

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

联系人：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

事件：中国 5 月社会融资规模增量为 14000 亿元，预估为 14100 亿元，前值为 13592 亿元。中国 5 月新增人民币贷款 1.18 万亿元，预估为 1.3 万亿元，前值为 1.02 万亿元。中国 5 月货币供应量 M2 同比 8.5%，预估为 8.6%，前值为 8.5%。

1. 核心观点：

1) 5月社融、信贷数据环比略有提升，延续2019年以来的企稳回升态势。M2增速稳定，M1延续回升，单位活期存款增加表明经济增长动力较强。从表内外结构来看，人民币贷款仍是主力，表外融资低基数支撑社融同比增长。从期限结构来看，短期贷款和票据融资占比依然较高，对民营和小微企业中长期投资的支持力度有限，金融供给侧结构性改革有待进一步深化。

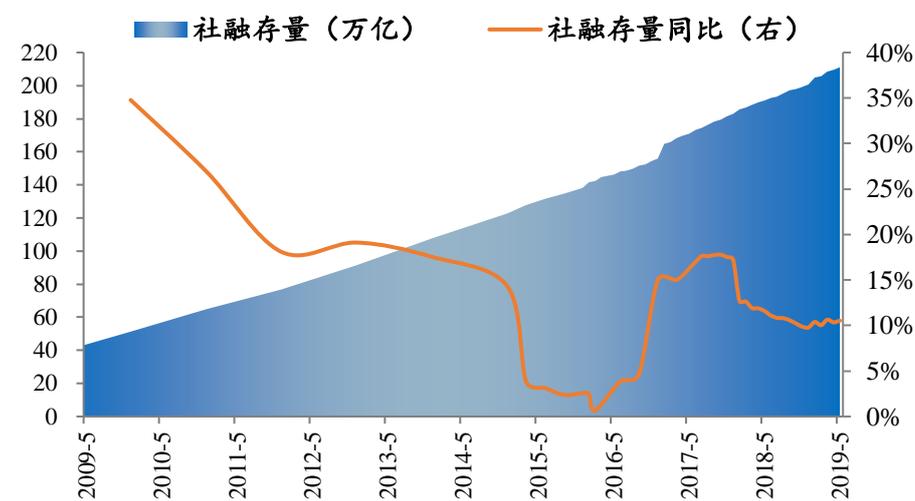
2) 金融供给侧改革实质性推进，包商银行因严重信用风险被接管，标志银行业金融机构正式打破刚兑。短期来看，中小银行和低评级同业存单发行受阻，流动性受冲击，中小银行贷款业务也会受其影响。长期来看，虽然打破刚兑在一定程度上影响中小银行信用扩张，但长期来说将加速银行业回归本源，更好服务实体经济。

3) 金融供给侧改革强调“有增有减”，支持合适的部门加杠杆。其一，6月央行首次以CRMW支持中小银行发行同业存单，缓释包商事件带来的同业风险。其二，6月专项债新规发布，支持专项债作为重大项目资本金，并积极鼓励金融机构提供配套融资支持。专项债新政将带动有效投资扩大，发挥对民间投资的撬动作用，促进经济平稳健康运行。

4) 中美贸易摩擦升级，外需放缓，国内经济反弹力度偏弱，5月PMI下滑，通胀中枢有所抬升。最好的应对是改革开放，政策方面需要货币政策和财政政策同时发力。为配合金融供给侧改革，进一步疏通货币传导渠道，未来定向降准、MLF、PSL等结构性货币政策工具将越发重要。

2. 5月存量社融增速10.6%，1-5月合计新增社融10.9万亿元，整体依然延续反弹态势。结构方面，人民币贷款仍是主力，表外融资支撑社融同比增长，直接融资有所反弹，专项债发行较为稳定。

