

总量研究

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛

——2021年5月金融数据点评

要点

事件：2021年6月10日，中国人民银行公布2021年5月货币金融数据。社融新增1.92万亿，同比少增1.27万亿，前值1.85万亿，存量同比增速11.0%，前值11.7%；人民币贷款新增1.50万亿，同比多增200亿，前值1.47万亿；M2同比增速8.3%，前值8.1%。

核心观点：5月新增社融总体上符合正常年份的季节性特征，持续验证了我们年初对社融将回归常态的判断。结构上则延续了3月以来的分化趋势，表外融资的持续收缩是本月社融的主要拖累项，但表外融资的收缩是在市场预期之内的，直接融资的疲弱是本月新增社融弱于市场预期的主要因素。直接融资的疲弱主要源于两个方面：一则，5月地方债发行虽然有所提速，但仍弱于预期，预计后续发行节奏将会进一步提高，对于社融的拖累也将减弱；二则，在交易所新规和处理地方隐性债务的影响下，5月城投债净融资规模明显收缩，但我们看到6月10日的企业债发行规模已明显恢复，预计企业债券融资对于社融的拖累也将趋于收敛。

展望来看，我国制造业PMI持续处于景气区间，生产动能旺盛，企业盈利持续改善，叠加出口景气短期内仍将保持较强韧性的预期，使得企业中长期贷款的支撑较为强劲，表内信贷的强劲态势预计仍将维持。同时，可以看到表外票据融资同比缺口自3月以来持续收缩，信托贷款压降态势预计不会进一步增强，表外融资的拖累效果有望逐渐减弱。综合考虑，我们预计6月份新增社融在3.3万亿左右，对应社融存量同比增速10.9%。预计社融增速已经度过了陡峭下行区间，后续回落速度将会趋于收敛。

社融：社融结构延续分化，直接融资表现较弱。

直接融资表现较弱，拖累社融新增弱于预期。5月社融新增1.92万亿，与2020年同期相比少增1.27万亿，与2019年同期相比多增2076亿元。总体上来看，本月社融新增是符合正常年份的季节性特征的，持续验证了我们年初对社融将回归常态的判断。

结构上来看，5月表内融资新增1.43万亿，与2020年同期相比少增1652亿元，与2019年同期相比多增2261亿元；表外融资新增2629亿元，与2020年同期相比少增2855亿元，与2019年同期相比少增1178亿元；直接融资新增6082亿元，与2020年同期相比少增8512亿元，与2019年同期相比多增933亿元。即，新增社融在结构上延续了3月以来的分化趋势，同时，表外融资的持续收缩是本月社融的主要拖累项。但表外融资的收缩是在市场的预期之内的，直接融资的疲弱是本月新增社融弱于市场预期的主要因素。

信贷：新增信贷持续强劲，企业融资依然旺盛。

5月新增信贷1.50万亿，与2020年同期相比多增200亿元，与2019年同期相比多增3200亿元。总量上来看，新增信贷持续维持强劲，但势头有所收敛，对表外融资及直接融资收缩的承接也并不明显。结构上，仅有企业中长期贷款及非银机构贷款是同比多增的，居民贷款及企业短期贷款均呈现同比收缩。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

执业证书编号：S0930121040006

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

什么是欧洲解封的绊脚石——光大宏观周报（2021-03-28）

利率上升，能阻挡美国房市的进击势头吗——《全球朱格拉周期开启》第六篇（2021-03-25）

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球朱格拉周期开启》第五篇（2021-03-24）

出生率下滑无法逆转，90后直面人口峭壁——《人口峭壁》第一篇（2021-03-22）

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇（2021-03-07）

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021全国两会点评报告（2021-03-06）

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉周期开启》第三篇（2021-03-03）

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇（2021-03-01）

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021春季宏观策略报告（2021-02-22）

先复苏，后通胀，周期王者归来——总量与行业联合研究报告（2021-02-22）

美国版四万亿基建来袭，A股如何布局——总量与行业联合研究报告（2021-02-21）

目 录

一、社融结构延续分化，直接融资表现较弱	3
二、新增信贷持续强劲，企业融资依然旺盛	4
三、基数扰动减弱，M2 同比增速回升	6

图目录

图 1：2021 年 5 月新增社融结构	4
图 2：预计社融增速已经度过陡峭下行区间	4
图 3：5 月社融新增与 2020 年同期比较	4
图 4：5 月社融新增与 2019 年同期比较	4
图 5：2021 年 5 月新增信贷结构	5
图 6：企业中长期信贷维持强劲	5
图 7：5 月信贷新增与 2020 年同期比较	5
图 8：5 月信贷新增与 2019 年同期比较	5
图 9：财政存款同比小幅回落	6
图 10：财政存款弱于去年同期，但仍远强于 2017-2019 年水平	6
图 11：M2-M1 增速差小幅反弹	6
图 12：M2 同比增速将进入区间震荡	6

