

财政发力叠加需求修复，信用扩张继续加快

——2020年5月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 1-5月国内社融增量为17.36万亿元，同比多增5.37万亿元，增幅为去年全年增幅的1.7倍；5月当月社融增量为3.19万亿元，同比多增1.48万亿元。社融保持高增，源于财政加快发力，政府债券放量，同时实体投资消费继续修复、央行加大小微企业金融扶持力度，信贷增长也继续超预期。当下，国内经济加快恢复，美联储扩表速度放缓，流动性最宽松阶段或已经过去，货币政策重心由宽货币转向宽信用。具体看：

社融：政府债券放量是社融高增的主因。5月财政部推动地方专项债集中发行，政府债券同比多增7543亿元，对社融同比增幅的贡献率超五成。此外，央行加大小微企业金融扶持力度，叠加基建等配套融资需求增加，人民币贷款、企业债券分别同比多增3645和1938亿元，也对社融起到了支撑作用。往后看，预计信贷增长继续保持强势，但政府债券和企业债券融资环比趋弱，6月社融同比增幅或有所收窄。

信贷：企业中长贷继续推动信贷总量与结构双改善。5月金融机构新增人民币贷款1.48万亿元，同比多增3000亿元。总量继续保持增长，主要源于企业投资和居民消费均持续修复，如分项来看，企业中长贷同比多增2781亿元，对信贷的贡献率超九成，受益可选消费修复，居民短贷也同比多增433亿元。此外，5月居民中长贷同比减少15亿元，反映资金更多地流向了除房地产外的实体经济部门，同期票据融资规模也有所压降，国内信贷结构继续优化。

流向：基建资金来源明显改善，房企资金来源继续小幅修复。一方面，政府债券发行放量，流向基建领域的资金明显改善，如1-5月与基建相关的政府债券、表外融资和其他部门贷款分别同比多增12790、1677、452亿元，增幅较1-4月均有所提高。另一方面，流动性宽松和居民积压购房需求释放，房地产融资边际小幅改善。如1-4月房地产开发资金来源同比降幅，较1-3月继续收窄3.4个百分点，房企海外债券融资也明显回暖，但当前居民定金及预收款的降幅仍近2成，居民中长贷改善有限，房企融资仅小幅修复。

- 5月M2增速未随社融回升，主因财政存款回升；同期M1大幅提高1.3个百分点，表明企业经营与居民消费均有所修复。5月政府债券发行放量，部分资金下拨存在时滞，财政存款同比多增8251亿元，对M2形成拖累；但同期信贷、社融继续大幅增加，信用扩张较快，共同支撑M2增速持平上月，增长11.1%。预计6月受益国内宽信用延续、经济继续修复、财政存款季节性下降，M2或继续高位增长11%左右。另外，企业经营与居民消费边际修复，5月M1大幅提高1.3个百分点，但M1增幅仍低于M2，表明企业盈利依旧面临困难。
- **货币最宽松的阶段或已经过去。**国内经济加快恢复，名义GDP回升速度要快于M2和社融，意味着未来M2与名义GDP增速差趋于收窄，流动性最宽松的阶段或已经过去。此外，5月美联储资产负债表扩张规模由前两月超万亿美元降至4400亿美元左右，也大概率会带动全球流动性闸门有所调小。未来货币政策重心将由宽货币转向宽信用，强调资金直达实体经济，用于扩大有效需求。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、财政发力叠加需求修复，国内信用扩张继续加快.....	3
（一）社融：政府债券放量是社融高增的主因	3
（二）信贷：企业中长贷继续推动信贷总量与结构双改善	4
（三）流向：基建资金来源明显改善，房企资金来源继续小幅修复.....	5
二、财政存款增加致 M2 持平上月，企业经营和消费改善推动 M1 回升.....	6
（一）财政存款回升，M2 增速持平上月为 11.1%.....	6
（二）企业经营与居民消费修复，M1 大幅提高 1.3 个百分点.....	7
三、货币最宽松的阶段或已经过去	8

