

宏观点评

“紧信用+稳货币”延续，社融回落速度将趋缓——5月信贷社融点评

事件：5月新增人民币贷款1.5万亿，预期1.4万亿，前值1.47万亿（2019年5月1.18万亿，2020年5月1.48万亿）；新增社融1.92万亿，预期2.11万亿，前值1.85万亿（2019年5月1.71万亿，2020年5月3.19万亿）；M2同比8.3%，预期8.1%，前值8.1%。

核心结论：“紧信用+稳货币”延续，下半年信用可能进一步收紧，但回落速度可能趋缓。

1.新增信贷略高于预期：居民长贷年内首次同比少增，指向楼市调控效果显现；企业中长贷仍然偏强，与基数低、经济景气高位、额度腾挪等有关。下半年供需两端可能都会压制信用。5月新增信贷1.5万亿，同比多增200亿，较2019年同期多增3200亿。其中居民贷款新增6232亿，同比少增811亿；企业贷款新增8057亿，同比少增402亿；非银机构贷款新增624亿，同比多增1284亿。金融机构信贷余额同比增长12.2%，较前值小幅回落0.1个百分点，连续三个月回落。维持此前判断，预计今年信贷增速整体较去年回落1-2个百分点。

1)居民端：居民贷款同比小幅少增，反映楼市虽有韧性的，但已边际降温。5月居民短贷增加1806亿元，同比少增575亿元，较2019年同期也少增142亿元。5月乘用车销量同比较4月下滑（相对于2019年的增速同样较4月下滑），叠加严禁消费贷违规流入房地产市场政策效果可能显现，对居民短贷形成压制。鉴于5月非食品CPI和服务PMI较强，短贷走弱不足以证明消费偏弱。5月居民中长贷新增4426亿元，同比少增236亿元，较2019年同期少增251亿元，反映了房地产市场仍维持韧性，但边际上有所降温。今年5月30大中城市商品房销售面积同比增速17%（4月为43%），较2019年同期增加14%（4月为15%）。

2)企业端：企业贷款同比少增，但较2019年同期多增，延续中长贷偏强的结构性特点，与基数低、经济景气维持高位、贷款额度腾挪等因素有关。5月企业贷款新增8057亿，同比少增402亿，较2019年同期多增2833亿，其中：表内票据融资新增1538亿元，同比少增48亿；企业短贷减少644亿，同比多减1855亿；企业中长贷新增6528亿，同比多增1223亿。企业贷款延续短贷和票据同比少增，中长贷多增的结构特点，维持此前判断，可能与短贷基数高、中长贷基数低；实体经济景气度维持高位；票据和企业短贷为中长贷腾挪额度等因素有关。

3)关注下半年信用可能进一步收紧。往后看，维持我们中期策略的观点，即：一方面，从资金供给端来看，今年贷款投放放在往年上半年多于下半年的季节规律基础上，投放节奏更加偏快，意味着将对下半年贷款额度形成一定挤压。另一方面，从资金需求端看，居民中长贷可能会随着房地产景气度和房地产政策趋严而边际下滑；企业中长贷在制造业投资内生回升和政策导向支持下仍将维持韧性，继续扮演贷款主支撑。但鉴于地产、出口下半年可能趋弱，而制造业投资在中下游利润被挤压下也难超预期，经济基本面回落将驱使下半年贷款需求较上半年下降。

2.新增社融不及预期：表内贷款延续提供支撑，信托、票据等表外融资走弱体现了结构性紧信用。政府债券发行仍偏慢，可能间接拖累其他配套融资。企业债券大幅减少，与信用债到期量大和融资需求不高等有关。后续社融增速仍趋回落，但回落速度较上半年放缓。5月新增社融1.92万亿，同比少增1.27万亿，较2019年同期多增2076亿元。社融存量同比增速回落0.7个百分点至11%，剔除政府债券口径的同比增速回落约0.5个百分点至10%。结构上延续表内贷款，表外信托、表外票据、企业债券、政府债券弱的特点。