事件：2021年6月10日，中国人民银行公布2021年5月货币金融数据。社融新增1.92万亿，同比少增1.27万亿，前值1.85万亿，存量同比增速11.0%，前值11.7%；人民币贷款新增1.50万亿，同比多增200亿，前值1.47万亿；M2同比增速8.3%，前值8.1%。

核心观点：5月新增社融总体上符合正常年份的季节性特征，持续验证了我们年初对社融将回归常态的判断。结构上则延续了3月以来的分化趋势，表外融资的持续收缩是本月社融的主要拖累项，但表外融资的收缩是在市场预期之内的，直接融资的疲弱是本月新增社融弱于市场预期的主要因素。直接融资的疲弱主要源于两个方面：一则，5月地方债发行虽然有所提速，但仍弱于预期，预计后续发行节奏将会进一步提高，对于社融的拖累也将减弱；二则，在交易所新规和处理地方隐性债务的影响下，5月城投债净融资规模明显收缩，但我们看到6月10日的企业债发行规模已明显恢复，预计企业债券融资对于社融的拖累也将趋于收敛。

展望来看，我国制造业PMI持续处于景气区间，生产动能旺盛，企业盈利持续改善，叠加出口景气短期内仍将保持较强韧性的预期，使得企业中长期贷款的支撑较为强劲，表内信贷的强劲态势预计仍将维持。同时，可以看到表外票据融资同比缺口自3月以来持续收缩，信托贷款压降态势预计不会进一步增强，表外融资的拖累效果有望逐渐减弱。综合考虑，我们预计6月份新增社融在3.3万亿左右，对应社融存量同比增速10.9%。预计社融增速已经度过了陡峭下行区间，后续回落速度将会趋于收敛。

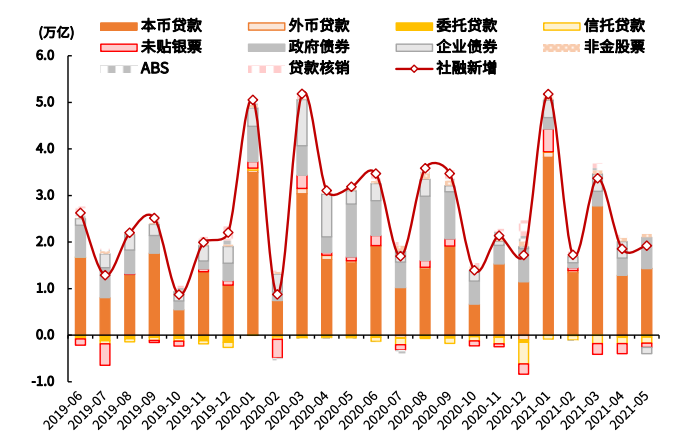
一、社融结构延续分化，直接融资表现较弱

直接融资表现较弱，拖累社融新增弱于预期。5月社融新增1.92万亿，与2020年同期相比少增1.27万亿，与2019年同期相比多增2076亿元。总体上来看，本月社融新增是符合正常年份的季节性特征的，持续验证了我们年初对社融将回归常态的判断。结构上来看，5月表内融资新增1.43万亿，与2020年同期相比少增1652亿元，与2019年同期相比多增2261亿元；表外融资新增2629亿元，与2020年同期相比少增2855亿元，与2019年同期相比少增1178亿元；直接融资新增6082亿元，与2020年同期相比少增8512亿元，与2019年同期相比多增933亿元。即，新增社融在结构上延续了3月以来的分化趋势，同时，表外融资的持续收缩是本月社融的主要拖累项。但表外融资的收缩是在市场的预期之内的，直接融资的疲弱是本月新增社融弱于市场预期的主要因素。

