

固定收益分析师：

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

2020年6月11日

近期研究报告

- 1.《机构由利率债向信用债调仓——4月债券托管数据点评》
- 2.《由债券供给对资金面的挤出效应来推演——利率债周报（5.11-5.17）》
- 3.《由一季报看上市银行资产端和负债端变化》
- 4.《央行重启逆回购——利率债周报（5.25-5.31）》
- 5.《地方债配置强劲，同业存单遭大规模减持——5月债券托管数据点评》

内容提要：

社融新增总量仍好于预期。5月新增社会融资规模3.19万亿，新增金融机构人民币贷款1.48万亿。社融中5月对实体发放信贷1.55万亿，同比增加3644.54亿；直接融资中5月企业债券融资2971亿，环比大幅收缩，主要与5月份债券市场明显调整有关。向后看，流动性环境的边际收紧不利于企业债券融资继续以较高规模增长，后续或将回落至2000-3000亿的月均增长常态。政府债券新增1.14万亿，环比多增8043亿，同比多增7543亿。

实体供需格局仍在改善中。5月企业短期贷款新增1211亿，同比持平，中长期贷款新增5305亿，同比多增2781亿。企业短期贷款恢复到季节性水平，同时中长期贷款继续较好增长，实体供需格局仍在改善中。5月中长期贷款占比强于季节性的同时，环比也较4月有所增长。

M1与M2的剪刀差收窄。5月M2持平于11.1%，M1增长1.3个百分点至6.8%。M1与M2的剪刀差收窄，说明货币活化程度有所提升，这与基本面的改观相互印证。

M2有望在6月继续保持增长。5月金融数据显示实体目前仍在改善中。政府工作报告提出要“引导M2和社会融资规模增速明显高于去年”，我们认为后续M2仍有上升空间，一方面信贷投放依然强劲，同时央行创设的直达实体货币工具更加有利于疏通货币传导渠道；另一方面，超季节性回笼的财政存款在投放实体后将有利于进一步货币派生。对债市而言，短期看收益率经过了剧烈上行后进一步调整的动能已经减弱，但目前亦尚未看到较为清晰的抄底信号，加之当前宏观经济数据改善预期仍然较强，因此以超调为理由的抄底行为仍需保持一定谨慎，控制仓位的同时快进快出为宜。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系进一步恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储后续超预期降息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

1、社融总量继续好于预期

央行公布的金融数据显示，5月新增社会融资规模3.19万亿，新增金融机构人民币贷款1.48万亿。整体看，金融数据好于市场预期，受债券市场调整，直接融资规模较前两月大幅下滑，不过政府债券发行规模大增，令社融存量增速继续增长至12.5%，创2018年5月以来新高。

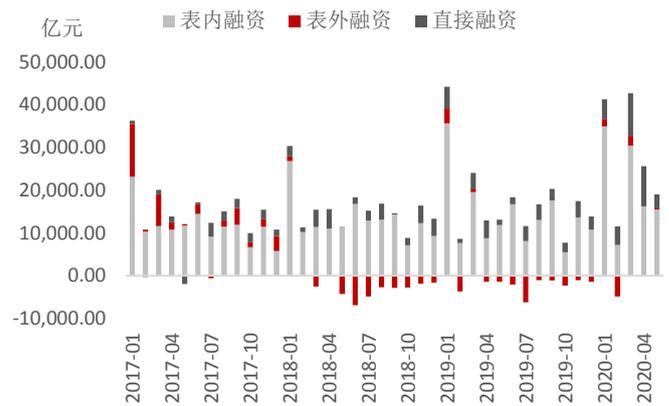
社融中5月对实体发放信贷1.55万亿，这一规模比去年同期增加了3644.54亿；表外融资当月微增226亿，环比略有改善，同比则由于未贴现承兑汇票由负转正改善较为明显；直接融资中5月企业债券融资2971亿，环比大幅收缩，主要与5月份债券市场明显调整有关。向后看，流动性环境的边际收紧不利于企业债券融资继续以较高规模增长，后续或将回落至2000-3000亿的月均增长常态。

