

专项债发行放量助力社融回升，信贷结构仍有待改善

—6月金融数据点评报告

债券点评报告

2019年07月15日

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：樊信江

执业证号：S0100117110014

电话：010-85124733

邮箱：fanxinjiang@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：021-58768652

邮箱：yanziqi@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

邮箱：sunjialun@mszq.com

相关研究

1. 《社融与 M2 超预期，债市短期承压》20190415
2. 《票据融资受监管降温，信贷期限结构改善》20190311
3. 《社融增速企稳回升 政策传导有望进一步疏通》20190218
4. 《社融增速拐点未至，依旧看好债牛格局》20190116
5. 《M1 及社融增速持续下滑，货币传导机制仍待疏通》20181212
6. 《社融数据不及预期，宽信用仍存在时滞》20181113
7. 《社融调整仍呈下行态势，宽信用仍需财政发力》20181018
8. 《再次降准置换 MLF，平衡稳增长、调结构和防风险》20181008

一、事件概述

2019年7月12日央行发布2019年6月金融数据。6月份，M2同比增长8.5%，与上月持平，比上年同期高0.5pct；社会融资规模增量2.26万亿元，存量213.26万亿元，同比增长10.9%，增速较上月回升0.3pct。

二、分析判断

● 上半年社融数据整体有所回暖，地方债发行前置效应助力社融回升

上半年，社会融资规模增量累计为13.23万亿元，比上年同期多3.18万亿元。上半年社融数据四点值得关注：1) 对实体部门人民币贷款同比回暖，但结构有待改善。上半年金融机构新增对非金融性公司及其他部门贷款6.26万亿元，同比多增1.09万亿元，其中短期贷款占增量的23.4%，较去年同期提升6.6pct，短期贷款占比走高；2) 非标三项转暖，但需关注下半年信托收紧。上半年表外三项净流出4394亿元，同比少减8193亿元，但需关注下半年地产信托融资收紧对于信托融资及社融表外三项的连锁影响；3) 关注地方债发行前置效应。上半年地方政府专项债券净融资1.19万亿元，同比多8258亿元，构成社融数据主要增量之一。但专项债计划9月份发行完毕，按照社融口径今年下半年专项债仅剩1.16万亿元，低于去年下半年1.39万亿，下半年缺乏专项债增量对于社融数据或有所影响，但同时需要关注专项债扩容的可能性；4) 社融增速回暖长期来看仍需信贷数据支撑。信贷数据不稳定是上半年社融同比增速波动的最重要原因，短期内非标基数效应、地方债发行前置可助力社融同比增速回暖，但未来信贷数据仍是社融企稳回升的最重要增量。

● 6月社融同比增速回暖主因为专项债放量与表外三项基数效应

6月份社会融资规模增量2.26万亿元，前值1.4万亿元，比上年同期多增7723亿元；社融同比增速10.9%，较上月/去年同期分别变动+0.3pct/-0.2pct。6月份社融同比增速小幅回暖，其中三大方面值得关注：1) 地方政府专项债券对于社融的拉升作用。6月份社融口径地方政府专项债券净融资3579亿元，同比多增2560亿元，6月份专项债放量对于社融的拉升作用明显；2) 新增人民币贷款同比回落1758亿元，且结构问题较为明显。6月份新增人民币贷款1.66万亿元，其中8036亿元为短期贷款+票据融资，短期贷款占新增人民币贷款近50%；3) 表外三项融资净流出，受益去年同期基数较低对社融构成相对拉升作用。6月份新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别为-827/15/-1311亿元，总体净流出超2000亿元，但由于去年同期恰逢资管新规出台表外融资大规模收缩，故尽管整体来看表外三项持续收缩，但相对去年同期构成社融增速“相对增量”（委贷、信托、未贴现承兑汇票较去年同期少减4791亿元）。下半年，仍需关注地产信托融资收紧下，对信托、委托贷款等净融资的拖累。

6月份M0存量7.26万亿元，同比上升4.3%，增速与上月持平，当月净回笼现金198亿元；M1存量56.77万亿元，同比增长4.4%，同比增速较上月回升1.0pct；M2存量192.14万亿元，同比增长8.5%，增速与上月持平。6月份整体M2-M1剪刀差与5月份持平，受包商事件影响，受包商银行事件影响，非银存款6月份减少4832亿元。伴随包商事件短期风险逐步缓释以及专项债资金由财政存款逐步转换为企业存款，M2增速仍有上行空间。

● 非金融企业及机关团体贷款同比回落，结构性问题凸显

6 月份新增人民币贷款 1.66 万亿元，同比少增 1758 亿元。从结构来看，居民贷款合计增加 7617 亿元，其中短期贷款增加 2667 亿元，同比多增 297 亿元；中长期贷款新增 4858 亿元，同比多增 224 亿元；非金融企业及机关团体贷款增加 9105 亿元，同比少增 714 亿元，其中短期贷款增加 4408 亿元，同比多增 1816 亿元；中长期贷款新增 3753 亿元，同比少增 248 亿元；票据融资单月新增 961 亿元，同比少增 2947 亿元。整体来看，6 月份向实体经济投放人民币贷款中，近半为短期贷款，中长期贷款同比缩量，结构性问题依然较为突出。票据及对非金融部门贷款缩量或与中小银行缩表有关，后续需要关注包商事件引发的中小银行资产规模收缩对于信贷投放的传导。

● 企业债券融资同比小幅回落，持续关注利差修复的反复性与长尾性

6 月企业债券融资 1291 亿元，同比小幅回落 59 亿元。从信用债净融资来看，6 月份申万产业债口径剔除银行、非银金融产业债净融资 785 亿元，同比增加 539 亿元，环比增加 922 亿元；分评级来看，AAA/AA+/AA 评级企业净融资分别为 299/204/126 亿元，高低评级融资结构有所改善；另一方面，6 月份产业债利差整体走阔 9.7bp，尤以中低等级信用利差更为明显，AAA/AA+/AA 等级信用利差分别走阔 +3.7bp/+11.5bp/+18.6bp，分别在历史 28.9%/90.7%/90.2%分位数水平，5 月底包商银行事件影响逐步发酵，中低等级信用债风险溢价上行+质押性价比下降，信用传导路径受阻，从而会进一步影响中低等级信用个券后续发行，中低评级信用债或面临“重定价”，而在新的定价机制形成之前，不宜忽视包商事件对于宽信用路径的冲击。

● 外部风险有所缓释，建议关注中期限利率债机会

6 月份央行公开市场操作较为频繁。6 月份为对冲地方债放量+跨季对于流动性的冲击以及包商银行事件的后续影响，央行频繁进行公开市场操作释放流动性。6 月份合计投放逆回购资金 8250 亿元，集中于前三周；同时对于两期到期 MLF 进行超额续作，MLF 净投放资金 770 亿元。7 月份依旧为 MLF 到期高峰，单月 MLF 到期 6905 亿元；叠加 7 月份为缴税大月，需关注央行后续公开市场操作的对于流动性的对冲力度与效果。

当前时点，需关注外部风险缓释对于经济基本面、货币政策空间与长端利率的影响；通胀数据对债市扰动有限。二季度 GDP 预计较一季度小幅回落，同比增速预计为 6.2%，上半年经济增速预计为 6.3%，我们建议重视后续经济数据及货币政策对于债市的影响，继续推荐中期限利率债的投资机会。

风险提示：流动性收紧

分析师与研究助理简介

李 锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

樊信江，固收方向负责人，清华大学工程管理硕士。3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验，2017年加入民生证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

孙嘉伦，美国约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，从事固定收益研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可

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_11471

