

宏观点评

关注两座“大山”，降准降息升温—5月金融数据点评

事件：5月新增信贷1.18万亿元，预期1.30万亿，前值1.02万亿元；5月新增社融1.40万亿，前值1.36万亿元；5月M2同比8.5%，预期8.6%，前值8.5%；M1同比3.4%，前值2.9%。

核心结论：

1、5月信贷和社融平稳增加，总量超越季节性，流动性较为充裕，指向“信用底”确实已现，社融确认企稳，但企业投资意愿仍低，结构性矛盾犹存。

- **5月新增信贷超越季节性，企业贷款维持弱势。**分结构看，居民中长贷续增印证地产韧性，居民短贷较弱预示消费仍差；企业中长贷续弱反映实体有效需求仍不足；表内和表外票据走势继续分化，反映银行消化部分存量未贴现票据。从信贷结构来看，短期稳经济还需靠地产和基建，制造业投资仍有下行压力，消费也难言企稳。
- **5月社融总量和存量增速双双高于季节性，但结构仍差：**一是警惕表外融资的虚假“好转”，同比改善主因去年资管新规导致非标大幅收缩，环比来看，表外融资企稳仍需等待。二是债券发行平淡，预计随着企业债券季节性因素的消退和6-9月专项债发行的提速，债券发行有望回升。
- **M1、M2反映企业现金流略有改善，积极财政将继续发力。**M1-M2剪刀差自2018年2月以来连续16个月为负，5月负的缺口有所收窄。维持此前判断，预计随着积极财政政策的进一步落地，财政存款有望整体低于去年水平，同时为M2的增长释放活力。

2、5月金融数据略显平淡，主因两大“大山”（贸易摩擦和包商事件）影响还未充分显现到5月的数据中。往后看，贸易摩擦和破刚兑事件预计对信贷和社融形成扰动，货币政策则将相机抉择、延续宽松，降准降息升温。

- **警惕贸易摩擦和包商事件对6月流动性可能的冲击，**即关税拖累下中小企业贷款意愿可能更加低迷；同业存单发行尚在回暖过程中，市场风险偏好仍未显著回升，中小银行可能被动缩表，拖累信贷和社融。
- **6月央行大概率加大公开市场投放，6月流动性无忧。**公开市场连日来央行、银保监会、金融委办公室相继“喊话”，旨在维稳包商事件和呵护中小行流动性。鉴于6月6日央行增量续做MLF 5000亿元，加之既定的6月17日再次下调县域农商行人民币存款准备金率1个百分点，6月降准预期短期有所降低。我们认为，鉴于短期流动性冲击较大，6月又迎来资金面年中大考，央行仍可能窗口指导大行买入中小行的同业存单和二级债，并可能利用“OMO”和“TMLF”等组合释放流动性。
- **往后看，降准降息预期再成可能。**美联储降息通道打开，我国政策宽松的空间加大，再叠加央行行长表态“如果事态恶化，中国的利率、存款准备金率还具备充足的空间”，降准“降息”（甚至降基准利率）可期。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据》2019-05-10
- 2、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？——3月金融数据点评》2019-04-14
- 3、《社融大概率就此企稳，经济底何时出现？——兼评2月金融数据》2019-03-10
- 4、《央行四季度货币政策报告的8大信号，关注我国信用自主创造》2019-02-22
- 5、《关注巨量社融两细节，继续跟踪信用拐点四线索——1月金融数据点评》2019-02-17
- 6、《信用拐点将至，可跟踪4条线索——2018年金融数据点评》2019-01-16



内容目录

流动性整体较为充裕，结构性矛盾短期尚难解决	3
信贷平稳增加，居民中长贷仍是支撑	3
社融增速再回升，但表外融资难言企稳	4
M1、M2 反映企业现金流略有改善，积极财政将继续发力	5
关注两座“大山”的冲击，降准降息再成政策备选	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 5 月信贷增量仍超季节性	3
图表 2: 年初以来居民中长贷占比有所攀升	4
图表 3: 企业盈利增速下行制约贷款意愿	4
图表 4: 社融存量增速再回升	4
图表 5: 5 月社融好于季节性主因非标少减	5
图表 6: 1996 年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已 16 个月连负	6