图 1：5月新增社融规模情况



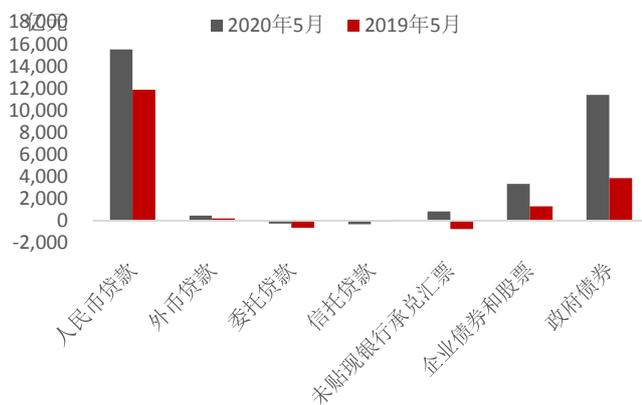
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：直接融资延续高增长



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：5月社融分项新增情况



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：企业债券融资规模本月显著回落



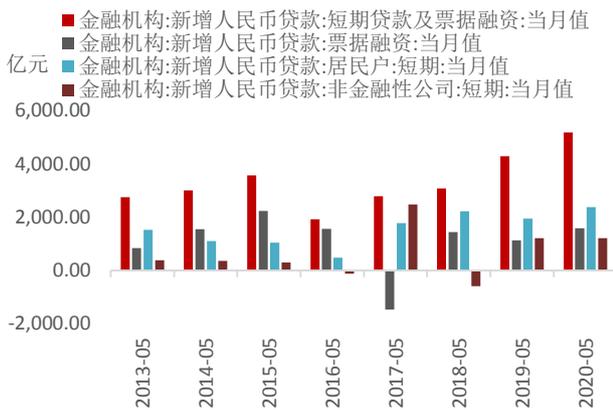
资料来源：Wind，国开证券研究部

5月政府债券新增1.14万亿，环比多增8043亿，同比多增7543亿。根据财政部统计数据，截至5月底今年地方债共发行31997亿元，其中新增债券27024亿元，再

融资债券4973亿元。新增债券发行完成中央提前下达额度28480亿元的94.9%，专项债券21502亿元，完成中央提前下达额度22900亿元的93.9%。按照全国两会审议通过的预算报告，今年全年新增地方债额度为4.73万亿，其中新增一般债0.98万亿，新增专项债3.75万亿，因此目前尚有约2万亿的地方债额度，三季度地方债仍将维持较高的单月发行量。

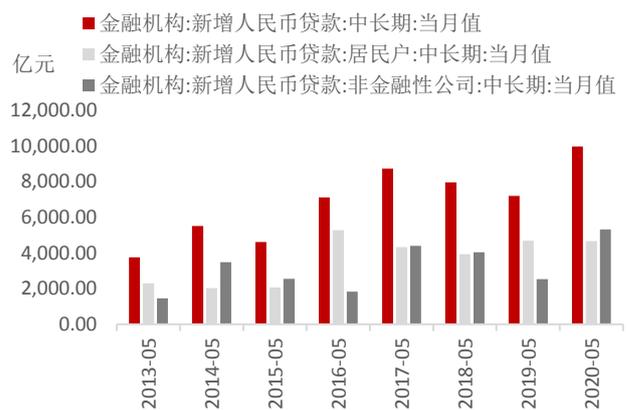
5月新增金融机构人民币贷款1.48万亿，同比多增3000亿。5月短期贷款及票据融资新增5178亿，同比多增889亿，其中票据融资新增1586亿，同比多增454亿；居民中长期贷款新增4662亿，同比持平环比小幅增长，近期房地产市场恢复较快，居民中长期贷款的稳步新增同样证明疫情期间压抑的购房需求可能在加速释放。

图 5: 历年 5 月新增短期贷款及票据融资情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 历年 5 月新增中长期贷款情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 7: 历年 5 月企业中长期贷款占比



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 企业中长期贷款占比环比持平



资料来源: Wind, 国开证券研究部

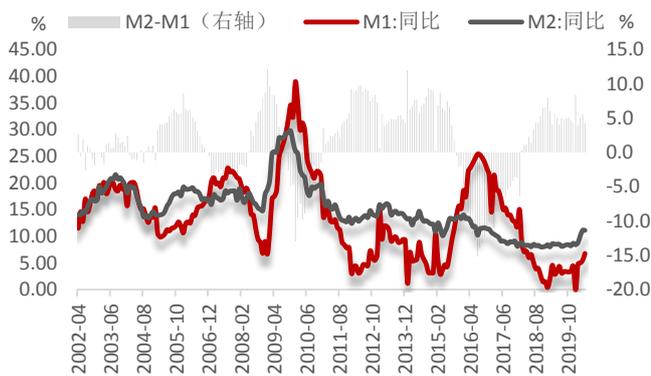
企业短期贷款新增1211亿，同比持平，中长期贷款新增5305亿，同比多增2781亿。企业短期贷款恢复到季节性水平，同时中长期贷款继续较好增长，实体供需格局仍在改善中。5月中长期贷款占比强于季节性的同时，环比也较4月有所增长。

