 亿元。人民币贷款余额 144.31 万亿元，同比增长 13.4%，增速较上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.8 个百分点。5 月当月，社会融资规模增量为 1.4 万亿元，比上年同期多 4466 亿元。而从存量口径（最新口径）来看，5 月社融存量收于 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，高于前值（同样按第一次调整的口径计算，增速为 9.6%，增速高于 4 月的增速）。5 月末，广义货币(M2)余额 189.12 万亿元,同比增长 8.5%，前值 8.5%。

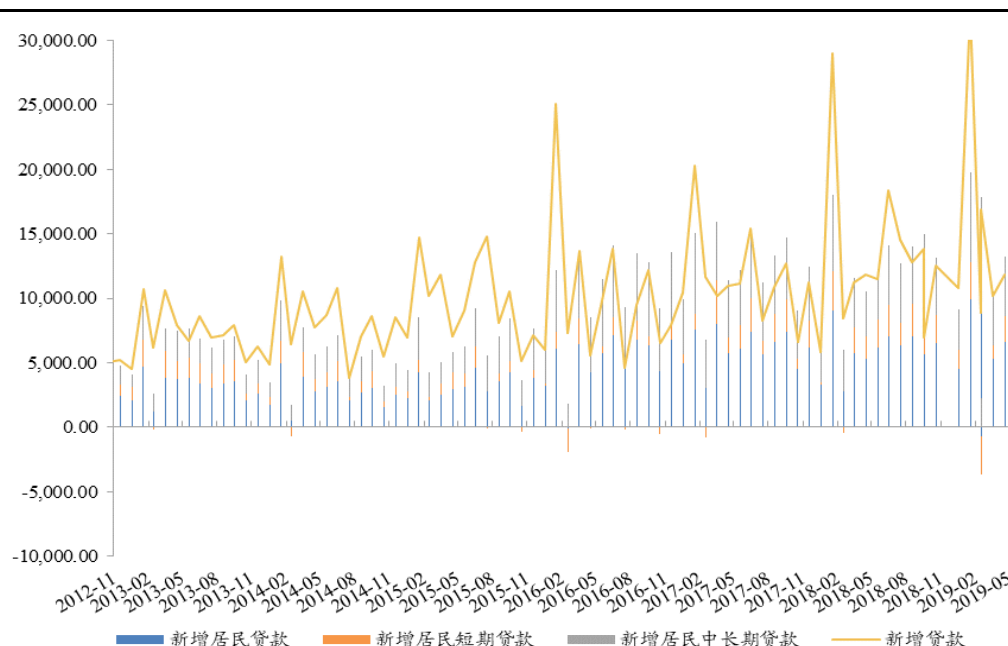
对此，我们的点评如下：

1. 新增信贷：居民贷款短减长增

2019 年 5 月新增人民币贷款 1.18 万亿，同比多增 313 亿。对 5 月信贷，我们的分析具体如下：第一、从部门来看：居民部门贷款增加 6625 亿元，比去年同期增加 482 亿元，其中短贷和中长贷分别同比少增 272 亿和多增 754 亿；企业部门贷款增加 5224 亿元，与去年同期基本持平，其中企业短贷和中长贷分别同比多增 1794 亿和少增 1507 亿元。居民贷款增加反映出房地产销售情况或整体稳健，企业新增中长期贷款占比创年内新低，反映企业部门投资不足，融资需求下降。具体分析：首先，经济基本面疲软，企业投资仍谨慎；其次，监管部门加大对中小微企业融资的考核，以及包商事件影响，商业银行避风险因素增加，中长期贷款发放比短期贷款困难；最后，中美贸易摩擦不断，美国加征关税，导致企业外需减弱，进而导致投资减缓。第二，票据融资同比少增超 300 亿，今年以来首次少增，可能与票据融资监管加强有关。

5 月信贷各分部门的贡献呈现如下特点：本月票据融资拉动值为-2.74 个百分点，自 2018 年以来首次降为负值，大幅低于 4 月水平。居民部门拉动值为 4.19，由负转正。