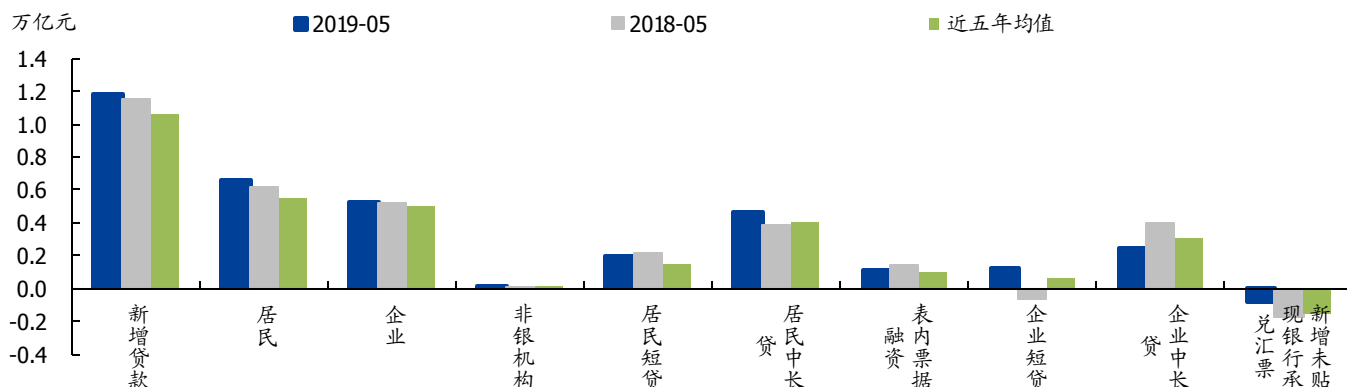
流动性整体较为充裕，结构性矛盾短期尚难解决

信贷平稳增加，居民中长贷仍是支撑

5 月新增人民币贷款 11800 亿元，环比多增 1600 亿元。信贷数据基本符合预期，具体释放以下 4 个信号：

- 1) 新增信贷超越季节性，即较 2018 年同期多增 300 亿元，较近五年均值多 1147 亿元，整体来看流动性较为充裕。
- 2) 居民中长贷连续 4 个月在 4000 亿元以上，5 月新增居民中长贷 4677 亿元，同比多增 754 亿元，反映地产销售韧性仍强。居民短贷维持弱势，同比少增 272 亿元，与 5 月乘用车销量同比下降 17.37% 相印证，消费仍差。
- 3) 企业短贷增量明显，中长贷仍低于季节性。5 月新增企业短贷 1209 亿元，较近五年均值多增 555 亿元；新增企业中长贷 2524 亿元，较近五年均值少增 541 亿元。中长贷维持低位，反映实体企业资本开支需求仍较弱，叠加企业盈利尚未见底，后续制造业投资可能继续下滑。

图表 1: 5 月信贷增量仍超季节性

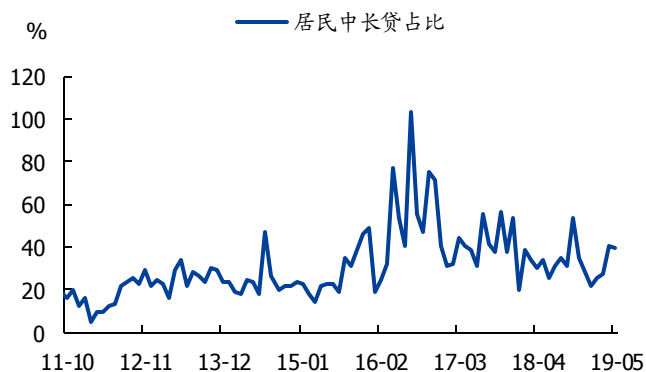


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 4) 票据可能继续消化存量，企业端加杠杆已经从依托票据转向依托企业短贷。5 月表内票据贴现新增 1132 亿元，新增未贴现银行承兑汇票减少 770 亿元，继续反映银行承兑汇票从表外向表内的转化，预计消化部分未贴现票据的存量规模。此前我们提示跟踪信贷“票据高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导效果，现在大概率处于票据向企业短贷的转化，未来还需密切关注短贷是否能够企稳。

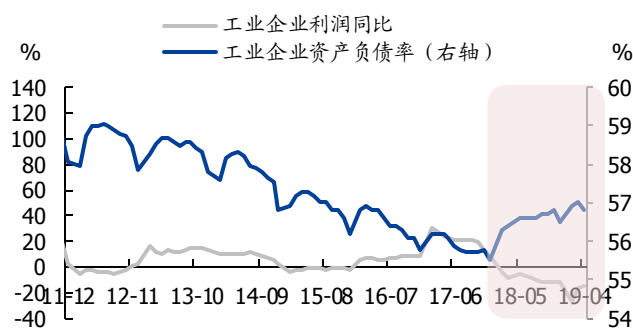
综上所述，我们认为 5 月信贷规模总体尚可，但结构性调整非一蹴而就，在企业盈利尚未显著好转的情况下，无节制地增加信贷只会加大杠杆，因此企业中长贷的企稳还需配合 PPI 回升和盈利企稳。从信贷结构来看，短期稳经济还需靠地产和基建，也即需要“宽财政”支持。

