

社融、信贷总体平稳，收益率或难突破震荡区间下限 ——5月金融数据点评

核心摘要

- **社融增速整体平稳，关注未来企业融资环境是否修复。**5月存量社融两年复合增速 11.8%，与上月持平，有两个关注点：一是，信用债融资受城投债拖累，自 2018 年 5 月以来首度负增，产业债融资表现也较弱，后续需要关注在贷款增速回落背景下，企业直接融资渠道是否通畅。二是，6-7 月为全年政府债券供给高峰，对当月社融增速有一定拉动作用。
- **居民中长期贷款年内首度同比负增长，企业贷款结构仍然较好。**居民新增中长期贷款同比少增 236 亿元，拖累整体中长期贷款同比增量，创 2020 年 3 月以来新低。地产销售走弱或将持续拖累居民中长贷。企业新增贷款 8057 亿元，同比少增明显收敛至 402 亿元。此外，企业信贷结构依然向好：短期贷款少增 1855 亿元，中长期贷款同比多增 1223 亿元，5 月经济数据走弱的概率不高。
- **M1 增速回落放缓，M1-M2 剪刀差有触底迹象。**5 月 M1 增速 6.1%，较上月回落 0.1 个百分点，M1-M2 有望触底，可能指向企业生产经营向好。非银存款超季节性表现带动 M2 增速上行，反映出前期实体经济投资和融资需求相对不足，资金用来投资金融产品，最终回流至银行体系。
- **资金利率难大幅上行，但波动将会加大。**首先信贷增速回落的环境下，政策债券供给对银行负债端压力可控；其次，有消息称央行将调整存款利率上限自律标准，1 年以上长期存款利率上限有望降低，我们认为这个对银行负债端的负面影响相对可控。虽然降低存款上限本意上是为了降低银行负债端成本，但结果可能是压制银行的中长期负债。银行实现平衡，要么发行存单导致负债结构短期化；要么缩表。在信贷增速回落的背景下，被动缩表有一定概率。6 月政府债券供给约 1 万亿，资金面松紧取决于财政与央行的配合情况，预计 6 月资金面的波动会较 3-5 月上升。
- **上周五的调整令债市情绪重回谨慎，收益率再次突破下限的概率较低。**本周二以来，长端利率跟随资金面转松而小幅回落，但市场担忧利率债供给加大资金面波动，基本面方面也难有数据配合，后续进一步突破 3.0%、3.5% 震荡区间下限的可能性较低，短期内或将维持低位震荡的走势。
- **风险提示：1) 政策发生重大转向；2) 5 月经济数据不及预期；3) 资金面大幅转松。**

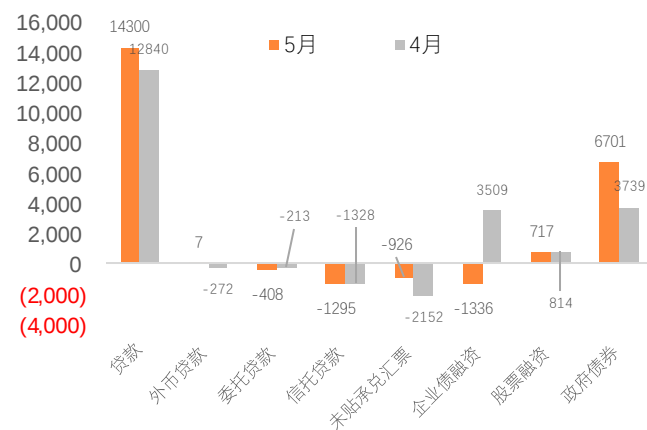
事件：央行 6 月 10 日公布 5 月金融数据，新增社会融资规模 1.92 万亿，前值 1.85 万亿，略低于市场预期的 2 万亿。新增人民币贷款（金融机构口径）1.5 万亿，前值 1.47 万亿，市场预期 1.43 万亿。货币供给方面，5 月 M2 同比 8.3%，前值 8.1%；M1 同比 6.1%，前值 6.2%；M0 同比 5.6%，前值 5.3%。