正文：

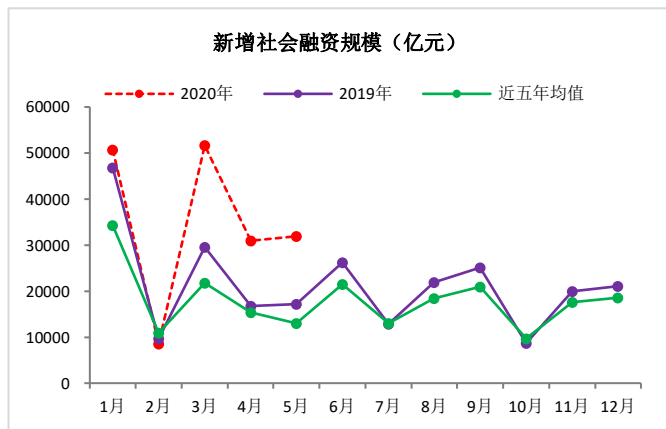
事件：2020年5月份，社融增量为31900亿元，较上年同期多增14776亿元；新增人民币贷款14800亿元，较上年同期多增3000亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长6.8%、11.1%，增速较上月末分别高1.3个百分点和持平，比上年同期分别高3.4和2.6个百分点。

一、财政发力叠加需求修复，国内信用扩张继续加快

（一）社融：政府债券放量是社融高增的主因

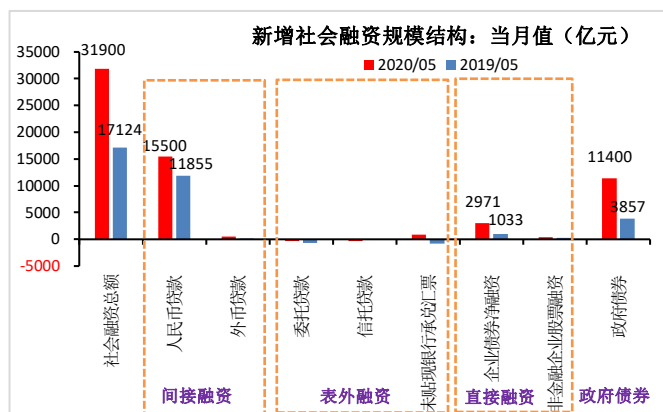
5月国内社会融资（简称社融，下同）增量为3.19万亿元，同比多增1.48万亿元（见图1）；存量增速升至12.5%，较上月提高0.5个百分点。分项看，为尽快扩大有效投资，对冲疫情带来的总需求不足问题，财政部推动地方政府专项债加快发行，政府债券同比多增7543亿元，是本月社融保持高增的最主要贡献因素；为落实“六保”任务、稳住更多企业“基本盘”，央行持续加大中小微企业金融扶持力度，叠加基建等配套融资需求增加，人民币贷款（社融口径）、企业债券分别同比多增3645和1938亿元，也对社融起到了重要支撑作用（见图2）。此外，其他分项中，未贴现银行承兑汇票同比增加1446亿元，主要源于去年同期基数较低和国内宽信用大环境；信托贷款为唯一同比减少分项，则与近期信托监管新规落地相关（见图2）。

