

信贷平稳，低基数助推社融增速回升

——2019年5月金融数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280519040001

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● **信贷数据平稳，符合市场预期。**居民中长期贷款和非金融企业短期贷款助推信贷表现平稳。信贷小幅回升的主要贡献来自居民的中长期贷款、非金融企业短期贷款。非金融企业贷款依然较为疲软，中长期贷款持续回落至2524亿元，比去年同期少增1507亿元，说明企业投资意愿不强，可见实体经济融资需求难言旺盛。**中长期贷款占比下降，经济增长内生动力有待提高。**5月中长期贷款总额达到7201亿元，占全部贷款比重为61%，较上月回落了7.5个百分点，可见融资结构并未出现显著改善，除了地产回暖其他贷款指标显示企业当前投资动力不强，经济增长内生动力有待提高。

● **低基数助推社融增速回升。**5月社融新增1.4万亿元，比上年同期多4466亿元，增速升至10.6%，较上月回升0.2个百分点。社融增速回升更多来自于低基数效应和强信贷。从结构上来看，一是低基数效应助推社融增速回升。二是非标融资延续下滑趋势，对社融的贡献为负。随着非标到期，更多的非标将转化为表内融资，非标对社融的负面影响在2019年资管新规之下将会进一步延续。三是信贷投放和专项债发行与去年持平，对社融贡献较低。5月专项债发行并未放量，未来随着专项债发行及相关配套融资措施落地，将会增加4500亿元基建投资基金来源，拉动基建投资增速回升2.5个百分点，显著提升社融增速。在4月份社融出现回落后，5月社融环比虽然没有显著增加，但是由于2018年金融去杠杆和信用收缩，导致的低基数效应助推了5月社融增速回升。随着《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》的落实，专项债将会在2019年下半年发力，推动社融增速回升，宽信用效果逐步显现。

● **货币政策以稳为主，M2增速保持平稳。**5月末，M2余额同比增长8.5%，增速与上月末持平。其中信贷同比多增313亿元，对拉升M2同比增速贡献有限，但是非标同比少减2761.85亿元，虽然不是所有非标都会创造M2，但这至少说明非标的监管正在放松，整体上有助于拉升M2同比增速。M1增速也较上月出现回升，主要贡献来自于地产销售的回暖。

● **社融增速有望进一步回升。**虽然6月份资金缺口较大，整体流动性较为紧张，但是当前经济实际增速与潜在增速非常相近，在产出缺口接近零时，通过货币政策刺激经济的效果将会大打折扣，只会带来通胀水平的上升，同时近期通胀水平回升和汇率贬值压力以及宏观杠杆率上升成为央行货币政策的掣肘，因此央行通过增信以及MLF超量续作等方式呵护市场流动性，未来在低基数和强信贷作用下，随着专项债发行进度加快和相关配套融资措施落地，社融将会显著回升，宽信用效果也会逐步显现。目前市场较为焦灼，多空因素交织在一起，最终利空因素逐步释放，有助于支撑市场的进一步反弹。

风险提示：通胀大幅上行、海外市场不确定性增强

相关报告

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

信贷、非标拖累社融增速回落——2019年5月份金融数据点评

2019-05-09

结构性货币政策再发力——央行定向降准点评

2019-05-06

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

同样的药方，不一样的味道——央行TMLF操作点评

2019-04-24

天量社融可持续存疑，短期债市承压——2019年一季度金融数据点评

2019-04-14

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 信贷数据平稳，符合市场预期.....	3
2、 低基数助推社融增速回升.....	5
3、 货币政策以稳为主，M2 增速保持平稳.....	6
4、 社融增速有望进一步回升.....	7

图表目录

图 1: 5 月份新增人民币贷款同比小幅多增（亿元）	3
图 2: 新增短期贷款及票据融资占比回升.....	4
图 3: 新增居民短贷和中长期贷款规模回升（亿元）	4
图 4: 企业短期贷款同比多增，但中长期贷款同比少增（亿元）	4
图 5: 社融增量分解（亿元）	5
图 6: 非标融资拆解（亿元）	6
图 7: 社融存量同比增速回升（%）	6
图 8: M2 同比增速持平于前值（%）	7
图 9: M1 增速与商品房销售增速（%）	7

