

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

杨亚仙
研究助理
yangyaxian@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152627

相关研究

- 5 月外贸数据点评: 出口短期有韧性, 份额回落露端倪
- 复工复产延续, 市场继续修复
- 5 月 PMI 数据点评: 经济动能修复, 乐观预期增强

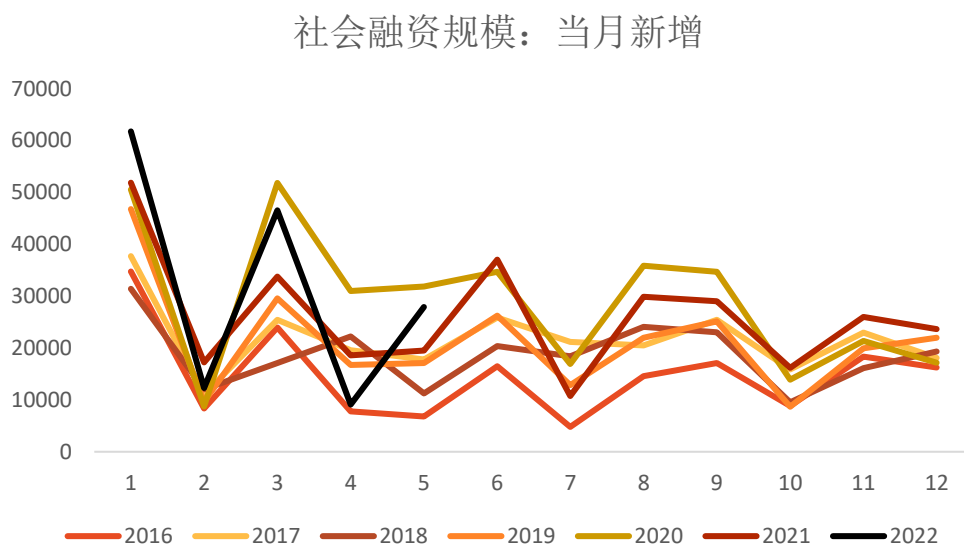
- 5 月新增社融 2.79 万亿元, 远高于市场预期。尽管社融同比大幅增加, 但我们倾向于认为 5 月社融高增是对 4 月社融回落的一个修复。一方面, 总量上, 将 4、5 月社融加总之后, 社融增量并未呈现超季节性的大幅上升, 基本符合季节性水平。另一方面, 结构并未明显改善, 5 月依然延续了 4 月的结构, 具体表现为短端好于长端, 政府端好于企业端, 好于居民端。因此, 我们认为不宜对 5 月的社融过分乐观, 经济需求仍然疲弱, 信用环境尚需改善, 稳增长亟待发力, 真正的好转或许要等到 6 月。
- 企业端短贷+票据融资同比多增 4251 亿元, 居民短贷同比多增 34 亿元, 企业中长贷同比少增 3379 亿元, 居民中长贷同比少增 1090 亿元。企业端和居民端信贷结构均不佳, 融资需求仍然疲弱。票据冲量仍然显著, 票据利率整体处于低位, 预计随着需求的修复, 该现象可能会有所缓解。
- 5 月政府债券融资对社融的支撑力度较强, 同比多增 3899 亿元。主要得益于政府专项债的发行加速。5 月发行额约为 6320 亿元, 对社融的提振已经达到一定程度。截止 6 月 17 日专项债发行额度已高达 5600 亿元, 6 月有望超过万亿, 对社融的支撑力度将进一步加强, 下半年基建料将发力。
- 国内疫情整体在边际上持续好转, 但备受瞩目的北京疫情再次反弹, 可能会造成一定的扰动, 但并未影响全国复工复产的进度。在此背景下, 高频数据显示经济在延续恢复, 社会融资需求也在边际好转。国外方面, 上周五公布的美国 CPI 再创新高, 海外市场引起轩然大波, 美国通胀见顶的预期被打破, 引发市场恐慌, 10 年美债利率飙升至 3.16% 附近, 美元指数大幅上行, 逼近前高, 美股大跌。国内形势边际利好, 国外偏利空, 综合来看, 股市短期偏震荡。
- 不同于前期的一路上涨, 近期 A 股已呈现震荡走势, 短期内上涨可能将进入瓶颈期, 需等待新的利好出现, 国内稳增长落地的效果以及复工复产的持续性将是重要的决定因素。
- 往后看, 市场焦点仍在经济恢复的高度和节奏, 这可能决定着短期反弹的高度。市场对美国通胀出现误判, 见顶仍需更多的证据佐证。短期来看, 建议仍然紧密跟踪几个市场主要矛盾的变化, 把握短期可能反弹的节奏。中长期的一些主要担忧尚未明显解除, 仍存一些变数, 市场大幅上行的时点仍需观察。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望, 灵活应对。

