

信用收缩速度放缓

——5月货币数据点评

行业点评

2021年5月新增贷款1.5万亿元，同比多增143亿元，而较4月则是同比少增2300亿元，同时，贷款余额增速下降0.1个百分点至12.2%，下降幅度低于上月的0.3个百分点。这说明信贷数据略有改善，信贷收缩速度放缓。

企业长期贷款6528亿元，同比多增1223亿元，增幅高于上月的1058亿元。企业盈利继续改善，银行风险偏好也在增加，整体信用收缩环境下，银行对企业的长期支持非但没有萎缩，还在增强。而整体信用收缩，很大一部分原因是，上年银行在风险偏好较低情况下，投放了大量短期信贷，这些贷款逐渐到期，拉低了整体的信贷额度。随着短期信贷到期的减少，短期贷款对整体信贷的拖累也会减弱。

一些地区加强了房地产调控，居民中长期贷款新增4426亿元，同比少增236亿元，而上月则是同比多增529亿元。不过，居民短期贷款则是新增了1806亿元，同比增量较上月改善，不排除一些地区在收紧按揭贷款后，寻找短期贷款来替代。根据过去几年的经验，按揭贷款及相关房地产市场贷款作为优质资产，可能长期保持稳定。

相较于信贷的略超预期，社融数据有些低于预期。5月新增社融1.92万亿元，同比少增1.27万亿元，社融余额增速下降0.7个百分点至11%。主要原因有：第一，地方债发行滞后，5月同比少发行4661亿元。第二，企业债券融资减少1336亿元，同比多减4215亿元。第三，非标融资减少2629，同比多减2855亿元。

未来地方债发行会逐渐增加，这会缓解社融增速的下滑，社融增速可能在下半年趋稳。同时，这也会对经济产生支撑，下半年经济增速仍有保障。疫情后的经济复苏节奏比较好，各种经济力量不断接力，避免了各种经济力量一起发力一起衰竭导致的经济忽热忽冷。

5月末M2同比增速为8.3%，比上月末高0.2个百分点。在信贷稳定情况下，M2同比增速上升，可能是因为财政存款同比少增3843亿元，以及银行加大了二级市场的资产购买。一级市场债券发行同比减少，对货币创造是负面的。但是银行在二级市场购买债券及其他资管产品则会创造相应存款，这也是5月债券利率下滑的重要原因。M1同比增速下降0.1个百分点至6.1%，但下降速度较上月的0.9个百分点大幅放缓。房地产市场调控仍在拖累M1增速，不过企业投资意愿增强，抑制了M1增速的过快下滑。

预计下半年货币政策整体稳定。一方面，货币政策没有宽松的必要性。虽然下半年经济增速会有波动，但大概率还是会高于潜在经济增速的，产出缺口仍为正，经济仍处于繁荣阶段。等到产出缺口为负时，信用周期才可能再次进入上行阶段。此外，这轮通胀周期强于以往，以及房地产市场风险及其他金融风险仍比较严峻，都是货币政策不会那么快再次宽松的理由。另一方面，货币政策也没有进一步收紧的必要性。中国货币政策从去年5月开始调整，已经恢复到合意水平。而且，考虑到经济动能有所减弱，货币政策利率大概率仍是维持目前的水平，待产出缺口转负时再次进行下降。因此，预计未来货币政策整体稳定，但信用收缩还有下半程，不过收缩速度放缓。

● 风险提示：地方债发行节奏超预期

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

- 投资周报：近期人民币升值非因美元
2021-05-30
- 投资周报：从影子价格看美联储决策
2021-05-23
- 投资周报：经济分歧的调和
2021-05-06
- 投资周报：近期美元资产价格波动的一个微观机制
2021-4-25
- 投资周报：产出缺口、产出增速缺口的不同含义
2021-4-18
- 投资周报：拜登财政政策的三层逻辑
2021-4-4
- 投资周报：季末资产再平衡效应？
2021-3-28
- 投资周报：几种测算合意美债利率的方法
2021-3-21
- 投资周报：一个分析通胀的新凯恩斯框架
2021-3-14
- 投资周报：务实的政府工作报告
2021-3-7
- 投资周报：当TGA缩减遇到SLR收紧
2021-2-28

目 录

1、 信用收缩速度放缓.....	3
2、 信用收缩还有后半程.....	4

图表目录

图 1: 信贷增速下滑放缓.....	3
图 2: 债券发行拖累社融增速.....	4
图 3: M2 增速暂停下滑.....	4
图 4: 中国存在 3.5 年左右信用周期.....	5

事件：2021年6月10日，央行公布5月金融数据显示：人民币贷款增加1.5万亿元，同比多增143亿元；社会融资规模增量为1.92万亿元，比上年同期少1.27万亿元，同比增长11%，增速比上个月回落0.1个百分点；5月末，广义货币(M2)余额同比增长8.3%，增速比上月末高0.2个百分点，比上年同期低2.8个百分点。

1、信用收缩速度放缓

5月新增贷款1.5万亿元，同比多增143亿元，而较4月则是同比少增2300亿元，同时，贷款余额增速下降0.1个百分点至12.2%，下降幅度低于上月的0.3个百分点。这说明信贷数据略有改善，信贷收缩速度放缓。