事件：2019年6月12日，央行公布2019年5月份金融数据显示，5月份新增人民币贷款1.18万亿元，同比多增313亿元；5月份社会融资规模增量为1.4万亿元，同比增长10.6%，较上月回升0.2个百分点，同比多增4466亿元；5月末，M2余额189.12万亿元，同比增长8.5%，增速与上月末持平，比去年同期高0.2个百分点；M1余额同比增长3.4%，增速比上月末高0.5个百分点，比上年同期低2.6个百分点；M0同比增长4.3%，当月净回笼现金1167亿元。

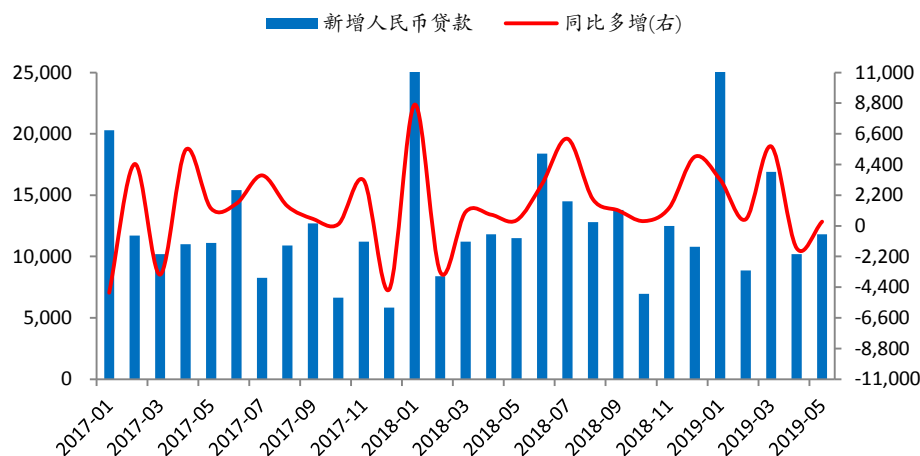
1、信贷数据平稳，符合市场预期

居民中长期贷款和非金融企业短期贷款助推信贷表现平稳。5月份新增人民币贷款1.18万亿元，同比多增313亿元，信贷小幅回升的主要贡献来自居民的中长期贷款、非金融企业短期贷款。其中，居民部门中长期贷款增加4677亿元，同比多增754亿元，这与前期地产销售稳步增长有关。非金融企业贷款依然较为疲软，其中，短期贷款继续增加1209亿元，同比多增1794亿元，但是中长期贷款持续回落至2524亿元，比去年同期少增1507亿元，说明企业投资意愿不强以及商业银行风险偏好依旧较低，商业银行通过短期贷款冲量明显，金融机构对实体经济的支持仍待加强。

中长期贷款占比下降，经济增长内生动力有待提高。5月中长期贷款总额达到7201亿元，占全部贷款比重为61%，较上月回落了7.5个百分点，可见融资结构并未出现显著改善，除了地产回暖带来居民中长期贷款显著增加外，其他贷款指标显示企业当前投资动力不强，经济增长内生动力有待提高。

总体来看，5月信贷数据整体表现较为平稳，符合市场预期，信贷投放结构中短贷占比有所上升，中长期贷款占比下降，实体经济融资需求难言旺盛。当月信贷投放中，新增居民贷款占比56.14%，较上月提高了4.6个百分点，为2019年之最。在全部新增贷款中，居民部门中长期贷款占比较高，可见前期房地产市场回暖，显著推升了居民杠杆率。而非金融企业贷款需求并不旺盛，其中短贷增加更多是由于受票据融资监管，部分票据融资转化为短贷，中长期贷款一直占比较低，由此可见，实体经济融资需求难言改善，宽信用政策仍然需要稳步推进。目前经济还未企稳，通胀已经出现苗头，中美摩擦升级导致不确定性增加，未来货币政策工具依然充足，迫切需要积极财政和货币政策发挥合力，推动整个信贷结构改善稳定需求，同时，通过改革提高潜在经济增长水平。