风险提示: 疫情变化超预期, 政策落地不及预期

1 社融或为 4 月的修复，不宜过度乐观

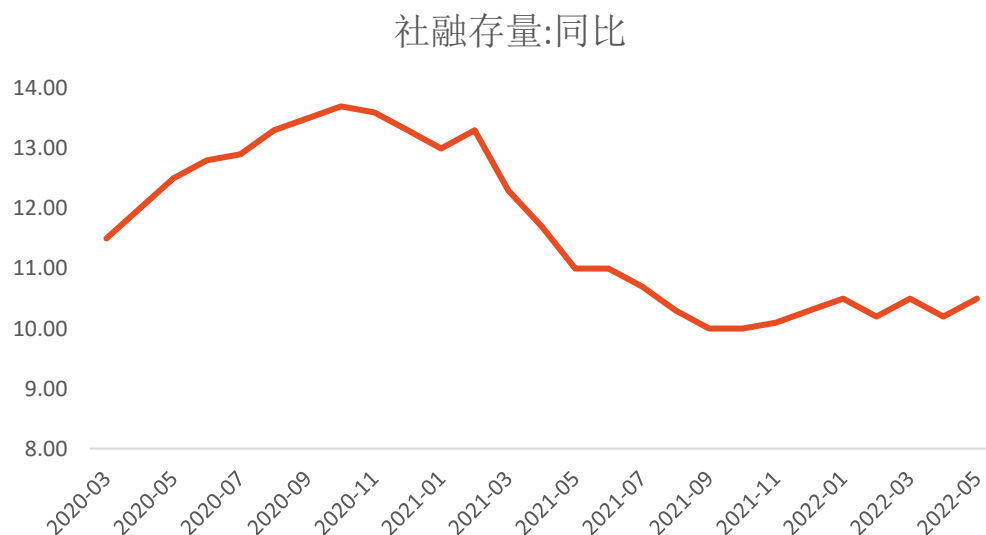
5 月新增社融 2.79 万亿元，远高于市场预期的 2.37 万亿元，同比多增 8378 亿元；社融存量同比上升 0.3 个百分点至 10.5%；新增人民币贷款 1.89 万亿元，远低于市场预期的 1.4 万亿元，同比多增 3920 亿元。

图 1：社融环比大幅上升



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：社融存量：同比

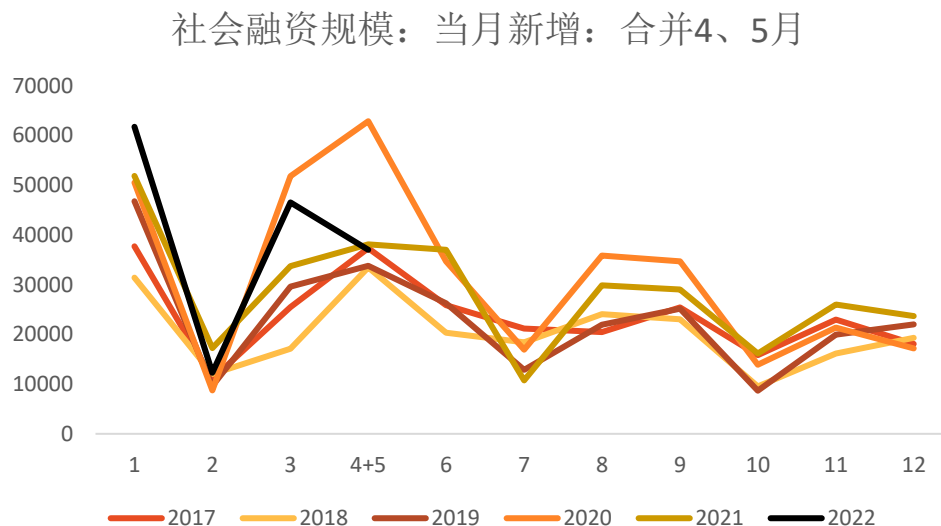


资料来源：Wind, 首创证券

尽管社融同比大幅增加，但我们倾向于认为 5 月社融高增是对 4 月社融回落的一个修复。一方面，总量上，将 4、5 月社融加总之后，社融增量并未呈现超季节性的大幅上