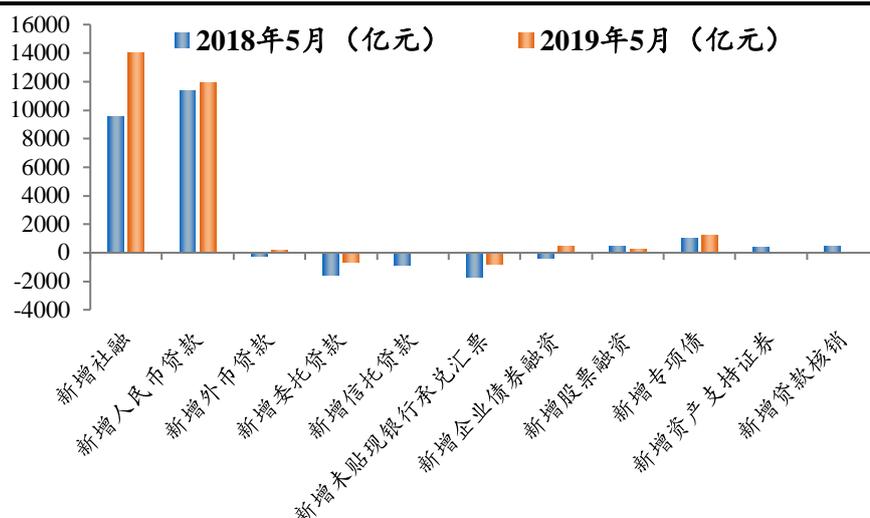
图表1：2019年5月社融存量增速继续回升



资料来源：Wind，恒大研究院

5月社融增速延续一季度以来的企稳趋势，实体经济融资环境继续改善。5月新增社会融资规模1.4万亿元，同比多增4466亿元，存量社融同比增速10.6%，较4月提升0.2个百分点。时间拉长来看，1-5月合计新增社融10.9万亿元，比2018年同期多增2.36万亿元，延续今年以来反弹态势，实体经济融资环境持续改善。

图表2：2019年5月新增社融及分项



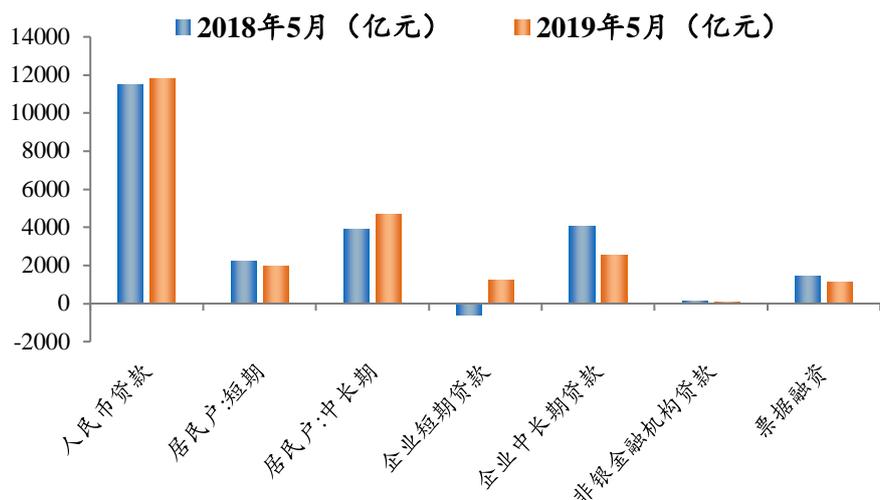
资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，人民币贷款仍是主力，表外融资继续萎缩，但去年同期的低基数支撑社融同比增长，直接融资有所反弹，专项债发行较为稳定。表内融资方面，仍是社融主力，整体较为平稳。新增人民币贷款 1.19 万亿元，与 4 月基本持平，同比多增 459 亿元。从供给端看，信贷传导渠道畅通，银行信贷投放保持稳定，从需求端来看，基建和地产投资拉动贷款需求，5 月建筑业 PMI 处于较高景气度区间。表外融资方面，维持萎缩状态，基数作用下较去年同期大幅少减，支撑社融同比增长。新增表外融资-1453 亿元，同比少减 2761.85 亿元。其中，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少 631、52、770 亿元，同比少减 939、884、971 亿元。直接融资方面，5 月市场利率略有下降，债券融资有所反弹。新增企业债券融资 476 亿元，同比多增 858 亿元，新增股票融资 259 亿元，同比减少 179 亿元；其他融资方面，5 月专项债发行较为稳定，新增 1251 亿元，同比增加 239 亿元。2019 年专项债限额 2.15 万亿元，1-5 月已发行 8598 亿元，考虑财政部表示争取 9 月底前各地完成地方专项债的发行，因此 6-9 月的专项债平均融资额度将达到 3200 亿，超过 1-5 月水平，将有力推高 6-9 月的社融增速。