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

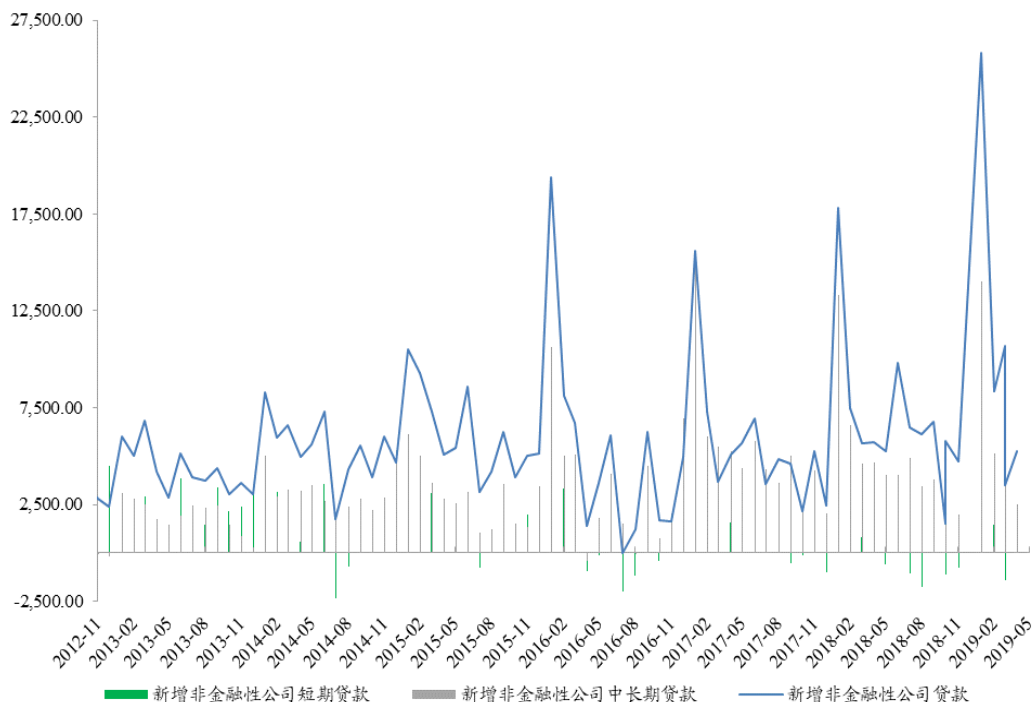
5月人民币贷款增加1.18万亿元，同比多增313亿元。分部门看，住户部门贷款增加6625亿元，其中，短期贷款增加1948亿元，中长期贷款增加4677亿元；非金融企业及机关团体贷款增加5224亿元，其中，短期贷款增加1209亿元，中长期贷款增加2524亿元，票据融资增加1132亿元；非银行业金融机构贷款新增58亿元。

表 1：人民币贷款细项的拉动情况（单位：%）

年份	2018 年										2019 年				
月份	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
新增信贷同比	9.8	7.27	3.6	19.48	75.65	17.43	8.66	5.1	11.61	84.8	11.38	5.54	50.89	-13.56	2.61
居民部门	-22	-3.87	0.33	-2.02	8.82	3.46	1.54	17.11	3.17	20.7	3.04	-41.19	28.35	-0.22	4.19
非金融企业	19.28	5.81	-3.66	18.62	35.93	11.9	16.83	-9.64	4.8	39.37	27.59	10.65	44.7	-19.11	-0.27
非银行业金融机构	11.11	4.95	6.92	5.43	29.47	0.68	-11.74	-3.98	3.98	26.78	-18.1	35.93	-22.38	6.2	-0.73
票据融资	37	18.24	26.27	29.51	49.06	34.69	13.89	21.74	17.46	34.08	16.6	29.43	62.27	15.69	-2.74

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 社融：非标下行趋势减缓系回升主因，地方债加速发行不可高估