企业长期贷款6528亿元，同比多增1223亿元，增幅高于上月的1058亿元。企业盈利继续改善，银行风险偏好也在增加，整体信用收缩环境下，银行对企业的长期支持非但没有萎缩，还在增强。而整体信用收缩，很大一部分原因是，上年银行在风险偏好较低情况下，投放了大量短期信贷，这些贷款逐渐到期，拉低了整体的信贷额度。随着短期信贷到期的减少，短期贷款对整体信贷的拖累也会减弱。

一些地区加强了房地产调控，居民中长期贷款新增4426亿元，同比少增236亿元，而上月则是同比多增529亿元。不过，居民短期贷款则是新增了1806亿元，同比增量较上月改善，不排除一些地区在收紧按揭贷款后，寻找短期贷款来替代。根据过去几年的经验，按揭贷款及相关房地产市场贷款作为优质资产，可能长期保持稳定。

图1：信贷增速下滑放缓



资料来源：Wind，新时代证券研究所

相较于信贷的略超预期，社融数据有些低于预期。5月新增社融1.92万亿元，同比少增1.27万亿元，社融余额增速下降0.7个百分点至11%。主要原因有：第一，地方债发行滞后，5月同比少发行4661亿元。第二，企业债券融资减少1336亿元，同比多减4215亿元。第三，非标融资减少2629，同比多减2855亿元。

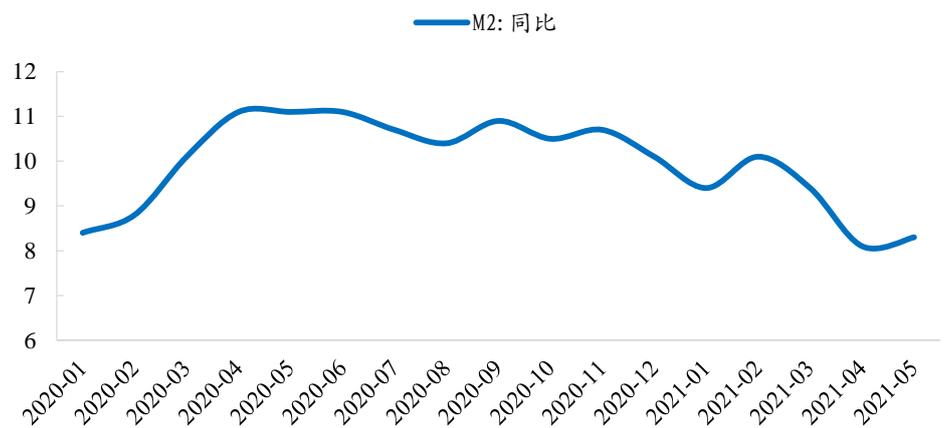
未来地方债发行会逐渐增加，这会缓解社融增速的下滑，社融增速可能在下半年趋稳。同时，这也会对经济产生支撑，下半年经济增速仍有保障。疫情后的经济复苏节奏比较好，各种经济力量不断接力，避免了各种经济力量一起发力一起衰竭导致的经济忽热忽冷。

图2: 债券发行拖累社融增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5月末M2同比增速为8.3%，比上月末高0.2个百分点。在信贷稳定情况下，M2同比增速上升，可能是因为财政存款同比少增3843亿元，以及银行加大了二级市场的资产购买。一级市场债券发行同比减少，对货币创造是负面的。但是银行在二级市场购买债券及其他资管产品则会创造相应存款，这也是5月债券利率下滑的重要原因。

M1同比增速下降0.1个百分点至6.1%，但下降速度较上月的0.9个百分点大幅放缓。房地产市场调控仍在拖累M1增速，不过企业投资意愿增强，抑制了M1增速的过快下滑。

图3: M2增速暂停下滑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、信用收缩还有后半程

预计下半年货币政策整体稳定。一方面，货币政策没有宽松的必要。虽然下半

年经济增速会有波动，但大概率还是会高于潜在经济增速的，产出缺口仍为正，经济仍处于繁荣阶段。等到产出缺口为负时，信用周期才可能再次进入上行阶段。此外，这轮通胀周期强于以往，以及房地产市场风险及其他金融风险仍比较严峻，都是货币政策不会那么快再次宽松的理由。

从经验来看，中国存在 3.5 年左右的信用周期，第一年，经济不好，货币、信用、监管政策放松，刺激经济增长。第二年，经济好转，政策收紧。第三年，政策收紧，经济下滑。经济下滑时，政策不会马上大幅宽松，只有待无法忍受时才再次宽松。第三年政策可能微调，小幅宽松，但大幅宽松可能要等到第四年。这轮信用周期实际上要从 2018 年末算起，疫情只是进一步加大了宽松力度，目前只走了 2.5 年。估计信用收缩还有一年左右的时间，此后由于无法忍受经济下行，信用会再次宽松。

另一方面，货币政策也没有进一步收紧的必要。中国货币政策从去年 5 月开始调整，已经恢复到合意水平。而且，考虑到经济动能有所减弱，货币政策利率大概率仍是维持目前的水平，待产出缺口转负时再次进行下降。

因此，预计未来货币政策整体稳定，但信用收缩还有下半程，不过收缩速度放缓。

图4： 中国存在 3.5 年左右信用周期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_20083