3.货币传导渠道畅通，金融机构新增人民币贷款 1.18 万亿元，银行信贷投放力度加大。短期贷款和票据融资占比仍然较高，金融供给侧结构性改革有待进一步深化。

宽信用逐步生效，信贷传导渠道逐步疏通，供给端需求端同时发力，新增信贷规模持续改善。2019 年 5 月金融机构新增人民币贷款 1.18 万亿，同比多增 313 亿元，1-5 月合计新增 8.01 万亿元，比去年同期多增 8165 亿元。5 月基建和地产投资继续发力，新增贷款继续延续反弹趋势。

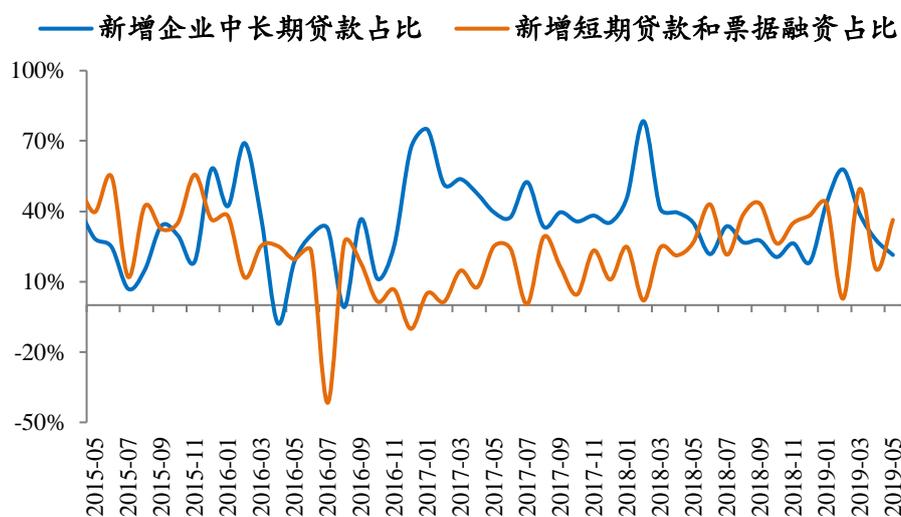
图表3：2019年5月金融机构新增信贷结构



资料来源: Wind, 恒大研究院

从结构来看，企业贷款占比保持稳定，短期贷款和票据融资占比依然仍然较高，对民营和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5月新增企业中长期贷款 2525 亿元，同比减少 1507 亿元，占比 21.4%，环比减少 6.3 个百分点；新增短期贷款和票据融资 4289 亿元，同比多增 1207 亿元。短期贷款及票据融资占比仍然较高，银行对民营企业和小微企业中长期投资的支持力度有限，金融供给侧结构改革仍然有待进一步深化。

