

信用条件结构性收敛

——2021 年 5 月金融数据点评

5 月我国新增人民币贷款 1.50 万亿（预期值 1.42 万亿），M2 同比增长 8.3%（预期值 8.1%），超出市场预期。新增社融 1.92 万亿（预期值 2.11 万亿），低于市场预期。

5 月份金融数据呈现出三大结构性特征，指向信用局部收缩。一是表内信贷依旧强劲，表外融资收缩加快。本月信贷表现强于历史同期，信用收缩主要体现在表外融资和债券融资上。二是信用主体融资环境分化，制造业融资依旧旺盛，而房地产、城投融资则受到政策影响收紧。三是企业债券融资疲弱，政府债券融资加速。本月企业债券融资在城投债的拖累下自 2018 年 6 月后首次为负，但政府债券融资却强于除 2020 年以外的同期水平。

一、信贷：总量超预期，结构良好

5 月新增人民币贷款同比增加 0.02 万亿，超出市场预期，信贷结构表现依然良好。具体来看，有以下三个方面值得关注：

一是实体经济融资需求保持强劲，企业中长贷表现较好。5 月新增企业贷款同比减少 0.04 万亿。其中，中长贷同比多增 0.12 万亿元，占比高达 87.9%（前值 92.1%），指向制造业中长期融资需求仍然较旺。

二是消费复苏缓慢叠加政策收紧，居民贷款弱于去年同期。5 月居民贷款当月新增 0.62 万亿，同比减少 0.08 万亿。其中居民短贷当月新



增 0.18 万亿，同比减少 0.06 万亿，或继续受到严查经营贷消费贷的影响。居民中长贷当月新增 0.44 万亿，同比减少 0.02 万亿，指向房地产销售开始受到政策收紧影响。

三是企业短贷和表内票据融资的“跷跷板”效应延续。前者当月减少 0.06 万亿，同比多减 0.18 万亿；后者当月增加 0.15 万亿，与去年同期基本持平。

二、社融：非标收缩加剧，企业债券走弱

5 月新增社融 1.92 万亿，同比减少 1.26 万亿，主要受到高基数、非标压降力度加强、企业债券融资疲弱的影响：

一是受资管新规的制约效应，非标融资继续压缩。当月非标融资减少 0.26 万亿，同比多减 0.28 万亿。其中信托贷款同比减少 0.09 万亿，委托贷款同比减少 0.01 万亿。未贴现银行承兑汇票同比减少 0.17 万亿，或受到低利率下企业贴现意愿偏强以及小微考核口径剔除票据贴现的影响。

二是城投债缩量导致企业债券融资减少，成为本月新增社融不及预期的主要原因之一。当月企业债券融资新增-0.13 万亿元，较去年同期减少 0.42 万亿。4 月 22 日沪深交易所发布文件提高城投债发行审核条件、限制债券发行用途等，5 月城投债净融资量大幅回落。

三是高基数导致政府债券同比发行减少。受政策影响，去年同期政府债券发行量较高，使得 5 月政府债券融资同比减少 0.46 万亿至 0.67 万亿。

三、货币：M2-M1 剪刀差缩小

5 月 M2 同比增速环比扩大 0.2pct 至 8.3%，高于市场预期值 8.1%，主要受到当月财政支出力度加快的影响。5 月财政存款增加 0.92 万亿，同比减少 0.38 万亿，财政投放节奏有所加快。5 月居民存款增加 0.11 万亿（同比减少 0.37 万亿），企业存款减少 0.12 万亿（同比减少 0.93 万亿），或与贷款同比少增所导致的存款派生下降有关。M1 增速环比下降 0.1pct 至 6.1%，M2 与 M1 间的剪刀差扩大至 2.2%。