2019 年 5 月当月，社会融资规模增量为 1.4 万亿元，比上年同期多 4466 亿元。而从存量口径（最新口径）来看，5 月社融存量收于 211.06 万亿元，同比增长 10.6%，高于前值（同样按第一次调整的口径计算，增速为 9.6%，增速高于 4 月的增速）。本月社融增速的回升主要有三方面原因：第一、去年基数相对较低。第二、非标三项负向拉动减少，对社融增速回升起到助力。第三、债券融资持续回升，对社融回暖有所助力。

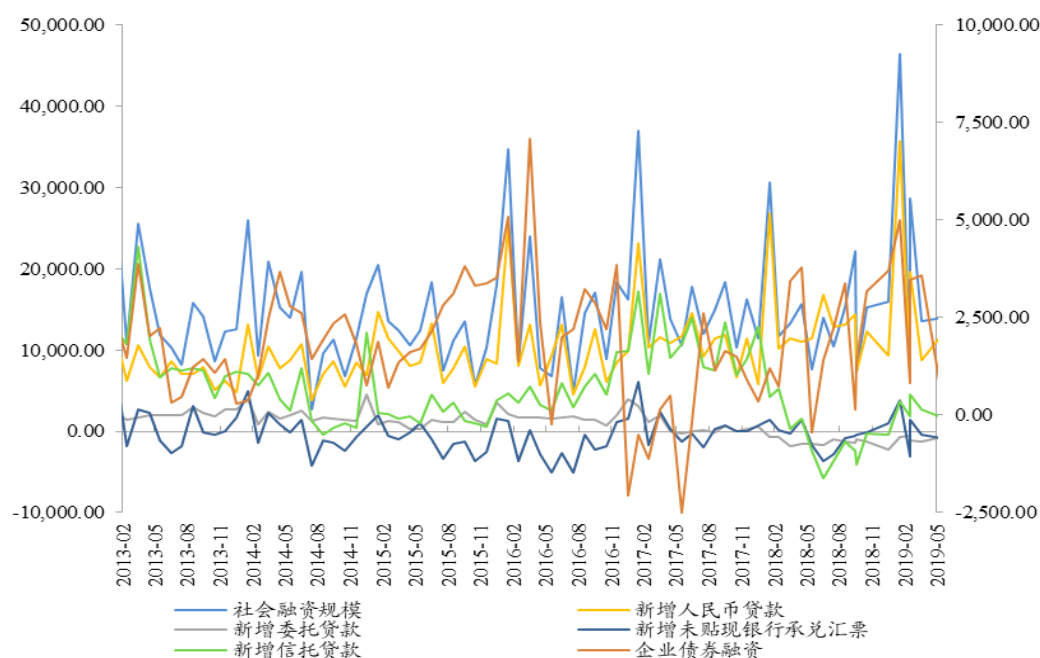
从分项角度来分析：第一、信贷以及非标对社融有所拖累，具体数据上：4 月信贷以及债券融资对社融的拉动分别为 8.87 和 1.06 个百分点，信贷拉动比 4 月份略低。信贷拉动较低原因有三：首先、5 月为传统信贷小月，本月信贷 1.18 万亿，低于市场预期就是明证。其次、信贷中中长期贷款受监管考核力度加强，“包商”事件等因素影响有所下降。最后、内需疲敝、贸易战影响外需，资金成本较高等因素致使企业的融资意愿相对较低。第二、非标三项下行趋势依旧，但下行趋势减缓，委贷、信托、票据对社融存量增速拉动分别收于 -0.71, -0.33 和 -0.33 个百分点，与 4 月相比三分项多拉动 0.14