图表4：2019年5月新增短期和票据融资占比较高



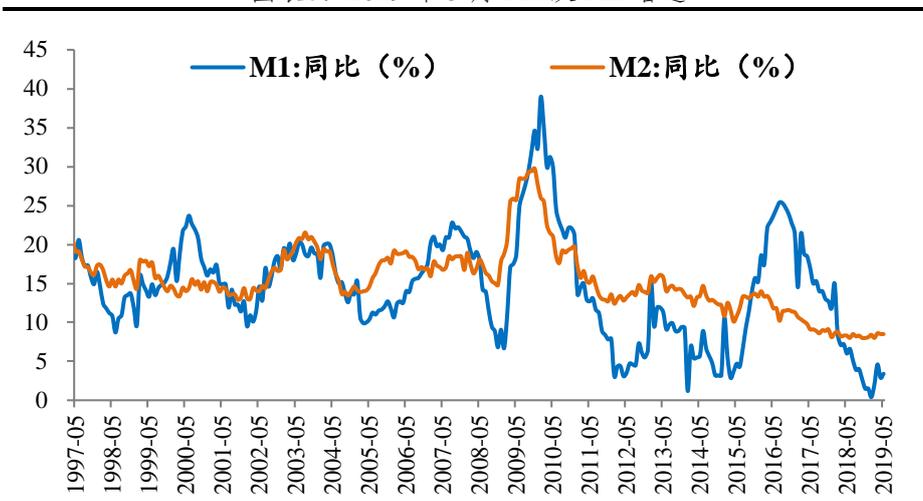
资料来源: Wind, 恒大研究院

4. 5月货币投放稳定，信贷回暖和央行公开市场力度加大支撑 M2 增速。M1 增速延续上升趋势，实体经济活动继续改善。

货币投放趋稳，5月 M2 同比增速与 4 月持平。5月 M2 同比增速 8.5%，较 4 月持平，M2 结构中单位活期存款环比增加近 5000 亿元，反映企业增长动力增强。一方面，信贷回暖为货币派生提供了支持；另一方面，5月央行货币投放力度加大，公开市场操作净投放达 5300 亿元，MLF 净投放达 440 亿元，央行全口径货币投放量创 2019 年以来新高。

M1 增速延续回升态势,企业交易需求增强。4月 M1 同比增速 3.4%，环比提高 0.5 个百分点，进一步延续 2019 年以来的回升态势。信贷渠道逐渐疏通，叠加 2018 年同期的低基数效应，M1 增速持续回升，且企业活期存款增加，整体交易需求增强。

图表5：2019 年 5 月 M1 及 M2 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

5. 5月24日包商银行因严重信用风险被央行和银保监会全面接管，标志银行业金融机构正式打破刚兑。短期对中小银行流动性有所冲击，中小银行贷款业务受其影响，长期有助银行回归服务实体经济。

包商银行出现严重信用风险，央行和银保监会全面接管。包商银行同业业务规模大、业务范畴广、不良率高、抗风险能力低，若不及时主动暴露风险，可能导致系统性风险。2017-2019 年包商银行都未公布年报。根据 2017Q3 季报，其一，包商银行负债端严重依赖同业负债，同业存放、拆出资金、卖出回购等同业负债占总负债接近 50%，同业存单业务占比较高说明银行揽储能力较差，且负债稳定性较差；其二，包商银行不良率逐年攀升，大幅超过行业平均水平；其三，包商银行资本充足率持续下降，截至 2017Q3，扣除储备资本后，其核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 4.88%、4.88% 和 7.02%，抗风险能力低。

图表6：包商银行资本充足率不足

时间	扣除储备资本前			扣除储备资本 (2.5%) 后		
	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
2014	10.58	10.59	11.19	8.08	8.09	8.69
2015	9.33	9.34	12.22	6.83	6.84	9.72
2016	9.07	9.07	11.69	6.57	6.57	9.19
2017Q3	7.38	7.38	9.52	4.88	4.88	7.02