图1：新增社会融资规模



资料来源：WIND，财信研究院

图2：5月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

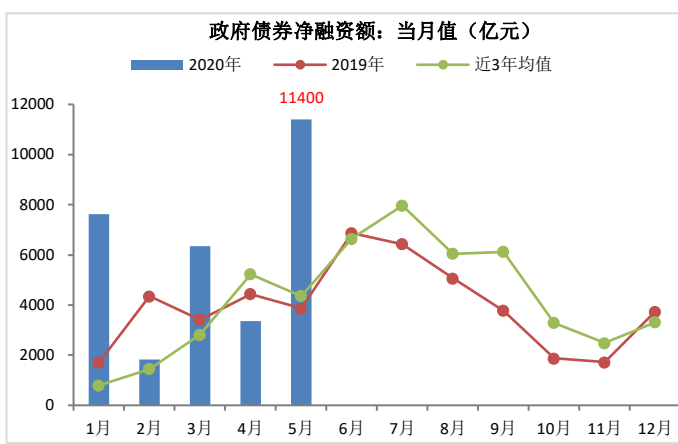
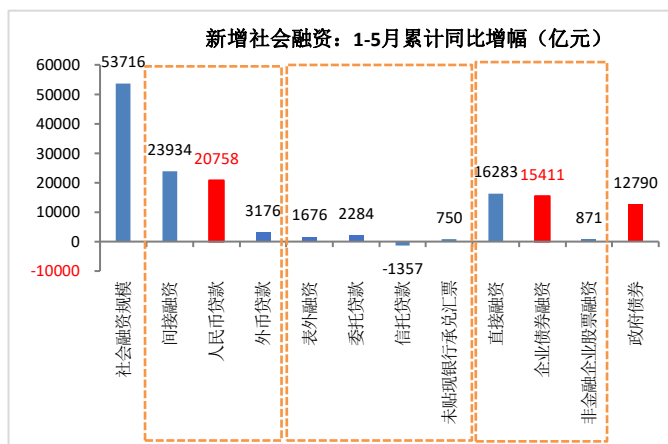
从累计数据看，1-5月社融增量为17.36万亿元，同比多增5.37万亿元，增幅为去年全年增幅的1.7倍。其中，人民币贷款（社融口径）、企业债券、政府债券分别同比多增20758、15411和12790亿元，合计贡献率超九成（见图3）。

预计6月社融依旧维持高位水平，但同比增幅或有所收窄，理由有三：一是**政府债券的支撑将边际趋弱**。5月政府债券净融资规模创下历史新高，后续随着专项债发行边际放缓，其同比增幅收窄为大概率事件，如年内专项债剩余额度约1.6万亿，按九月底全部发完估算，6-9月月均新增规模约4000亿元，远低于本月近万亿的规模；此外6月政府债券基数相对偏高，也不利于其同比多增较多（见图4）；二是**企业债券的贡献或**

有所减小，一方面债市调整、央行整顿资金套利，企业举债融资意愿或下降，另一方面1-5月国内企业债券净融资同比多增1.5万亿以上，已超过央行引导公司类债券净融资比上年多增1万亿的目标，后续增长动力或有所弱化；三是信贷对社融的支撑仍偏强，当前央行仍有万亿再贷款再贴现额度待投放，政策性银行需在6月底前落实到位3500万专项信贷额度，叠加全年近7万亿普惠小微企业贷款延期支持目标、1万亿普惠小微企业信用贷款支持计划等，均有利于信贷增加。