表外融资方面，与2020年相比，主要的拖累项来自于同比少增1762亿元的未贴现银行承兑汇票；与2019年相比，主要的拖累项则来自于同比2019年少增1243亿元的信托贷款。2020年3-5月份，由于市场利率维持在较低的水平，有大量的投资参与者通过表外票据融资买入结构化理财产品等方式，赚取利差收益，从而使得今年同期未贴现银行承兑汇票少增明显，但实质上今年的表外票据融资是符合正常规律的。表外融资的主要拖累则是来自于同比2019年少增明显的信托贷款，这主要源于监管层面对于信托贷款的压降计划，考虑到监管层面计划于2021年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩20%”，我们认为这一趋势仍将延续，但表外票据融资的缺口则将持续收缩。

直接融资方面，政府债券融资及企业债券融资均构成明显拖累。政府债券融资同比少增 4661 亿元，主要源于去年同期的高基数及今年地方政府债券发行节奏明显滞后，考虑到 6-8 月份高基数依然存在，即便地方政府债券发行加速，这一拖累效果也很难被填补。企业债券融资同比少增 4215 亿元，主要源于本月企业债券发行量明显收缩导致，预计 6 月将会有明显改善。

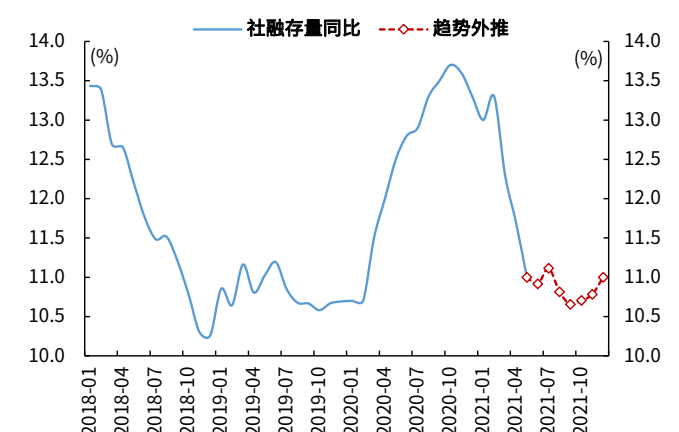
图 1：2021 年 5 月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月

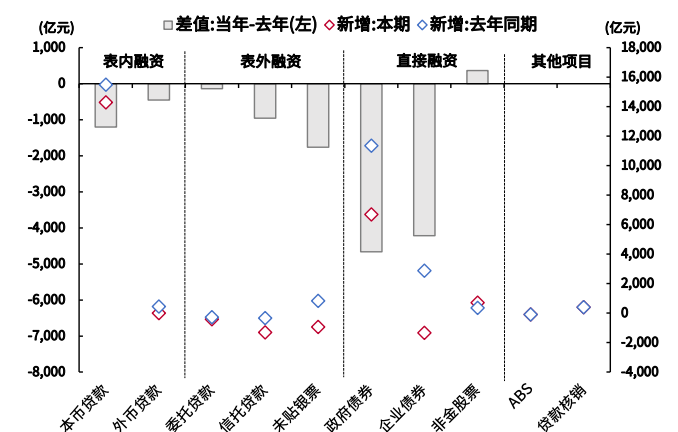
图 2：预计社融增速已经度过陡峭下行区间



资料来源：Wind，光大证券研究所

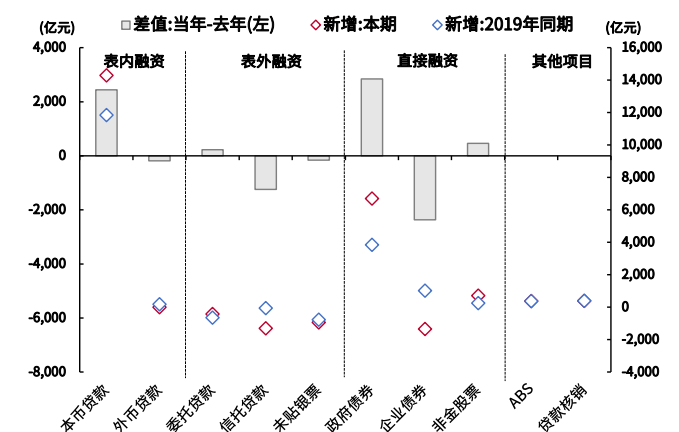
2021 年 5 月以后的数据为预测数据

图 3：5 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：5 月社融新增与 2019 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