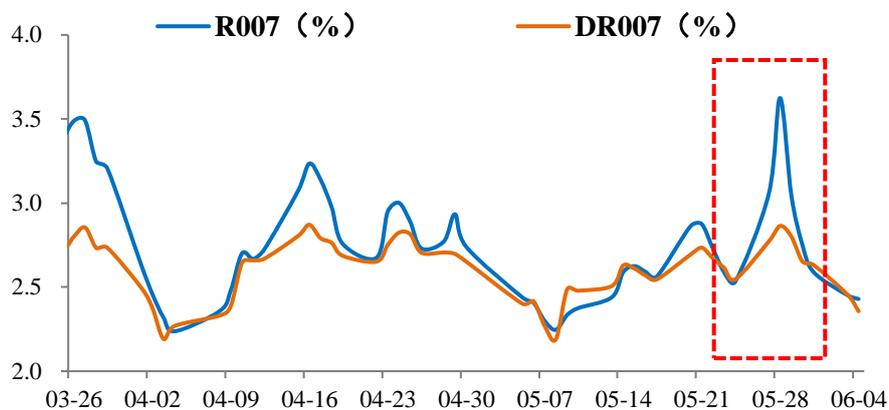
资料来源：Wind，恒大研究院

包商银行被接管，标志银行业金融机构正式打破刚兑。短期来看，中小银行和低等级同业存单发行受阻，短期内流动性受冲击。长期来看，一

方面影响银行业信用扩张，另一方面也将加速银行业回归本源，更好服务实体经济。

1) 银行业金融机构正式打破刚兑，短期内形成流动性压力，中小银行贷款业务也会受其影响。包商银行被接管后，银行业金融机构正式打破刚兑：①包商银行的 520 万个人储户和 20 余万个人理财客户全额保障；②债权金额在 5000 万及以下的 2.5 万户对公和同业客户得到全额保障；③包商银行 5000 万元及以下承兑汇票得到全额保障，5000 万元以上得到不低于 80% 保障。银行业金融机构打破刚兑，导致银行间流动性压力快速增大，5 月 28 日 R007 利率上行至 3.63%，但随后逐步恢复到前期水平。

图表7：短期内 R007 利率迅速上行

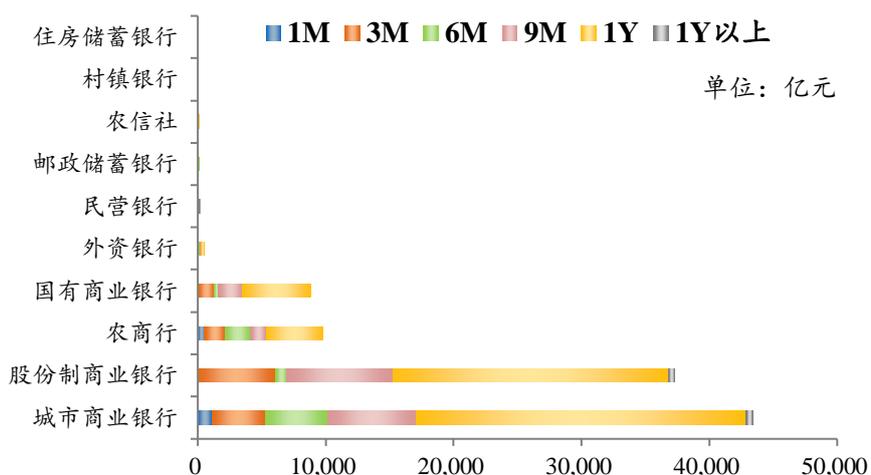


资料来源：Wind，恒大研究院

2) 城商行和农商行发行的同业存单占比超八成，是中小银行资产负债快速扩张的主要途径，包商银行被接管冲击同业链条。截至 2019 年 6 月，城商行和农商行发行的同业存单存量占比超过 80%，是同业存单的主要发行主体。2011 年起中小银行快速扩张，对同业业务的依赖度较高，尤其是城商行和农商行，负债端依赖同业业务高速增长，而此类负债大多通过信托、券商资管通道等影子银行渠道投向了非标业务，导致不良高企。