升，基本符合季节性水平。另一方面，结构并未明显改善，5月依然延续了4月的结构，具体表现为短端好于长端，政府端好于企业端好于居民端。因此，我们认为不宜对5月的社融过分乐观，经济需求仍然疲弱，信用环境尚需改善，稳增长亟待发力，真正的好转或许等到6月份。

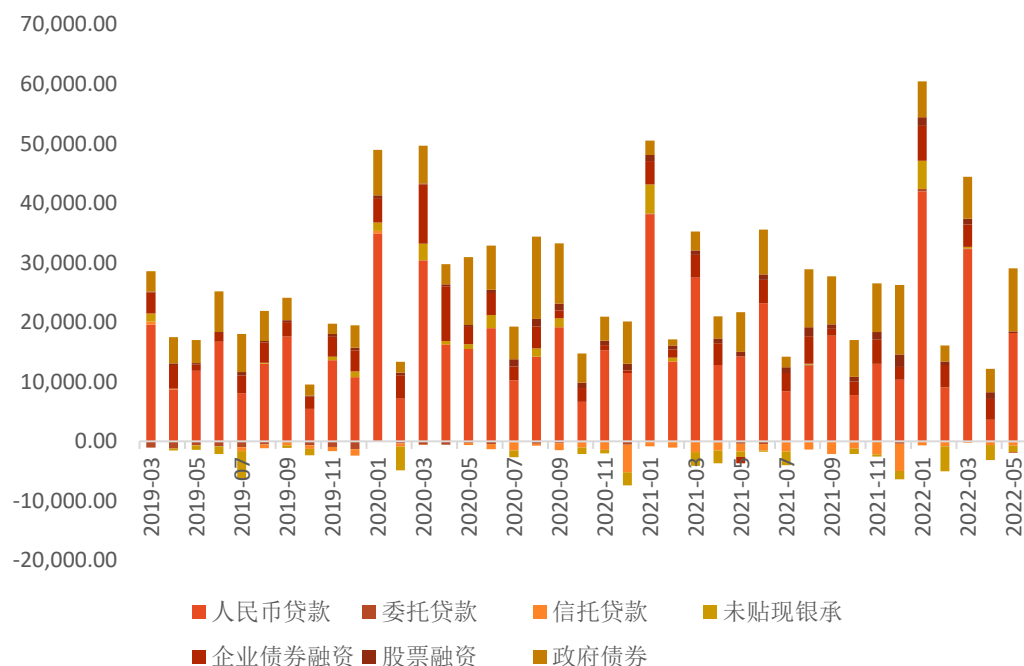
图3：合并4、5月数据后，社融新增符合季节性



资料来源：Wind, 首创证券

总量上，5月社融新增值高于季节性，但4-5月加总后基本符合季节性水平。而新增人民币贷款1.89万亿，同比多增3920亿元，同比由负转正。5月本土疫情好转，尤其是备受关注的北京和上海新增确诊病例数大幅下降，防控形势边际宽松，需求有所回暖。随着疫情逐渐受控，6月份全面复工复产的可能性增加，社融有望大幅好转。