■ 社融增速整体平稳，关注未来企业融资环境是否修复

5 月社融增速总体平稳，其中，企业信用债融资 2018 年 5 月以来首度负增，政府债券融资规模创年内新高。5 月存量社融增速较上月下行 0.7 个百分点，进一步回落至 11%，两年复合增速 11.8%与上月持平。分项有两点值得关注：

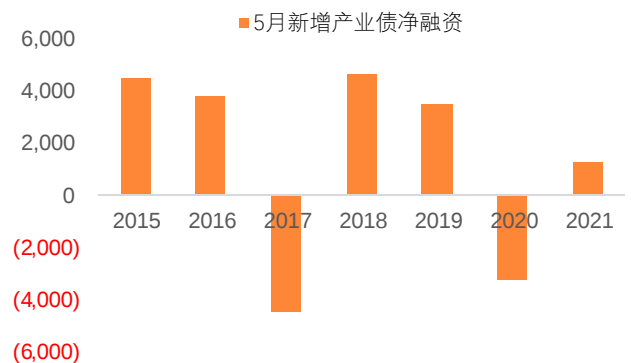
一是，企业信用债融资 -1336 亿元，是 2018 年 5 月以来首次转负。主要拖累项是城投，但产业债的融资情况也不佳，后续企业融资环境的改善情况值得关注。5 月份，城投债共发行 209 只，发行规模 1512 亿元，较 4 月份发行数量和规模环比下降 75%和 76%，净融资规模为 -1,258 亿元，是 2019 年以来首度转负。城投债发行回落与 5 月发行淡季以及监管趋严有关：今年 2 月末下发《公司债券发行与交易管理办法》中指出，城投平台新发行债券不得添加地方政府债务负担；4 月 22 日，沪深交易所发布公司债发行上市审核业务指引，规定发行人非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产比例不得超过 40%，主要利空城投平台。除城投债外，5 月产业债净融资表现也相对偏弱，净融资 1210 亿元，是非“宽信用”年份（2016、2018、2019）中规模最低的。信用债融资回落或与投资者对疫后企业信用资质的担忧有关，后续需要关注在贷款增速回落背景下，企业直接融资渠道是否通畅，社融增速不至于出现快速回落。

图表1 近两月社融各分项新增规模（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 今年 5 月产业债净融资规模弱于往年同期（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

二是，地方债发行放量，政府债券融资规模创年内新高。5 月新增政府融资 6700 亿元，同比多增 3388 亿元，环比多增 3126 亿元。其中，国债净融资 2063 亿元，环比多增 2366 亿元；地方债净融资 5873 亿元，环比多增 1879 亿元。全年预计 6-7 月为全年政府债券供给高峰，净融资规模均在 1 万亿左右，对当月社融增速有一定拉动作用。