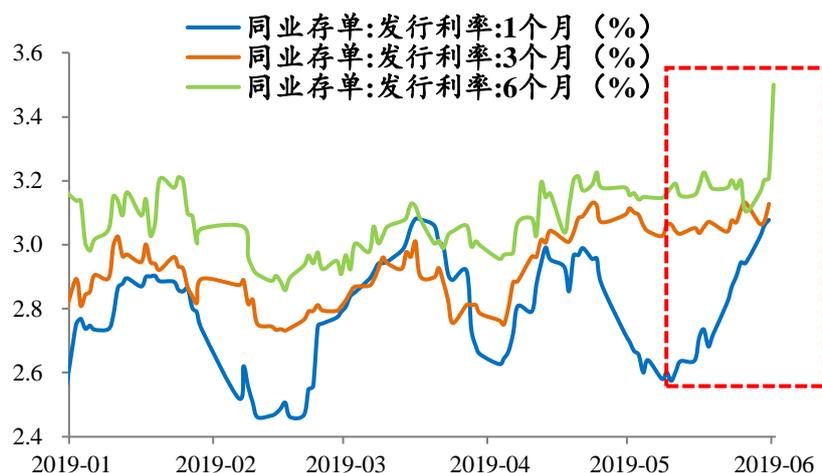
中小银行同业业务首当其冲，中低评级同业存单发行受阻，同业存单利率显著上行。一方面，低评级同业存单实际发行规模明显萎缩，AA-和 AA 级同业存单实际发行规模占计划发行规模的比重不足 20%；另一方面，城商行和农商行同业存单实际发行规模占计划发行规模比重不足 50%，中小银行同业业务受到较强冲击。

图表8: 截至2019年6月5日同业存单存量统计



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: 同业存单发行利率显著上行



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表10: 5月25日-6月5日同业存单发行统计(按评级)

评级	计划发行额(亿元)	实际发行额(亿元)	实际发行额/计划发行额
A-	3.20	3.20	100.0%
A	40.00	10.00	25.0%
A+	85.50	35.60	41.6%
AA-	92.50	13.50	14.6%
AA	448.30	54.00	12.0%
AA+	638.30	199.80	31.3%
AAA	1,921.60	1,322.60	68.8%

资料来源: Wind, 恒大研究院

图表11: 5月25日-6月5日同业存单发行统计(按银行类型)

类型	计划发行额(亿元)	实际发行额(亿元)	实际发行额/计划发行额
民营银行	2.00	0.00	0.0%
农村商业银行	498.90	206.70	41.4%
城市商业银行	1,752.10	734.50	41.9%
股份制商业银行	794.30	541.90	68.2%
外资银行	75.20	59.20	78.7%
国有商业行	63.70	53.20	83.5%
农信社	13.50	13.50	100.0%
邮政储蓄银行	29.70	29.70	100.0%

资料来源: Wind, 恒大研究院

3) 长期来看,一方面,打破刚兑对银行信用扩张有短期冲击;另一方面,有助于银行业回归本源,更好的服务实体经济。长期来看,银行打破刚兑,一方面会影响到大型银行到中小银行的流动性传递,大银行资金难以出借资金给中小银行,从而降低中小银行信贷投放意愿和能力,最终影响实体经济融资,尤其是小微企业融资,但此次监管部门应对果断,预计对信用扩张的影响有限;另一方面,打破刚兑将加速银行业回归本源、治理金融乱象、规范同业业务,促进银行业更好的服务实体经济。

6. 金融供给侧改革实质性推进。未来仍需持续关注中小银行治理问题,切实增强金融业金融机构对民企和小微企业的融资支持。

此次包商银行被接管意味着金融供给侧改革实质性推进,未来将进一步促进供给对需求的精准匹配,构建多层次、有差异的银行体系。截至2018年末,去杠杆已经取得阶段性成果,基本实现稳杠杆,但实体经济结构性问题依然突出。一是前期持续加杠杆的国企、地方政府融资平台、房地产行业杠杆依然偏高,需要去杠杆,“做减法”;二是有加杠杆需求的企业部门,主要是民营、小微企业融资不足,出现融资难融资贵的问题,需要“做加法”。5月央行明确了“三档两优”的存款准备金率框架,并针对县域农商行定向降准,意在引导金融机构回归本源,构建多层次有差异的银行体系。

图表12: 企业部门杠杆率整体回落

180] — 非金融企业部门杠杆率 (%)

图表13: 国企“做减法”, 民企小微“做加法”

65%] — 国有企业: 资产负债率
— 民营企业: 资产负债率

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_12038