图 4：社融分项：人民币贷款和政府债券是主要支撑

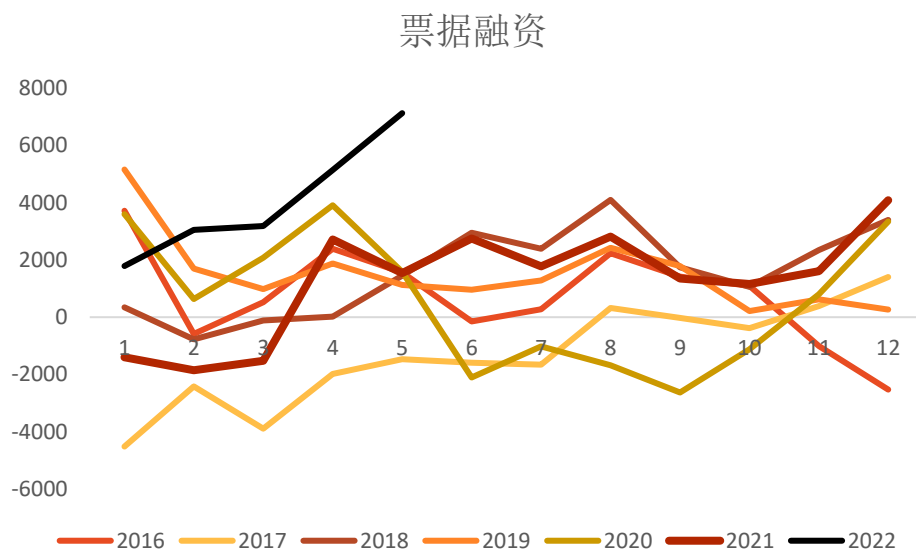


资料来源：Wind, 首创证券

结构上，短端好于长端，政府端好于企业端好于居民端。

企业端短贷+票据融资同比多增 4251 亿元，居民短贷同比多增 34 亿元，企业中长贷同比少增 3379 亿元，居民中长贷同比少增 1090 亿元。企业端和居民端信贷结构均不佳，融资需求仍然疲弱。尽管企业短期贷款仍处于历史低位水平，5 月减少 1984 亿元，同比多减 1340 亿元，但票据冲量仍然显著，票据利率 5 月整体处于低位，中枢甚至低于 4 月，并于最后一周急速下降至 0 附近。6 月份略有回升，但回升并不显著，预计随着需求的恢复，企业的实际贷款需求也将逐渐修复，票据冲量的现象可能会有所缓解。居民短贷连续 6 个月同比少增后，5 月转为多增，边际上有所好转。尽管各地房地产放松政策频出，但政策落地尚需时日，居民收入并未改善可能是一个较大的掣肘。