个百分点。第三、从拉动来看，地方政府专项债对社融拉动相对稳定。第四、与4月相比、债券融资表现较好，股票融资相对较差，直融拉动力度不强。

除去分析社融分项的变化之外，我们重点关注一下地方政府专项债加速发行对社融的影响：1-5月地方政府专项债发行约8700亿元，按计划约剩余1.3万亿，且将于9月份之前发完，并可将其中部分用于基建项目的准备金。对此、我们认为不应高估项目债新规对社融的拉动力度。首先、《新规》仅是专项债的加速发行，而并未扩大发行规模，对社融不会起到增量作用。其次、以央行口径来看，2018年专项债发行最多的月份也是集中在6-9月（全年共发1.78万亿，6-9月发行1.44万亿），因此专项基数较大，对社融拉动相对有限。第三、从发行节奏来看，如果按照全年2.15万亿来测算，9月发完，那么9月专项债对社融拉动值仅为1.14个百分点，拉动并不高（5月是1.24个百分点）。如果按照6-9月平均分配（理想情况）发行，专项债拉动最高的月份是7月，拉动值约为1.41个百分点，助力相对有限。

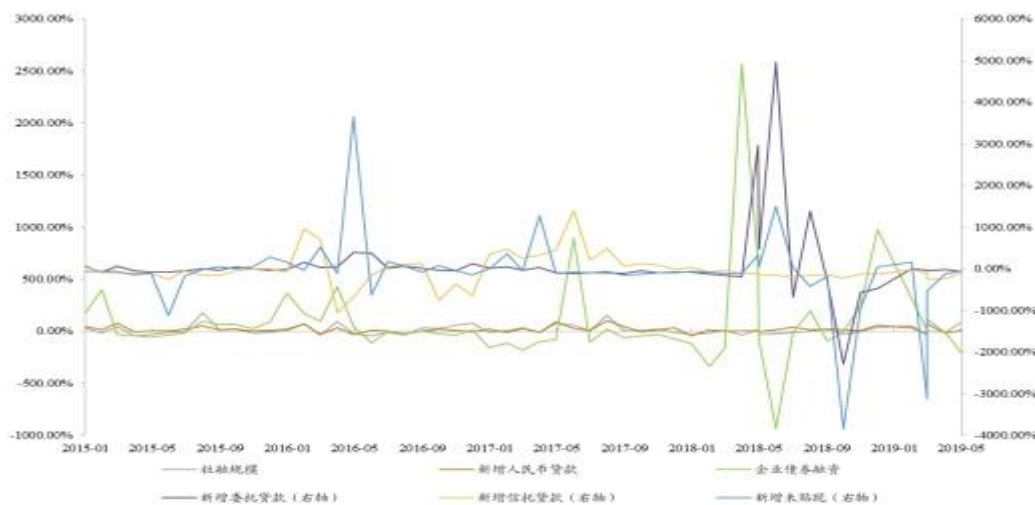
因此综合判断，短期内社融仍有回升的趋势，但其高点仍在6、7月之间，三季度社融将会有所下行。专项债对社融的助力，预计在6、7、8月较为明显。结合基本面以及基数效应因素考虑，社融高点预计将在6-7月出现，与我们之前的估计相一致，随后下行，9月将降至相对低点。

图3：社融规模（单位：亿元）



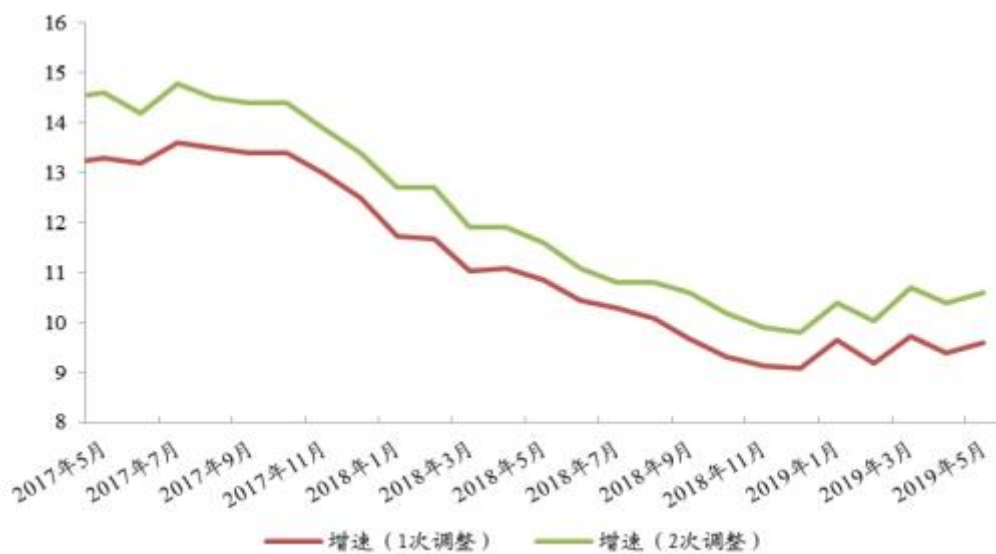
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：社融各项同比增速（单位：%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5：社融新旧口径同比增速对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：社融新旧口径的对比（单位：万亿、%）