图3：1-5月新增社会融资规模结构

图4：政府债券净融资额：当月值



资料来源：WIND，财信研究院

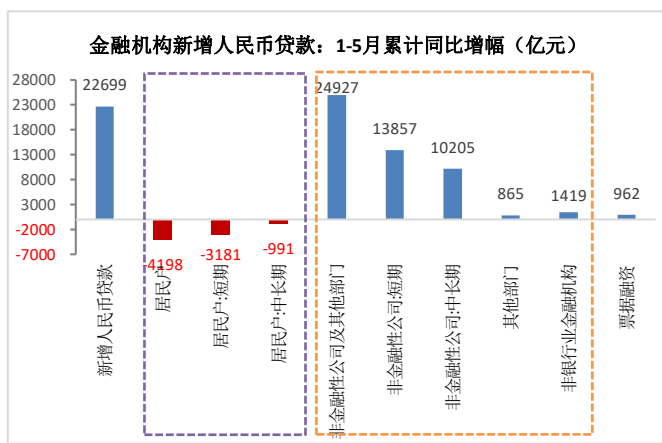
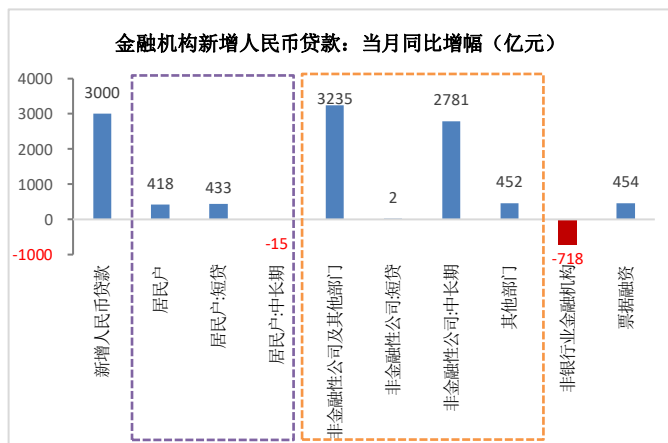
资料来源：WIND，财信研究院

(二) 信贷：企业中长贷继续推动信贷总量与结构双改善

5月金融机构新增人民币贷款1.48万亿元，同比多增3000亿元（见图5）。总量继续保持增长，主要源于企业投资和居民消费均持续修复，如企业部门贷款同比多增3235亿元（其中，中长贷同比多增2781亿元，贡献率超九成），居民部门贷款同比多增418亿元。

图5：金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅

图6：金融机构新增人民币贷款：1-5月累计同比增幅



资料来源：WIND，财信研究院

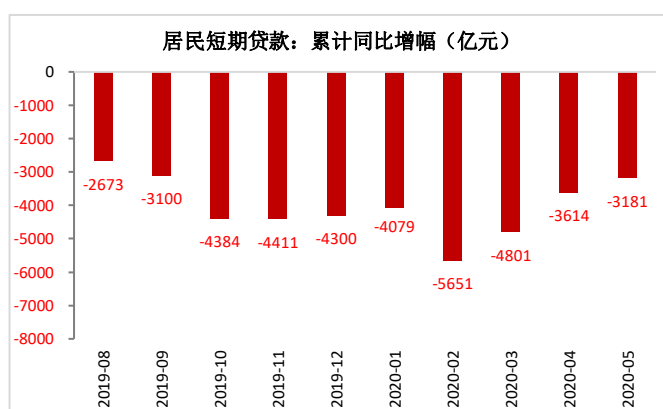
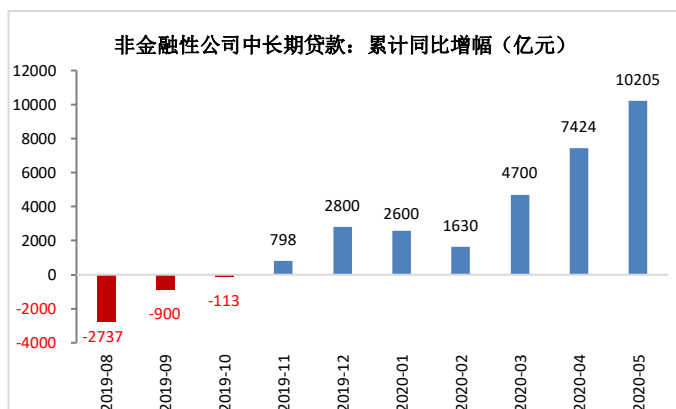
资料来源：WIND，财信研究院