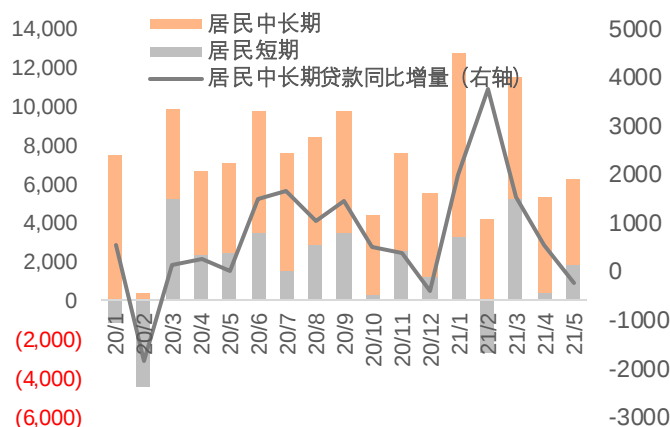
■ 居民中长期贷款年初以来首度同比负增长，企业贷款结构仍然较好

居民新增中长期贷款同比转负，拖累 5 月整体新增中长期贷款同比增量创 2020 年 3 月以来最低水平。地产销售走弱环境下，房地产投资增速易下难上，但在建安投资和土地购置费的支撑下，投资增速回落但不失速。5 月信贷数据总体平稳，金融机构贷款余额同比增速 12.2%，较上月回落 0.1 个百分点，两年复合增速 12.7%与上月持平。分项来看，居民贷款同比少增 811 亿元，其中短期贷款同比少增 575 亿元，连续两个月负增长。居民短期贷款少增，一方面是监管严查经营贷流入楼市余波未平；另一方面，也反应了在国内疫情反复的环境下，居民消费意愿不强的可能。居民中长期贷款同比少增 236 亿元，为年初以来首次，主要受房地产销售回落影响，5 月 30 大中城市商品房销售两年复合增速 6.9%，其中，一线城市增速 -1.0%，是 2020 年 3 月以来首次负增长。当前房企资金来源越发依赖于销售回款，在销售增速回落的背景下，房地产投资增速易下难上，但不失速：一方面，土地购置费是土地成交价款的滞后指标，土地成交价款自 2019 年 9 月触底回升，上行趋势持续了 1.5 年，而土地购置费于 2020 年 7 月触底回升，其上行趋势有

望持续至今年末；另一方面，建安投资下半年或有所表现，随着4月土地成交随着主要城市集中供地拉开帷幕而回升，房企在加速销售回款意愿的带动下或加速开工。

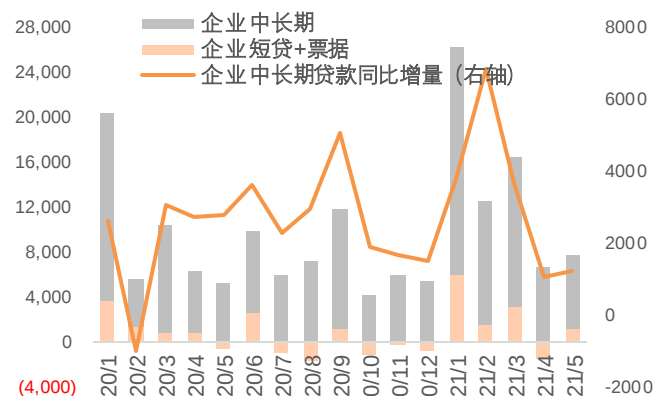
企业新增贷款边际走强，贷款结构依然向好，预示着5月经济数据走弱的概率不高。5月企业信贷需求依然向好，新增贷款8057亿元，虽然受基数影响同比仍然少增，但少增的量较前两月明显收敛至-402亿元。企业信贷结构依旧向好：新增中长期贷款6528亿元，新增短期贷款-644亿元；中长期贷款同比多增1223亿元，短期贷款同比少增1855亿元。企业信贷较好预示着经济数据走弱的概率不高，预计5月固定资产两年复合增速4.3%，较上月上升0.6个百分点，生产7%，较上月上升0.2个百分点。

图表3 居民中长期贷款同比增量进一步回落（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 企业中长期贷款同比少增规模收窄（亿元）

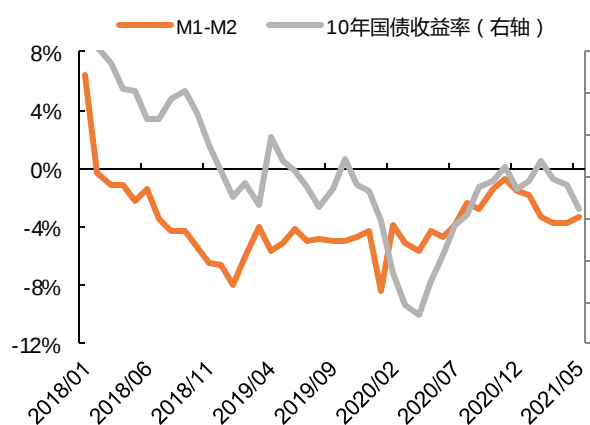


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ M1 增速回落有企稳迹象，非银存款增长带动 M2 增速上行