图 5：冲票据现象更加显著



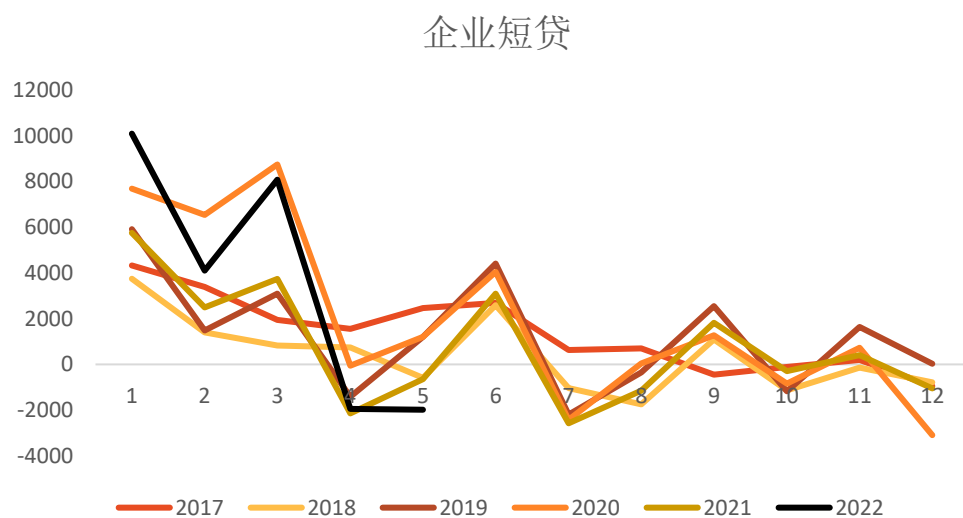
资料来源：Wind, 首创证券

图 6：票据融资利率保持低位



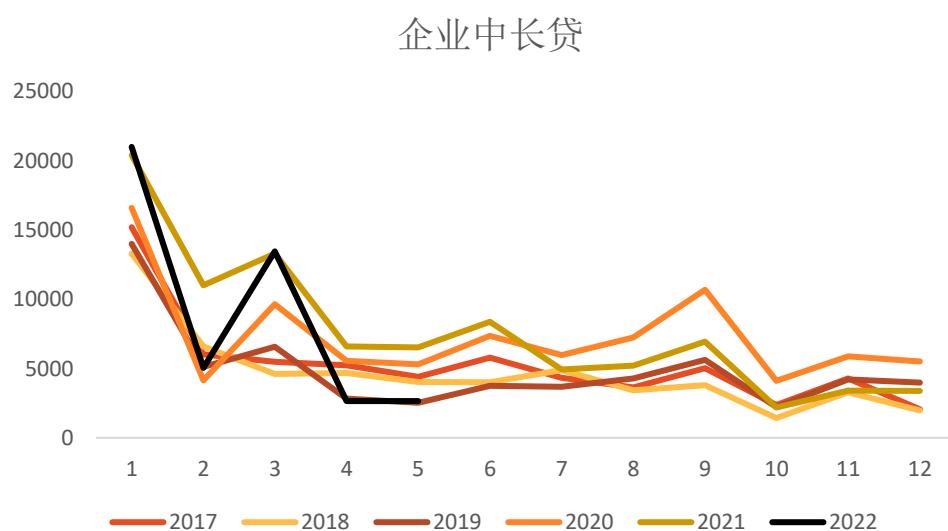
资料来源：Wind, 首创证券

图 7：企业短贷大幅走低



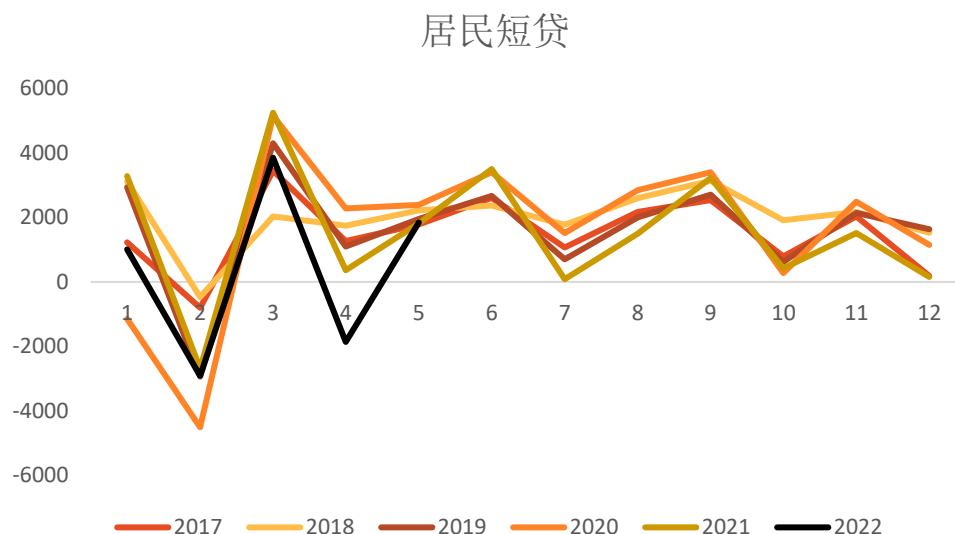
资料来源：Wind, 首创证券

图 8：企业中长贷未见好转



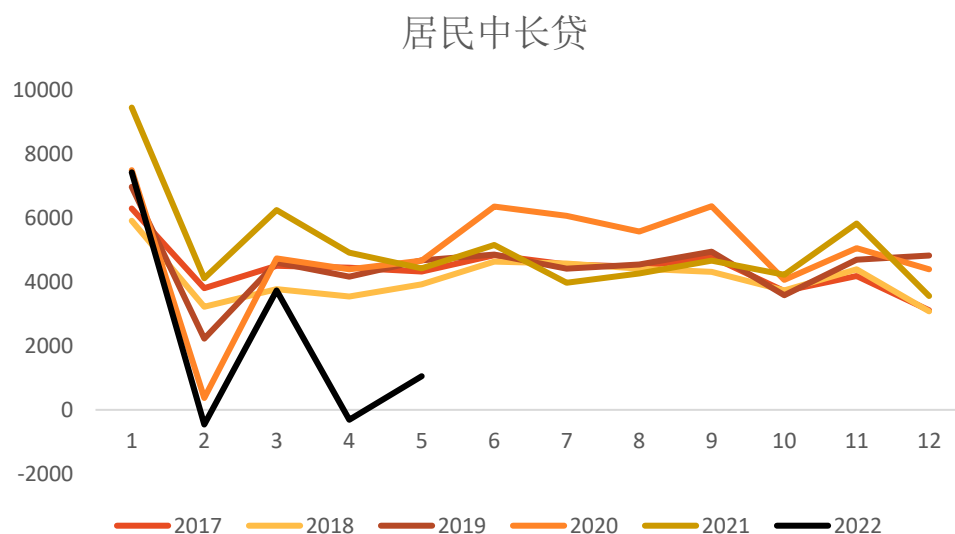
资料来源：Wind, 首创证券

图 9：时隔 6 个月，居民短贷转为同比多增



资料来源：Wind, 首创证券

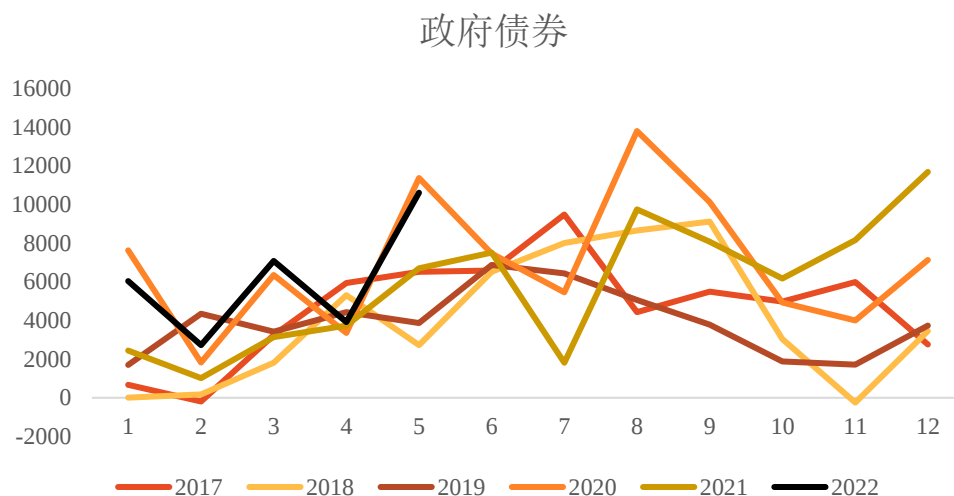