国内信贷结构也继续优化。首先，非金融企业中长期贷款增加较多，居民中长期贷款同比减少。如5月国内中长期贷款同比多增2766亿元，其中，非金融企业同比多增

2781 亿元（见图 7），居民部门同比减少 15 亿元。企业和居民中长贷一增一减，反映出国内信贷资源更多流向了实体经济部门，企业中长贷大幅增长与 MPA 增加制造业中长期贷款考核指标、基建配套融资需求增加相关；“房住不炒定位”下，商业银行对房地产相关的信贷投放仍持谨慎态度。其次，短贷及票据融资小幅改善，表现为居民短贷持续修复，企业票据融资增幅收窄。一方面，国内抗疫限制逐步松绑，叠加一揽子消费刺激推出，居民消费修复逐渐由食品饮料、医药等必需品，向汽车等耐用品和服务消费品扩散，5 月居民短贷同比多增 433 亿元，呈持续改善态势（见图 8）。另一方面，近期央行加大力度打击企业通过低息票据融资，再购买高利率结构性存款的资金套利行为，5 月票据融资绝对规模较上月收缩一半以上，同比增幅也由上月的 2036 亿元收窄至 454 亿元，预计严监管叠加市场利率上行后套利空间收窄，未来数月票据融资或继续降温。

图 7：非金融性公司中长期贷款：累计同比增幅

图 8：居民短期贷款：累计同比增幅



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

从累计数据看，我们基本可以得到与上述分析完全一致的结论，但值得引起重视的是，前五个月居民部门信贷依旧维持收缩，与整体信贷扩张形成鲜明对比，表明居民消费和购房需求的回暖偏慢，消费对经济的支撑短期或有限。具体看数据，1-5 月金融机构新增人民币贷款 10.3 万亿元，同比多增 2.3 万亿元；同期居民短贷和中长期贷款分别同比减少 3181 和 991 亿元，维持收缩态势（图 6）。

（三）流向：基建资金来源明显改善，房企资金来源继续小幅修复

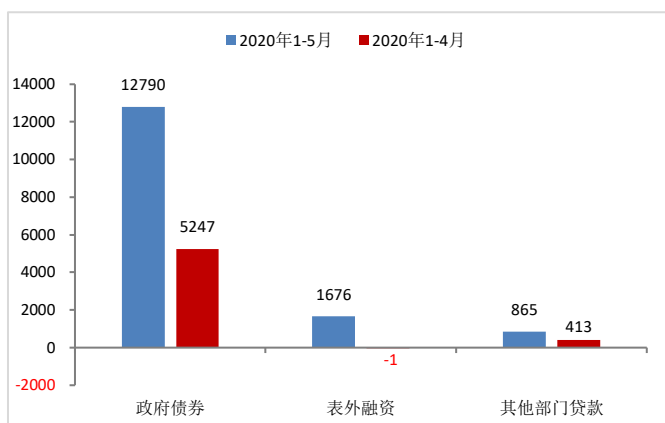
政府债券发行放量，流向基建领域的资金明显改善。如与基建相关的资金，即政府债券（包括国债、地方政府债券）、表外融资以及表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同），1-5 月分别同比多增 12790、1677、452 亿元，增幅较 1-4 月均有所提高（见图 9）。考虑到海外疫情仍未明显缓解、叠加大国贸易摩擦升温，外需持续堪忧，同时国内“房住不炒”定位、消费回暖相对偏慢，“两新一重”为主的基建补短板、稳增长重要性大幅提升，预计流向基建领域的资金将持续改善。

流动性宽松和居民积压购房需求释放，房地产融资边际小幅改善。1-4 月房地产开发资金来源同比下降 10.4%，降幅较 1-3 月继续收窄 3.4 个百分点（见图 10）。从分项来看，1-4 月国内贷款、自筹资金和个人按揭贷款改善较多，降幅均已收窄至 6% 以内；同

期定金及预收款的降幅仍高达 18.9%，是拖累房企资金来源负增长的主因。另外，根据 wind 统计数据，5 月内地房企海外债券融资也再度重启，由上月的 0 亿美元增至 57.2 亿美元（见 11）。