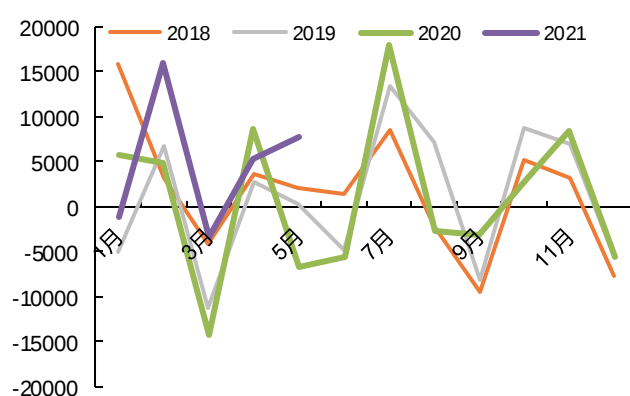
5月 M1 增速 6.1%，较上月回落 0.1 个百分点，回落幅度较前几月放缓，企业生产经营活动有向好可能。非银存款超季节性上行，非银向银行补给流动性的现象依然存在，随着地方债发行放量，非银存款将向财政存款转移。若将 2021 年以来的 M1 按两年复合增速处理，则 5 月 M1 增速 6.4%，较上月大幅上升 0.6 个百分点，M1-M2 之差由上月的 -3.7% 上升至 -3.2%，更明显的指向企业生产经营活动或有所转暖。5 月 M2 增速 8.3%，较上月回升 0.2 个百分点，非银机构存款是 M2 上行的主要拉动力。5 月新增非银机构存款 7830 亿元，与以往 5 月回落的季节性规律相悖。结合 5 月 R 与 DR 利差仍维持低位，反映出实体经济投资和融资需求相对不足，资金用来投资金融产品，而非直接用于实体，资金回流至银行体系。随着地方债发行，非银存款将向财政存款转移。

图表5 以两年复合增速计，M1-M2 差上升更明显（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 5月非银机构存款强于季节性（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

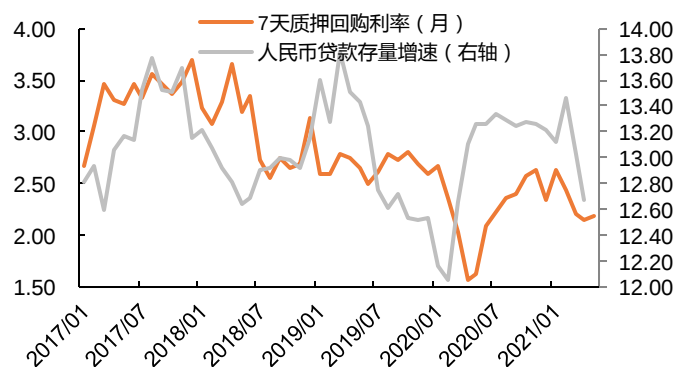
■ 资金利率难大幅上行，但波动将会加大

信贷增速回落的环境下，政策债券供给对银行负债端压力可控；当前与 2020 年政府债券供给放量的环境不同，信贷增速回落而非上行，信贷在银行资金运用中的占比高达 60%-64%，因此当信贷增速回落时，地方债供给带来的压力一定程度上得到对冲，近期虽然质押回购利率上行，但同业存单发行却呈现“量价齐跌”的特征，说明银行负债端压力整体可控，资金利率难以大幅上行。

此外，本轮央行调控存款利率相较 2020 年压降结构性存款，对资金面的负面影响相对可控。6 月 1 日央行召开市场利率定价自律机制工作会议，会议上审议通过了优化存款利率自律管理方案，有消息称¹央行或推动将商业银行存款利率上限定价方式由原来的“基准利率乘倍数”改为“基准利率加基点”。此前的浮动上限计算公式为：基准利率*1.5，后续或调整为定期存款：基准利率+75BP，活期存款：基准利率+20BP。在新的计算方式下，1 年以上的长期存款利率低于旧的计算方式。虽然降低存款上限本意是为了降低银行负债端成本，这与 2020 年下半年打压结构性存款的目标是一致的，但结果可能都将走向压制银行的中长期负债，此时银行如要实现平衡，要么通过存单来补充负债，结果是负债结构短期化；要么缩表。本轮实体融资需求一部分受到政策遏制（城投、地产、非标），一部分修复较慢、需求偏弱（制造业、消费），银行整体面临一定的缺资产困境，被动缩表有一定概率。因此，即使出现与去年一样的控制存款价格管控，其影响也会相对可控。

