

5月金融数据：信用收缩进行时

核心观点

5月人民币贷款增加1.5万亿元，增速12.2%降0.1个百分点，信贷投放较为稳定。5月社会融资规模增量为1.92万亿，同比少增1.27万亿，增速继续大幅下行0.7个百分点至11%，增量基本符合我们的预测值1.93万亿，低于市场一致预期2.1万亿，社融数据的大幅下行、信贷结构向中长期贷款集中、表外票据仍然少增均体现出信用收缩的延续，我们预计信用收缩持续至三季度末，提示三季度可能出现非线性信用收缩风险。但总体看，预计社融增速后续回落压力将有明显缓解，全年最低点预计在10月降至10.5%，11、12月或有反弹，维持全年10.9%的预测值。继续提示四季度经济增速可能大幅回落触发货币政策转向宽松，利好股债市场。

□ 信贷投放稳定，结构仍持续优化

5月，人民币贷款增加1.5万亿元，比上年同期多增143亿元，略高于我们的预测值1.4万亿和市场一致预期1.42万亿，增速12.2%降0.1个百分点。我们在预测报告中判断“5月信贷投放可能较为稳定”基本得到验证，结构方面，企业、居民贷款分别同比少增402和811亿元，非银贷款同比多增1284亿元，与银行间体系流动性较为宽松相关。企业和居民贷款结构仍符合今年年初以来的规律，即中长期贷款较强，短期贷款较弱，5月居民短期、中长期贷款分别同比少增575和236亿元，企业短期、中长期贷款分别少增1855亿元和多增1223亿元，体现出银行在信贷额度受限及MPA考核制造业中长期信贷占比等因素影响下，更倾向于向优质信贷投向集中，也同时反映企业资本开支意愿仍然旺盛，中长期信贷需求依然较强。值得注意的是，5月表内票据融资1538亿元，虽然较去年同期少增48亿元，但保持较高正增长，与信贷向中长期贷款集中进而挤压票据的2-4月逻辑不同，我们认为体现出银行行为的边际变化，后续需关注经济下行、信贷需求边际转弱的可能性。但总体看，预计信贷结构偏向中长期贷款的特征将有延续。

□ 社融继续大幅走低，企业债券净融资转负主要受政策影响

5月社会融资规模增量为1.92万亿，同比少增1.27万亿，增速继续大幅下行0.7个百分点至11%，增量基本符合我们的预测值1.93万亿，低于市场一致预期2.1万亿。结构上，社融口径人民币贷款增加1.43万亿，小于信贷口径人民币贷款，主要受非银贷款影响。5月社融主要拖累项为企业债券净融资-1336亿元，信托贷款-1295亿元，未贴现票据-926亿元，委托贷款-408亿元。企业债券净融资是自2018年5月以来首次为负，我们认为主要受城投发行放缓的影响，4月22日上交所、深交所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》、《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》，对城投债发行加强监管，直接冲击了5月城投债发行。我们此前测算今年企业债券或是社融中同比去年少增规模最大的项目，5月已出现迹象，同时提示三季度可能出现优质信用债违约引发的非线性收缩风险。5月末贴现银行承兑汇票延续负值，与当前经济形势不相符，我们认为仍来自央行主动压降，打击“数量性套利”，继续提示信贷和票据是未来需最为密切关注的央行主动调控角度。今年融资类信托监管持续，信托贷款项目回落幅度仍较大。5月社融的主要正贡献来自政府债券发行加速，净融资6701亿元，大幅高于前几个月，预计后续几个月继续提供支撑。总体看，社融数据快速下行体现信用收缩进行时。展望年内走势，预计社融增速后续回落压力将有明显缓解，全年最低点预计在10月降至10.5%，11、12月或有反弹，维持全年10.9%的预测值。