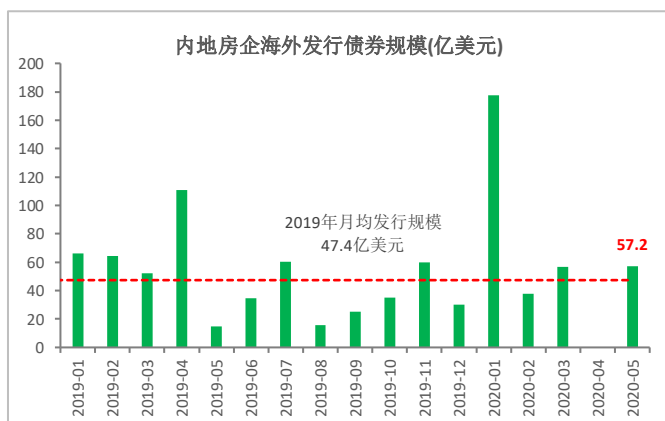
房企融资边际持续改善，原因有三：一是疫后国内经济、生活加快恢复，叠加多数房企降价促销去库存，居民积压购房需求逐步释放，带动房企资金回笼；二是当前国内流动性维持充裕，企业融资成本有所降低，房企信贷和债券融资均趋于改善；三是随着国内 LPR 利率下调，居民住房贷款利率也持续回落，推动个人按揭贷款改善，如根据融 360 监测数据，国内首套和二套房贷款平均利率，分别由 2019 年末的 5.54% 和 5.85%，降至 2020 年 4 月的 5.32% 和 5.63%，5 月份其监测的 41 个城市中，39 个城市首二套房贷款利率均继续环比下调。但整体上，“房住不炒”定位下，商业银行对房地产相关贷款投放仍偏谨慎，5 月居民中长贷也未出现明显修复。

图 9：流向基建领域资金同比增幅（亿元）



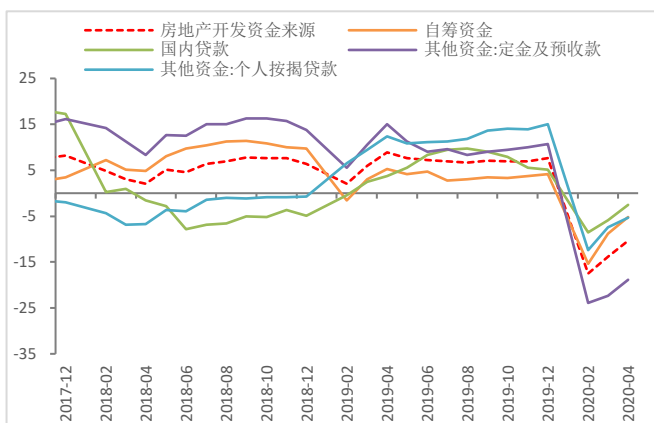
资料来源：WIND，财信研究院

图 11：内地房企海外发行债券规模(亿美元)



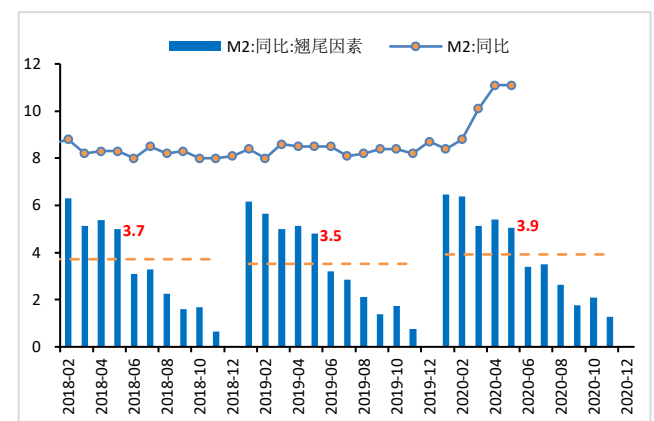
资料来源：WIND，财信研究院

图 10：房地产开发资金来源构成及增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：5 月 M2 翘尾因素小幅降至 5.0