图表 2: 年初以来居民中长贷占比有所攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 企业盈利增速下行制约贷款意愿



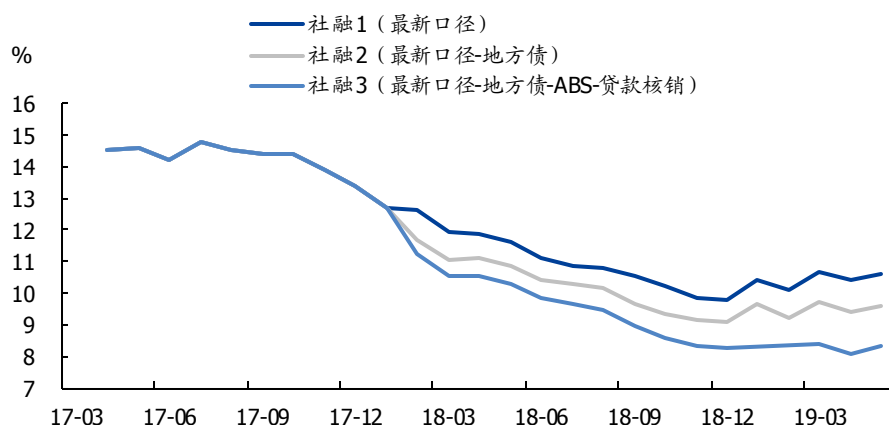
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

社融增速再回升，但表外融资难言企稳

5月新增社会融资规模14000亿元，环比小幅多增408亿元，基本符合市场预期。具体看主要释放了以下3大信号：

1) 总量稳。低基数效应下社融存量增速再回升，新增社融规模亦超季节性。去年5月受资管新规影响，非标融资大幅收缩4214亿元，导致社融近腰斩，单月仅新增9518亿元。与之相比，今年5月新增社融同比多增4482亿元，较近五年均值多增2836亿元。在低基数效应下，三类口径社融存量增速均回升，新口径回升0.2个百分点至10.6%。

图表 4: 社融存量增速再回升

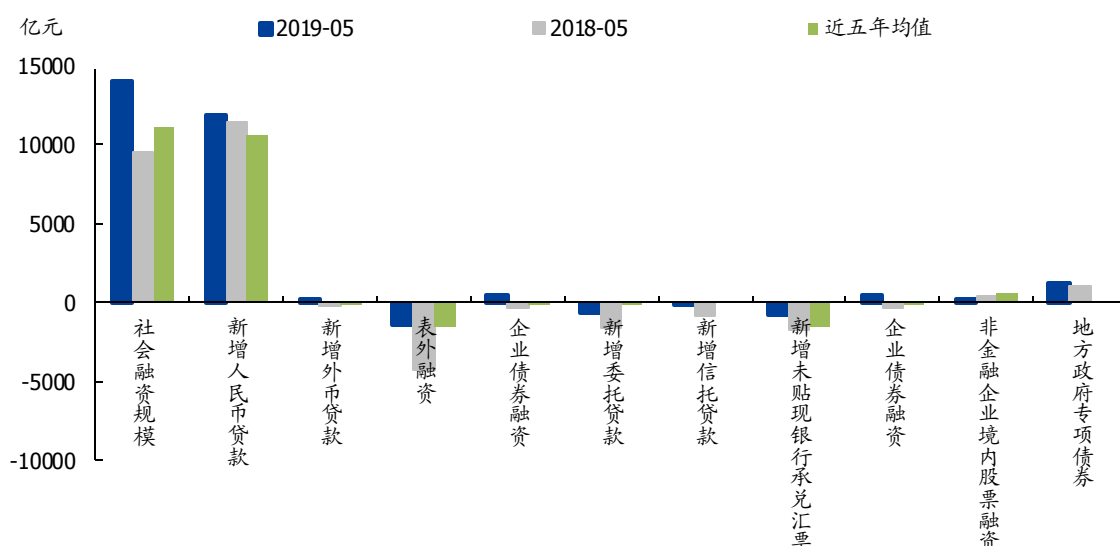


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 非标尚未企稳，警惕同比好转的“假象”。5月新增委托贷款-631亿元、信托贷款-52亿元、未贴现银行承兑汇票-770亿元，合计表外融资减少1453亿元，较去年同期少减2762亿元。表外融资超季节性表现成为支撑社融同比改善的主因，但需要注意的是，由于去年受资管新规影响，表外大量收缩导致低基数，如果我们看年初以来表外融资的环比表现，表外企稳尚待时日。