2、M1 和 M2 继续上行

5月M2持平于11.1%，M1增长1.3个百分点至6.8%。M1与M2的剪刀差收窄，说明货币活化程度有所提升，这与基本面的改观相互印证。

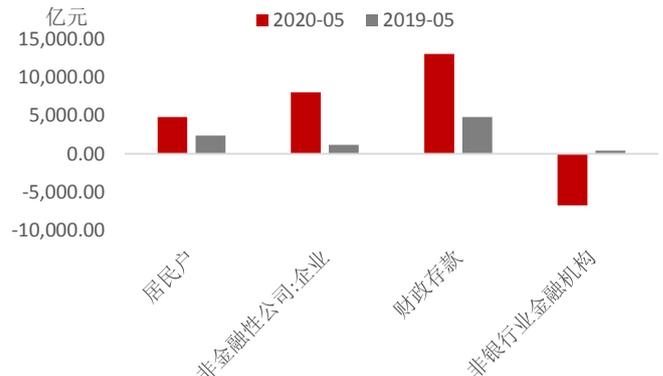
从存款分项看，5月居民存款增加4819亿，同比多增2402亿；企业存款增加8054亿，同比多增6873亿；财政存款增加1.31万亿，同比多增8251亿；非银存款减少6736亿，同比多减7145亿。财政先收后支的待用款和收大于支的结余款在银行形成财政存款，因此对于5月财政存款的超季节性增加，可能的原因在于地方债的大规模融资尚未完全下达所致。

图 9：5 月 M1 继续上行



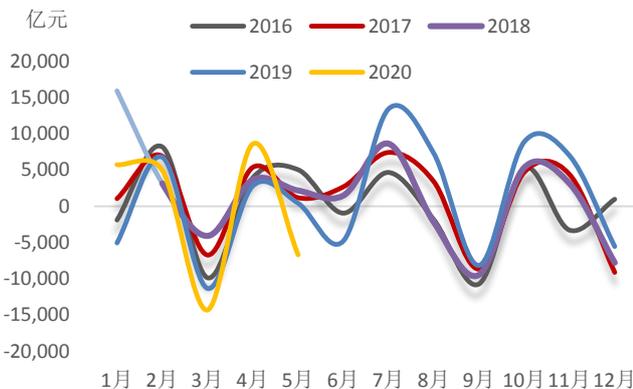
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 10：新增存款分项



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 11：非银存款具有较强的季节性



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 12：历年 5 月财政存款增量



资料来源：Wind，国开证券研究部

3、总体观点

总结看，5月数据存在如下亮点：

一是表内信贷投放依然强劲，5月新增金融机构人民币贷款1.48万亿，同比多增3000亿；二是政府债券放量新增1.14万亿，考虑到目前尚有约2万亿的地方债额度，三季度地方债仍将维持较高的单月发行量，对社融仍将维持有力支撑；三是企业中长期贷款新增5305亿，同比多增2781亿，企业短期贷款恢复到季节性水平，同时中长期贷款继续较好增长；四是M1增长1.3个百分点至6.8%，M1与M2的剪刀差收窄，说明货币活化程度有所提升。

5月金融数据显示实体目前仍在改善中。我们在4月金融数据点评中提示应关注两点，一是中长期贷款占比情况，二是M2和M1的剪刀差情况，在本期数据中这两点均有所改善，说明目前实体正在从疫情冲击中加速恢复。政府工作报告提出要“引导M2和社会融资规模增速明显高于去年”，我们认为后续M2仍有上升空间，一方面信贷投放依然强劲，同时央行创设的直达实体货币工具更加有利于疏通货币传导渠道；另一方面，超季节性回笼的财政存款在投放实体后将有利于进一步货币派生。

对债市而言，短期看收益率经过了剧烈上行后进一步调整的动能已经减弱，但目前亦尚未看到较为清晰的抄底信号，加之当前宏观经济数据改善预期仍然较强，因此以超调为理由的抄底行为仍需保持一定谨慎，控制仓位的同时快进快出为宜。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系进一步恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储后续超预期降息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

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_4363