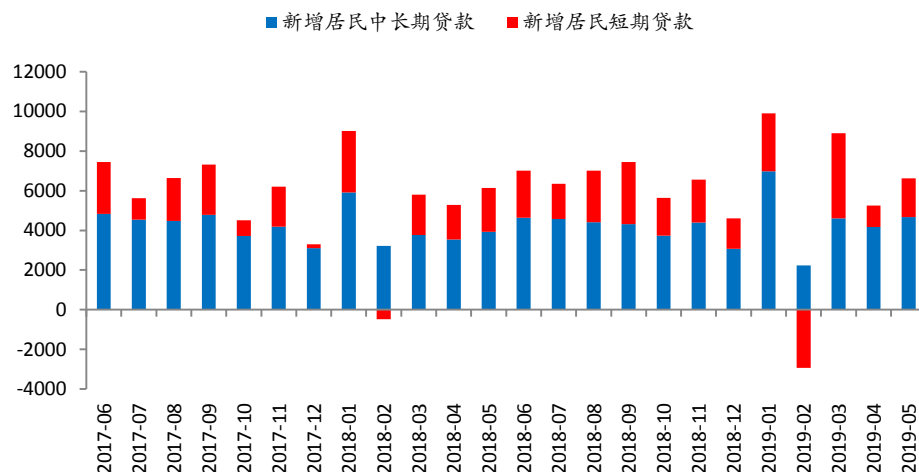
图1：5月份新增人民币贷款同比小幅多增（亿元）



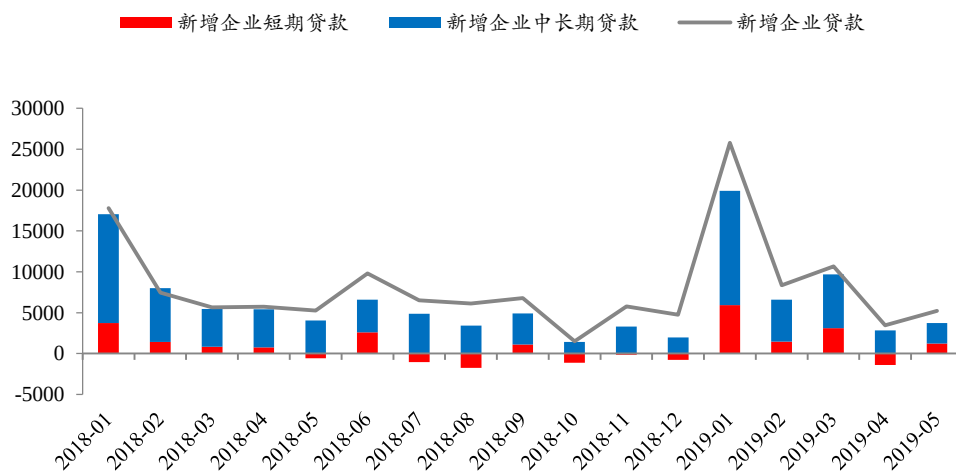
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款及票据融资占比回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 新增居民短贷和中长期贷款规模回升（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 企业短期贷款同比多增，但中长期贷款同比少增（亿元）

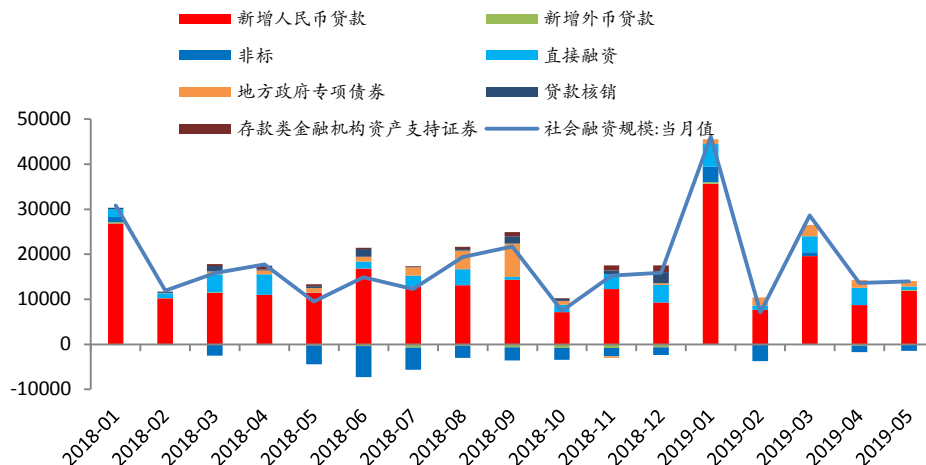
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、低基数助推社融增速回升