3) 债券发行平淡, 企业债券新增 259 亿元, 地方专项债新增 1251 亿元, 不过受低基数影响, 这两项表现仍超季节性。这主要因为 5 月为企业债发行淡季, 且去年地方债发行集中于下半年。往后看, 预计随着企业债券季节性因素的消退和 6-9 月专项债发行的提速, 债券发行量预计好转。截至 5 月 31 日, 以财政部口径的 1-5 月累计发行新增一般债 5998 亿元, 新增专项债 8600 亿元, 合计发行新增地方政府债 14598 亿元。与限额相比, 新增一般债剩余发行额为 3302 亿元, 新增专项债剩余发行额为 1.29 万亿元, 合计 1.62 万亿元。考虑到 4 月 30 日发布的《财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见》要求“2019 年 6 月底前完成提前下达新增债券额度的发行, 争取在 9 月底前完成全年新增债券发行”, 假设实际完成计划的 90%, 那么我们预计 6-9 月新增地方债月均发行规模约为 3646 亿元, 其中专项债月均发行 2900 亿元。

图表 5: 5 月社融好于季节性主因非标少减



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

M1、M2 反映企业现金流略有改善, 积极财政将继续发力

5 月 M2 同比 8.5%, 持平前值 8.5% 且高于去年同期的 8.3%; M1 同比 3.4%, 略高于前值 2.9%。M1-M2 剪刀差自 2018 年 2 月以来连续 16 个月为负, 负缺口有所收窄。

存款结构方面, 5 月新增居民存款 2417 亿元, 同比多增 251 亿元; 新增企业存款 1181 亿元, 同比多增 1042 亿元, 企业现金流有所改善; 新增非银机构存款 409 亿元, 同比少增 1735 亿元, 可能与风险偏好降低下理财、货基等赎回有关; 新增财政存款 4849 亿元, 同比多增 987 亿元, 反映财政支出力度较 4 月下滑。维持此前判断, 预计随着积极财政政策的进一步落地, 财政存款有望整体低于去年水平, 同时为 M2 的增长释放活力。

图表 6: 1996 年以来, M1-M2 “剪刀差”为负的情形统计, 当前已 16 个月连负

时间段	持续月份	M1-M2 剪刀差均值
1996 年 1 月-1997 年 5 月	17 个月	-9.0%
1997 年 10 月-1999 年 9 月	24 个月	-3.0%
2001 年 7 月-2002 年 9 月 (期间有 3 个月为正)	15 个月	-1.3%
2003 年 4 月-2004 年 1 月	10 个月	-1.5%
2004 年 7 月-2006 年 10 月 (期间有 1 个月为正)	28 个月	-3.5%
2008 年 5 月-2009 年 8 月	16 个月	-5.7%
2011 年 1 月-2015 年 9 月	57 个月	-6.0%
2018 年 2 月-至今	16 个月或更长?	-4.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

关注两座“大山”的冲击, 降准降息再成政策备选

与 1-4 月的大起大落相比, 5 月金融数据略显平淡, 主因两大“不确定事件”(贸易摩擦和包商事件)影响还未充分显现到 5 月数据中。往后看, 贸易摩擦和破刚兑事件可能对 6 月流动性造成一定冲击, 即关税拖累下中小企业贷款意愿可能更加低迷; 同业存单发行尚在回暖过程中, 市场风险偏好仍未显著回升, 从而导致中小银行被动缩表, 拖累信贷和社融。

对应到货币政策, 央行和银保监会表示多措并举对冲风险事件的不利影响, 6 月货币将精准滴灌、延续宽松。6 月 9 日银保监会答记者问表示包商银行资产负债平稳运行, 中小银行总体风险完全可控; 同日金融委办公室召开会议研究维护同业业务稳定, 人民银行表示将保持金融市场流动性合理充裕, 并对中小银行提供定向流动性支持。鉴于 6 月 6 日央行增量续做 MLF 5000 亿元, 同时 5 月的定向降准计划中包括 6 月 17 日再次下调县域农商行人民币存款准备金率 1 个百分点, 6 月降准预期短期有所降低。我们认为鉴于短期流动性冲击较大, 6 月又迎来资金面年中大考, 央行仍可能窗口指导大行买入中小行的同业存单和二级债, 并可能利用“OMO”和“TMLF”等组合释放流动性。

继续往后看, 下调存款准备金率和下调存贷款基准利率也将成为政策备选项。一方面, 去年以来, 我国已经 6 次降准并创设了定向中期借贷便利进行“定向降息”, 可以说, 我

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_12047