1)贷款仍是主支撑。社融口径新增人民币贷款1.43万亿，同比少增1202亿元，较2019年同期多增2445亿元。结合上述新增信贷的结构特点来看，资金应主要流向房地产市场和制造业。

2)表外融资继续拖累社融，票据、信托贷款大幅减少。以委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票为主的表外融资减少2629亿，同比少增2855亿，较2019年同期少增1178亿。去年底以来信托同比降、今年3月以来表外票据同比降，体现的是结构性紧信用，下半年将延续。

3)政府债券发行仍偏慢，可能间接拖累其他配套融资。5月新增政府债券6701亿元，同比少增4661亿元，较2019年同期多增2844亿元。中期策略中我们曾分析，今年我国地方债发行偏慢主因稳增长压力较小、前期沉淀资金再利用以及项目审核趋严。需要说明的是，由于地方债发行节奏偏慢，或间接拖累其他诸如基建类贷款、表外融资等配套融资。往后看，按照最新额度安排和均衡发债要求，预计三季度新增地方债月均发行8000亿元左右，净融资额在6000-7000亿元之间，其中新增地方债月均发行7000亿元左右，净融资额6000-6500亿元。

4)企业债券大幅减少，与信用债到期量大和融资需求不高等有关。5月企业债券减少1336亿，同比少增4215亿，较2019年同期少增2369亿，应与融资需求不高、5月信用债到期量大（5月企业债、公司债、中期票据、短期融资券总发行5141亿，总偿还近7000亿）等有关。

5)往后看，维持我们中期策略的观点，后续社融增速回落仍是大趋势，全年社融同比可能从去年的13.3%降至11%以下。从节奏上看，今年一二季度社融增速回落更快，三四季度回落速度可能边际放缓。去杠杆、收信用的手段应较为温和。

3.M1连续4个月回落；M2小幅回升不改紧信用趋势，居民和企业存款均同比少增。5月M1同比回落0.1个百分点至6.1%；M2同比回升0.2个百分点至8.3%。M1同比走低有基数上行的因素（2020年5月M1同比上行1.3个百分点至6.8%），也与房地产市场边际降温有关。存款端，5月居民、企业存款同比少增，可能与居民贷款同比少增，包含非标、企业债券、企业贷款在内的企业整体融资偏弱，导致派生存款较弱有关。非银机构存款同比大幅多增，可能与货基规模增加有关。5月财政存款增加9257亿元，同比少增3843亿元，弱于政府债券的同比少增量（4661亿元），说明财政投放偏弱。维持此前判断，在“防风险、严监管、稳杠杆”要求下，预计M2同比较去年回落1-2个百分点。

4.总体看，3-5月的社融数据对应的经济和政策特征为：社融不及预期、表外融资收紧，表明结构性紧信用已开始；居民中长贷仍高、但年内首次同比减少，反映楼市韧性仍强、但已边际降温；企业中长贷延续高增，反映实体经济景气度仍高，但地方债发行偏慢拖累配套融资。往后看，我国货币政策尚未转向，但边际从紧、信用收缩已是大趋势，政策组合将继续表现为“稳货币+紧信用”。节奏上，下半年社融回落趋势不改、但回落速度会有所趋缓；鉴于贷款端会继续对制造业、小微企业、绿色、科技、新经济等行业给予结构性支持，叠加制造业内生修复动能仍将延续，预计下半年企业中长贷仍有支撑。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

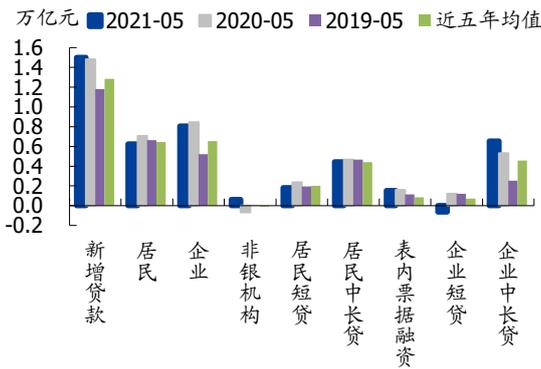
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《宏观专题：分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07
- 2、《“紧信用+稳货币”进一步确认——4月信贷社融点评》2021-05-13
- 3、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2021-05-12
- 4、《信贷强、社融降，紧信用开始了吗？》2021-04-12
- 5、《金融数据全面超预期的背后》2021-03-11
- 6、《天量信贷和社融释放了什么信号？》2021-02-09
- 7、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2021-02-09