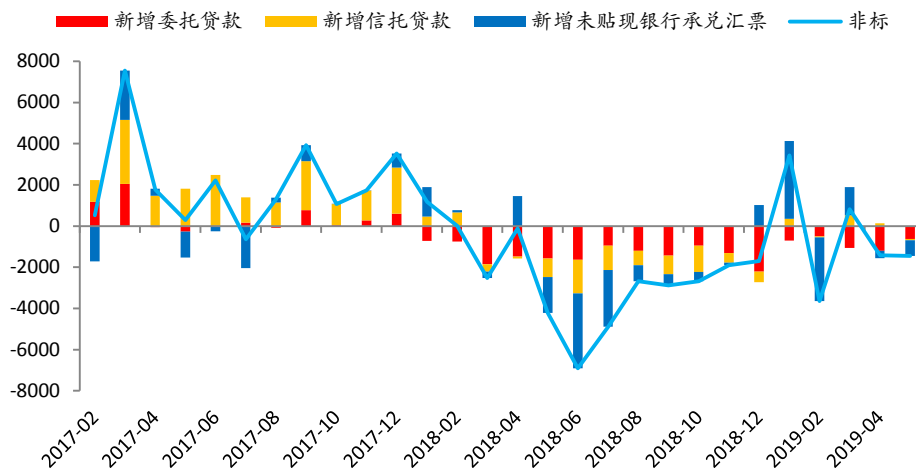
5月社融新增1.4万亿元，比上年同期多4466亿元，增速升至10.6%，较上月回升0.2个百分点。社融增速回升更多来自于低基数效应。去年资管新规刚刚颁布，非标出现断崖式下跌，企业信用收缩，债券融资也出现较大幅度下滑，在此基础上，5月信贷投放与去年持平，对社融的贡献较低，低基数效应助推了社融增速整体回升。5月非标融资整体减少1453亿元，其中新增未贴现银行承兑汇票下降幅度扩大，减少770亿元，同比少减970.63亿元；信托贷款减少52亿元，同比少减851.89亿元；委托贷款减少631亿元，同比少减939.33亿元；委托贷款、信托贷款和承兑汇票合计少减2761.85亿元，环比均较上个月保持相同幅度的下滑，可见随着非标到期，更多的非标将转化为表内融资，非标对社融的负面影响在2019年资管新规之下将会进一步延续。

新增社融规模符合市场预期。在4月份社融出现回落后，5月社融环比虽然没有显著增加，但是由于2018年金融去杠杆和信用收缩，导致的低基数效应助推了5月社融增速回升。随着《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》的落实，专项债将会在2019年下半年发力，推动社融增速回升，宽信用效果逐步显现。按照《通知》要求，在9月底前全年新增专项债和一般债将基本发行完毕，那么未来三个月每个月社融增量将在2000-3000亿元，结合专项债发行时商业银行配套信贷规模，未来社融增速将会进一步提升，宽信用效果将会在下半年显现。未来随着专项债发行及相关配套融资措施落地，将会增加4500亿元基建投资基金来源，拉动基建投资增速回升2.5个百分点，显著提升社融增速。

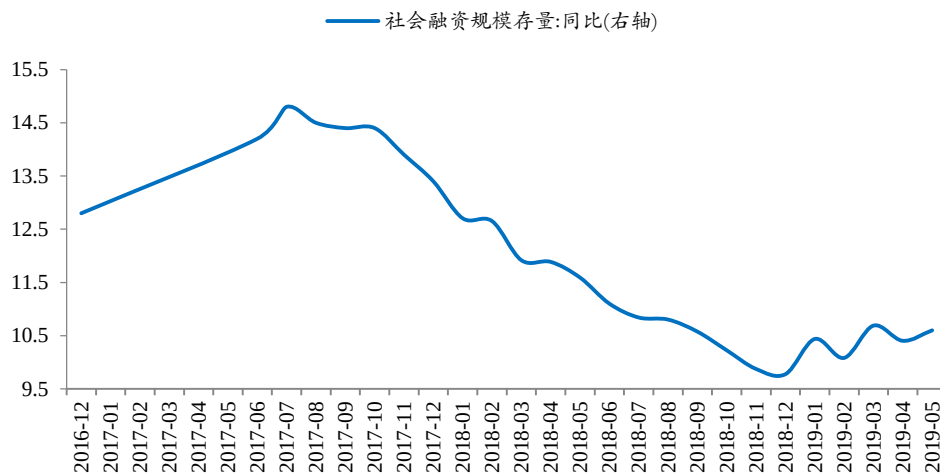
图5：社融增量分解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 非标融资拆解（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 社融存量同比增速回升（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 货币政策以稳为主，M2 增速保持平稳