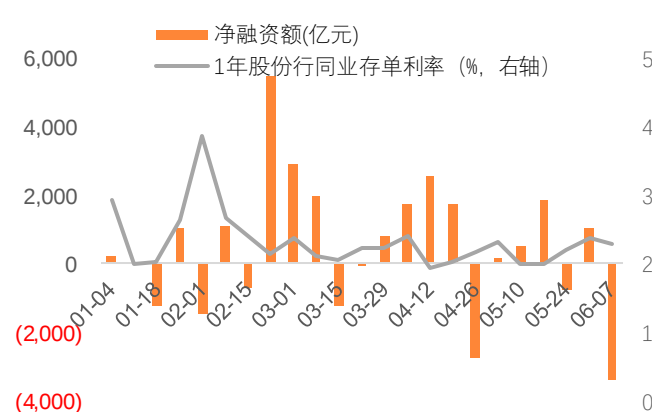
但 6 月政府债券供给约 1 万亿，资金面松紧取决于财政与央行的配合，预计 6 月资金面的波动会较 3-5 月上升。

图表7 资金利率与信贷增速正相关（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 同业存单发行呈现“量价齐跌”的特征



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 央行可能的存款利率自律管理标准与旧标准比较

期限	基准利率	旧算法 (乘倍数)	新算法 (加基点)	新旧标准比较
活期存款	0.35%	0.53%	0.55%	高于原标准
3M	1.10%	1.65%	1.850%	高于原标准
6M	1.30%	1.95%	2.050%	高于原标准
1Y	1.50%	2.25%	2.250%	等于原标准
2Y	2.10%	3.15%	2.850%	低于原标准
3Y	2.75%	4.13%	3.500%	低于原标准

资料来源：Wind，平安证券研究所

¹ https://www.sohu.com/a/471249365_100228557

■ 上周五的调整令债市情绪从乐观重回谨慎，短期内收益率再次突破下限的概率较低

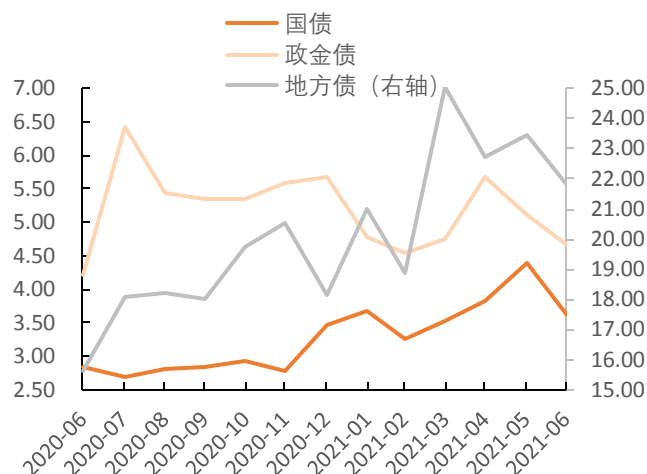
受月初资金面超预期收紧的影响，上周五收益率大幅调整，10年国债、国开上行3-4BP。本周二以来，虽然长端利率跟随资金面转松而小幅回落，但后续进一步突破3.0%、3.5%震荡区间下限的可能性较低，短期内或将维持低位震荡的走势。一方面，上周五的剧烈调整使市场情绪重回谨慎：国债期货成交量回落，国债、政金债、地方债招标倍数全面回落；另一方面，当前市场缺少明确利多因素：1) 资金面虽然整体平稳，但波动性加大；2) 缺资产的矛盾随着地方债的发行将有所缓和。3) 根据近期高频数据和金融数据，5月经济数据可能会与走弱的BCI、PMI背离，很难明显走弱。短期内将维持低位震荡的走势，在贴近震荡区间下沿的位置参与交易的性价比不高。我们认为三季度债市或将迎来本轮熊市的“最后一击”，投资者可以等待收益率调整到更好的位置再参与。

图表10 10年国债主连合约成交量回落（手）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 近期利率债招标倍数走弱（倍）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 1) 政策发生重大转向; 2) 5月经济数据不及预期; 3) 资金面大幅转松。

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_20042