图表 1: 5月新增贷款略高于季节性



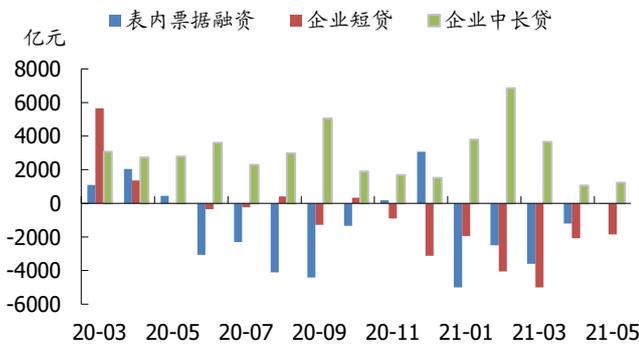
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 居民贷款同比少增反映楼市边际降温



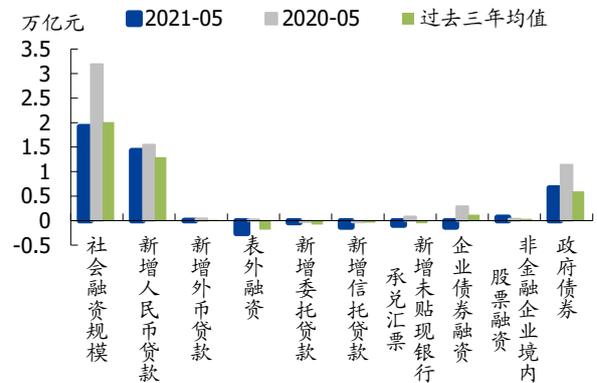
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 企业中长贷连续 15 个月同比多增



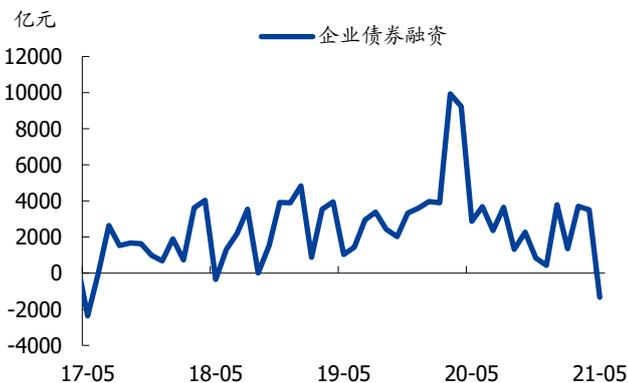
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4: 5月新增社融低于 2020 年同期和过去三年均值



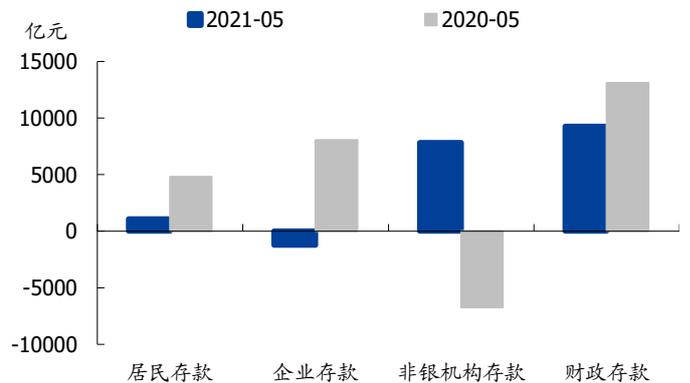
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 5月企业债券融资大幅减少



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 5月居民和企业存款同比少增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_20056