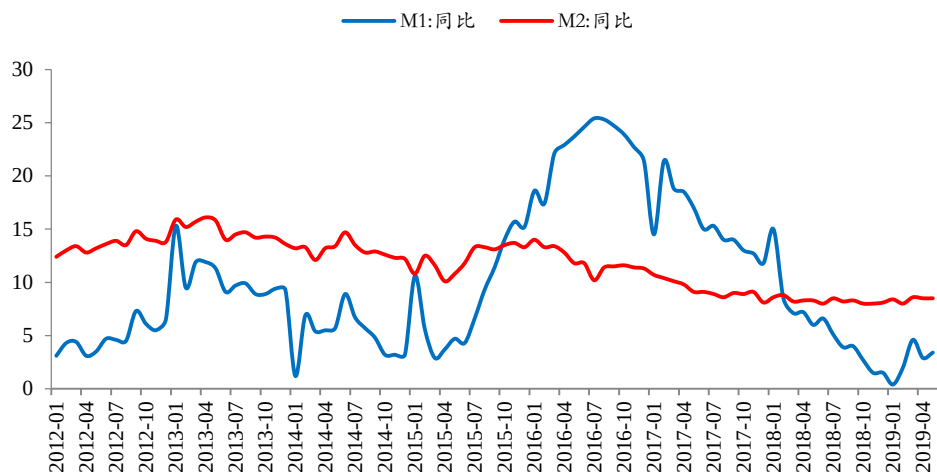
5月末，M2余额同比增长8.5%，增速与上月末持平，比上年同期高0.2个百分点。从信用创造角度来看，央行保持M2增速与名义经济增速相匹配意图明显。影响M2同比增速的有信贷、财政存款的变化、自营资金非标投资、自营资金债券投资等因素，其中信贷同比多增313亿元，对拉升M2同比增速贡献有限，但是非标同比少减2761.85亿元，虽然不是所有非标都会创造M2，但这至少说明非标的监管正在放松，整体上有助于拉升M2同比增速。另外，5月财政存款同比多增987亿元，拉低M2同比增速，这可能与缴税节奏有关，4、5两月财政存款增加额和去年同期差不多。最终，5月末M2同比增速和上月末持平。

目前短期货币政策以稳为主，在保持流动性总量平衡的前提下，注重对中小银行的结构投入。因此，保持货币政策相对稳定的增速，有助于实体经济融资需求改善。由于5月末包商银行事件的影响，整个市场流动性趋紧，流动性分层比较明显，大型商业银行资金相对宽松，中小行和非银资金略紧。随着税期、地方债发行、

同业存单到期及传统性季末流动性趋紧等因素，6月流动性压力较大，预计央行将根据市场资金供求情况开展公开市场逆回购和中期借贷便利操作，甚至通过增信方式，支持中小行发行同业存单，缓解流动性压力。

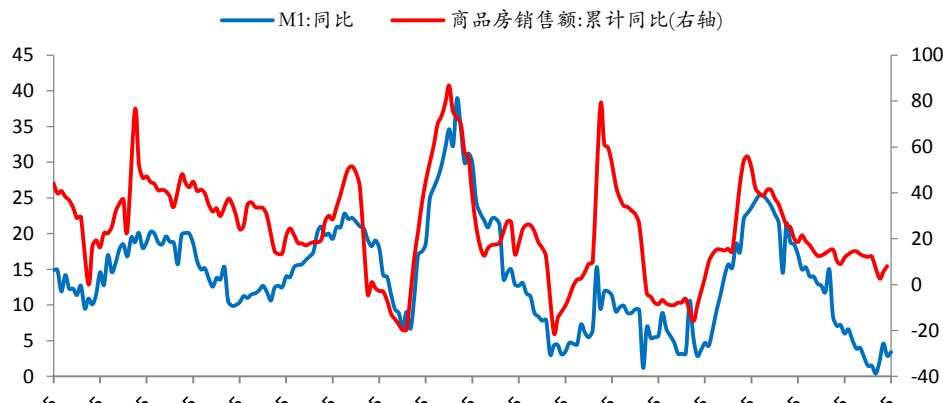
5月末M1同比增长3.4%，增速比上月末高0.5个百分点。随着地产销售稳定增长，推动居民中长期贷款转化为企业活期存款，因此M1增速也较上月出现回升，不一定代表企业生产经营活动活跃度提升。

图8： M2 同比增速持平于前值（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： M1 增速与商品房销售增速（%）



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_12048