资料来源：WIND，财信研究院

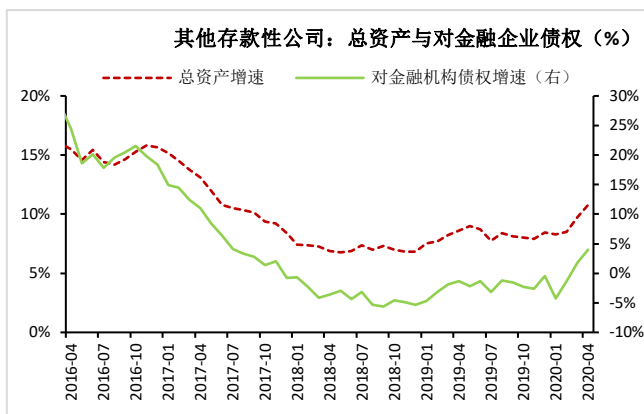
二、财政存款增加致 M2 持平上月，企业经营和消费改善推动 M1 回升

（一）财政存款回升，M2 增速持平上月为 11.1%

5 月 M2 同比增长 11.1%，增速持平上月，未随社融继续上行（见图 12），原因有三：一是财政存款同比多增 8251 亿元，达到 13100 亿元，对 M2 形成拖累，其中财政存款增加有季节性和企业推迟缴纳税费的因素，此外当月政府债券发行放量，部分资金拨付存在一定时滞，也会导致财政存款增多；二是国内新增贷款继续同比多增 3000 亿元，贷款创造存款的信用货币创造较快，对 M2 形成支撑，反映到金融机构资产负债表上，表现为其他存款性公司总资产和对金融机构债权增速均持续明显提升，如两者分别由 2019 年末的 8.4%、-0.5%，增至 2020 年 4 月末的 10.8% 和 3.9%（见图 13）；三是金融机构投资活动增加，也有利于 M2 维持高速增长，如 4 月份商业银行的债券投资增速维持高位，股权投资增速（见图 14）已由负转正，5 月份这一趋势大概率延续。

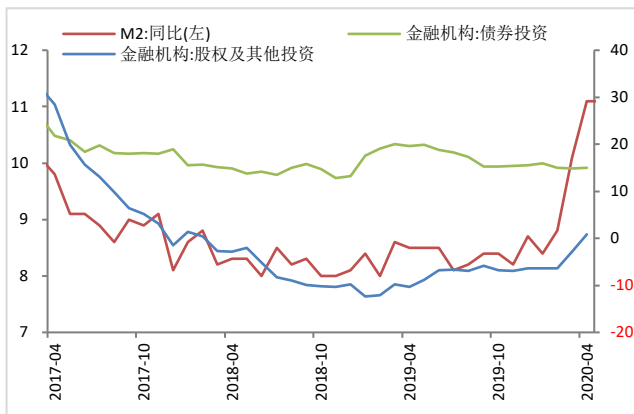
6 月份，M2 翘尾因素降低 1.7 个百分点，不利于 M2 提高；但根据历史经验，财政存款将环比明显回落，且随着一大波宽信用货币政策举措加快落地，企业投资和居民消费持续恢复，预计信贷增速或维持高位，均利于 M2 稳定。预计 6 月份，M2 增长 11% 左右。

图 13：存款性公司总资产与对金融企业债权增速回升



资料来源：WIND，财信研究院

图 14：金融机构股权、债权投资增速与 M2 增速



资料来源：WIND，财信研究院

展望 2020 年，全年 M2 翘尾因素比 2019 年提高 0.4 个百分点（见图 12），有利于 M2 增速的提高；受疫情在全球持续蔓延影响，国内经济面临的挑战前所未有，为实现“六稳”+“六保”目标，保障就业稳定大局，预计货币政策逆周期力度会持续加大，M2 增速有望在 Q3 触底回升，全年 M2 增速有望回升至 11% 左右。

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_4571