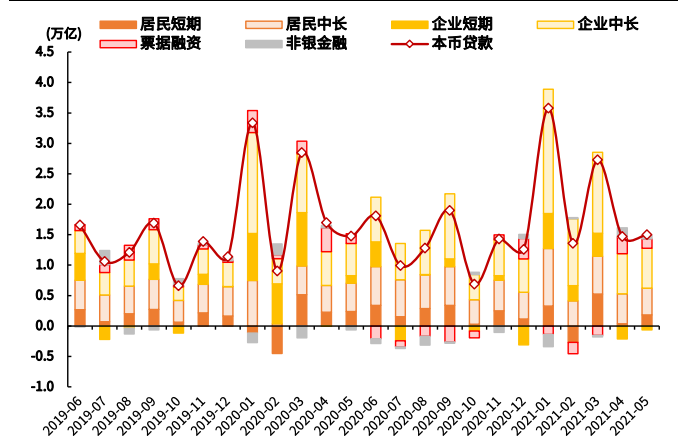
二、新增信贷持续强劲，企业融资依然旺盛

5 月新增信贷 1.50 万亿，与 2020 年同期相比多增 200 亿元，与 2019 年同期相比多增 3200 亿元。总量上来看，新增信贷持续维持强劲，但势头有所收敛，对表外融资及直接融资收缩的承接也并不明显。结构上，仅有企业中长期贷款及非银机构贷款是同比多增的，居民贷款及企业短期贷款均呈现同比收缩。

企业端来看，一方面，我国制造业 PMI 持续处于景气区间，生产动能旺盛，企业盈利持续改善，叠加出口景气短期内仍将保持较强韧性的预期，使得企业中长期贷款的支撑较为强劲；另一方面，今年在融资总量增速有所收敛的大背景下，国务院及人民银行持续向市场传达出优化信贷结构、加大制造业等重点领域的信贷投放的预期。可以说，供需两旺的格局促成了企业中长期贷款的持续强势，这一趋势预计短期内难以改变。

居民端来看，一方面，3 月份以来央行等部委持续收紧房贷政策，并要求于 5 月底之前完成违规流入房地产领域的信贷排查工作，叠加部分城市已经开始上调房贷利率，房贷政策趋紧的效果开始逐渐显现，但在 5 月房价环比上涨的态势下，5 月房地产销售较为平稳，居民贷款同比也仅仅是略有收缩，预计房贷政策趋紧对于后续居民信贷也不会有明显影响。

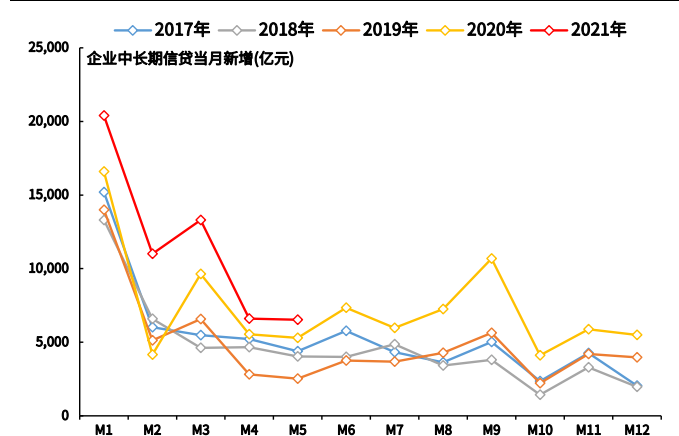
图 5：2021 年 5 月新增信贷结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月

图 6：企业中长期信贷维持强劲



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月

图 7：5 月信贷新增与 2020 年同期比较

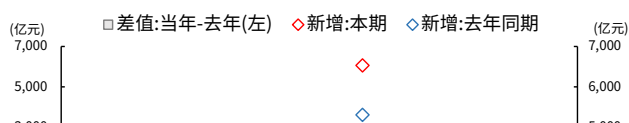
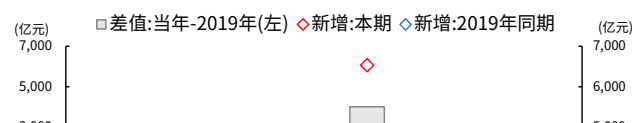


图 8：5 月信贷新增与 2019 年同期比较



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_20075