图 10：居民中长贷未见明显好转



资料来源：Wind, 首创证券

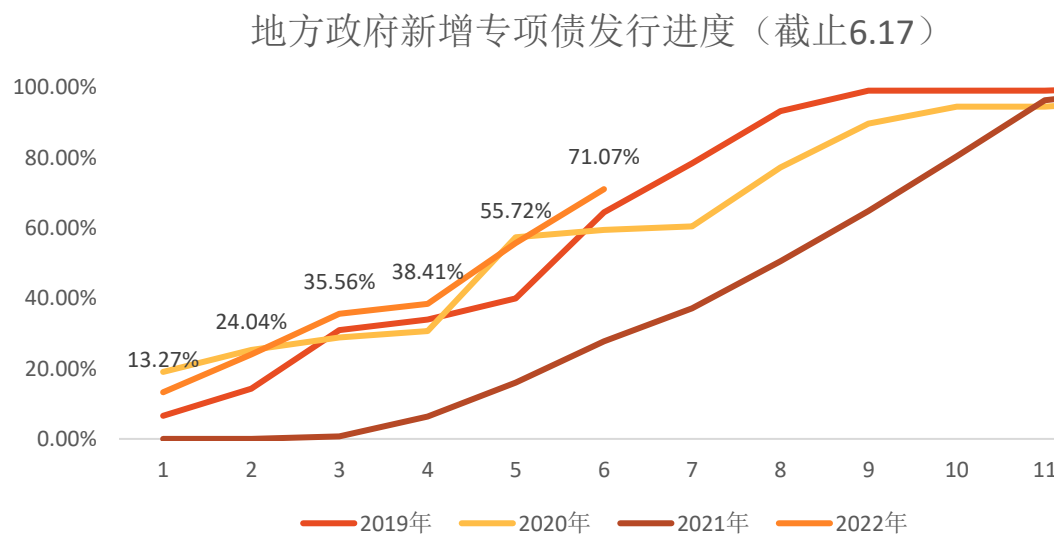
5 月政府债券融资对社融的支撑力度较强，当月增加 1.06 万亿元，同比多增 3899 亿元。主要得益于政府专项债的发行加速。5 月发行额约为 6320 亿元，对社融的提振已经达到一定程度。截止 6 月 17 日专项债发行额度已高达 5600 亿元，6 月有望超过万亿，对社融的支撑力度将进一步加强，下半年基建料将发力。

图 11：政府债券支撑力度加强



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：专项债发行速度加快



资料来源：Wind, 首创证券

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_42856