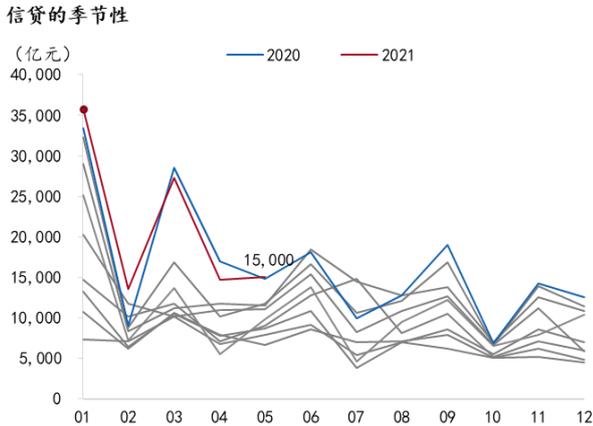
四、前瞻：社融增速下行放缓

在高基数的影响下，5 月社融增速继续下行并逐渐向名义 GDP 增速靠拢。考虑到今年地方债发行节奏滞后，下半年政府债券发行将有所加速，对社融增速形成支撑。但在央行“稳杠杆”和政府隐形债务监管的政策要求下，企业债券融资或持续疲弱，非标面临持续收缩，对社融增速形成拖累。综合来看，我们预计下半年社融增速下行速度将有所放缓，下行空间有限。前瞻地看，社融-M2 剪刀差在 5 月有所收窄，表明广义流动性缺口缩小，银行负债端压力下降。我们预计这一剪刀差未来大概率将继续收窄，指向后续利率上行空间有限。

（评论员：谭卓 颜琰）

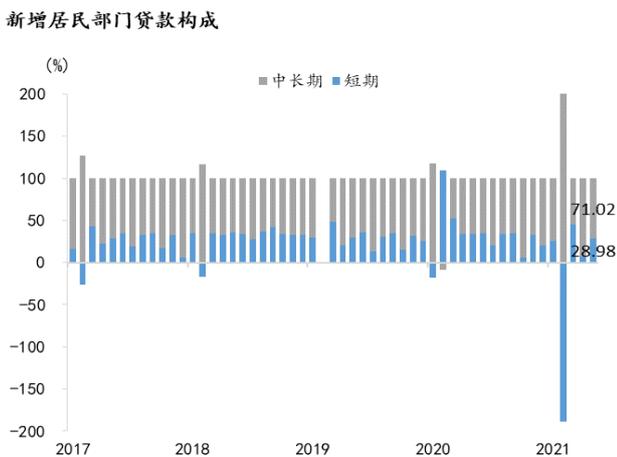
附录

图 1: 5 月信贷增量高于去年同期水平



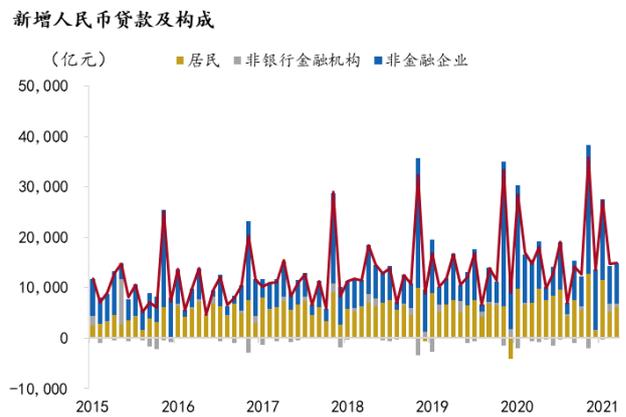
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



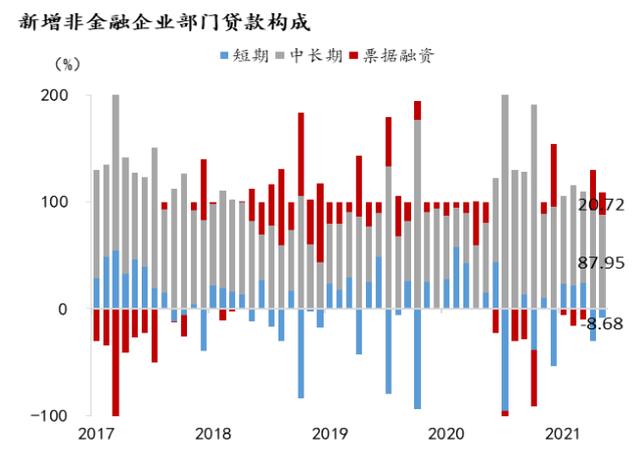
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 新增人民币贷款及构成



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



资料来源: WIND、招商银行研究院

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_20256