指标名称	社融（1次调整）	社融（2次调整）	增速（1次调整）	增速（2次调整）
2018 年 1 月	180.29	185.77	11.74	12.7
2018 年 2 月	181.43	186.92	11.69	12.7
2018 年 3 月	182.81	188.37	11.03	11.9
2018 年 4 月	184.38	190.02	11.1	11.9
2018 年 5 月	185.2	190.94	10.87	11.6
2018 年 6 月	186.53	192.37	10.45	11.1
2018 年 7 月	187.45	193.46	10.3	10.8
2018 年 8 月	188.8	195.24	10.1	10.8
2018 年 9 月	190.12	197.3	9.67	10.6
2018 年 10 月	190.62	197.89	9.32	10.2
2018 年 11 月	192.07	199.3	9.14	9.9
2018 年 12 月	193.5	200.7	9.08	9.8
2019 年 1 月	197.7	205.08	9.7	10.4
2019 年 2 月	198.13	205.68	9.2	10.1
2019 年 3 月	200.6	208.41	9.7	10.7
2019 年 4 月	201.71	209.68	9.4	10.4
2019 年 5 月	202.96	211.06	9.6	10.6

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表 3：2019 年 5-12 月逐月数据预测汇总

季度	1 季度			2 季度 (E)			3 季度 (E)			4 季度 (E)		
季度占比 (单位: %)	35.00%			23.34%			21.35%			20.27%		
月度	一月	二月	三月	四月	五月	六月 (E)	七月 (E)	八月 (E)	九月 (E)	十月 (E)	十一月 (E)	十二月 (E)
社融存量同比 (单位: %)	10.42	10.08	10.69	10.40	10.60	10.99	10.90	10.90	10.60	10.79	10.84	10.89
社融存量值 (单位: 亿元)	205.07	205.68	208.40	209.68	211.06	213.51	214.55	216.52	218.18	219.24	220.90	222.61
M2 增速 (单位: %)	8.40	8.00	8.60	8.50	8.50	8.50	8.40	8.50	8.80	8.30	8.40	8.50

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表 4：专项债拉动的分析与预测

指标名称	社会融资规模存量 (单位: 万亿)	社会融资规模存量:地方政府专项债券 (单位: 万亿)	社会融资规模:地方政府专项债券:当月值 (单位: 亿)	地方债的拉动 (单位: %)
2018/5/31	190.94	5.74	1011.56	
2018/6/30	192.37	5.84	1019	
2018/7/31	193.46	6.03	1850.81	
2018/8/31	195.24	6.44	4105.99	
2018/9/30	197.27	7.18	7389.02	
2018/10/31	197.89	7.26	867.77	
2018/11/30	199.29	7.23	140	
2018/12/31	200.75	7.27	362.05	
2019/1/31	205.07	7.38	1087.9	1.02%
2019/2/28	205.68	7.55	1771.01	1.10%
2019/3/31	208.4	7.81	2531.97	1.19%
2019/4/30	209.68	7.97	1678.74	1.23%
2019/5/31	211.06	8.1	1251	1.24%
2019/6/30 (E)	211.39	8.43	3292.73	1.34%
2019/7/31 (E)	211.72	8.76	3292.73	1.41%
2019/8/31 (E)	212.05	9.09	3292.73	1.36%
2019/9/30 (E)	202.9	9.42	3292.73	1.14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_12006