□ M2增速趋稳，预计二季度维持低位

5月末，M2增速上行0.2个百分点至8.3%，符合我们此前判断即“由于去年5、6月M2增速均为11.1%，较高的数值意味着今年二季度M2增速将持续承压”，预计下半年或受基数影响有所回升。5月末M1同比增速下行0.1个百分点至6.1%，总体符合预期，当前M1走势与短期经济形势和实体部门活跃度是匹配的，我们也由此判断今年后续随着经济回落，M1增速也将是继续走降的过程，回落速度可能超M2。5月M0

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

同比增速上行 0.3 个百分点至 5.6%，符合一般性规律，与疫情期间 M0 增速大幅走高不同，我们认为 M0 增速回归常态意味着我国经济基本面处于确定性修复状态。

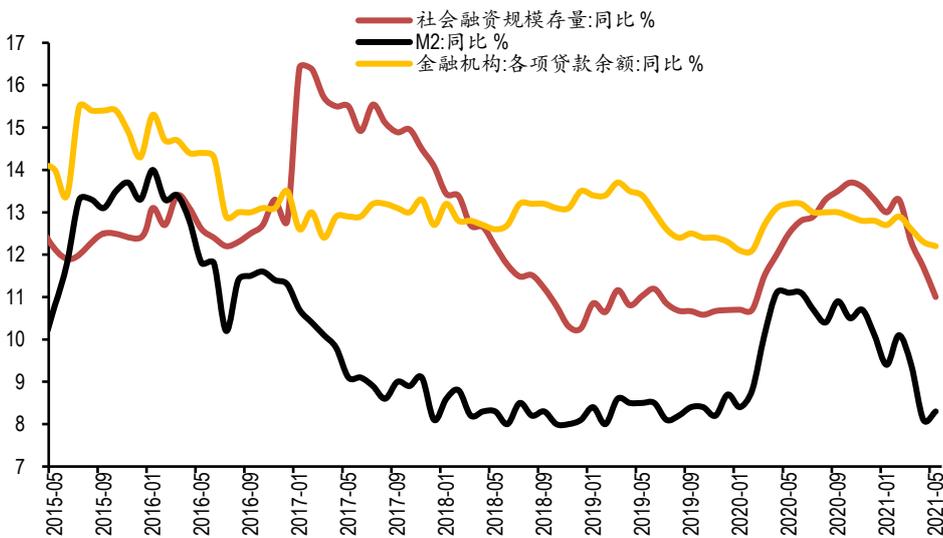
□ 信用收缩或延续至三季度末，提示关注三季度可能的非线性信用收缩

5 月信贷、社融数据继续回落体现出信用收缩的延续，我们不改变对货币政策的判断，当前货币政策以金融稳定为首要目标，采取稳健中性的政策基调，主要体现在信用收缩，即信贷、社融及 M2 增速的回落。但预计 2021 年四季度经济下行压力明显加大，使得货币政策首要目标切换至稳增长，触发政策基调转向稳健略宽松。即今年前三季度政策保持“紧信用、稳货币”，四季度转为“稳信用、宽货币”，信用收缩下半年将渐入尾声。预计 2021 年 M2 增速在 9% 左右，M1 增速为 3-4%，人民币信贷增速回落至 11% 左右，社融增速回落至 10.9% 左右，与之相对应的信贷、社融全年新增量分别为 19 和 31 万亿元。三季度“稳货币+紧信用”组合下，权益市场仍面临一定估值回调压力，大的行情仍需等待，可进行结构性配置，建议提前配置金融板块及中游相关行业机会；预计利率债震荡，信用债提示关注可能出现优质民企、国企和城投平台违约事件爆发进而形成风险传染。重点提示四季度货币政策转为稳健略宽松，资本市场迎来股债双牛行情，预计 10 年期国债收益率回落至 3% 以下，信用利差有所收窄，“宽货币+稳信用”的政策组合下，货币端和信用端均利好股市，不仅带动市场风险情绪，同时随着 10 年期国债收益率的下行，也将从估值角度推升成长股行情，建议三季度末提前布局。

风险提示：经济基本面回升幅度加大，货币政策收紧超预期；信用违约事件集中爆发，引发信用收缩风险。

证券研究报告

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_20062

