

## 固定收益研究/动态点评

2019年06月12日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005  
研究员 zhangliang014597@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：CPI 或已至全年高点，PPI 迈入下行通道》2019.06
- 2《固定收益研究：办法总比困难多，但也不要想太多》2019.06
- 3《固定收益研究：蓝晓转债：化工科技“独角兽”》2019.06

# 低基数带动社融增速，专项债新政待发力

## ——2019年5月金融数据点评

### 现实与预期之间的纠结

5月新增信贷1.18万亿、社融1.4万亿，社融存量同比10.6%。信贷数据不强，反映内外部复杂环境下实体资本开支意愿较弱、宽信用仍面临挑战。存款数据反映包商事件可能验证资管产品赎回压力，未来提防信用收缩及信用违约风险。专项债新政适时推出，关注对信用的撬动。利率债中期震荡市格局仍未打破、机会大于风险，重申近期利率债恐慌和上行是机会的判断，经济下行压力、包商事件重新定义无风险利率、中美利差等仍是正面因素，而流动性扰动、供给压力是制约。维持十年期国债利率3.3~3.55%为配置区间，底部3.0%多头陷阱的判断，短期仍担心评级利差拉大风险。

### 央行公布2019年5月份金融数据

5月新增人民币贷款11800亿元，市场预期13000亿元，前值10200亿元。社会融资规模14000亿元，市场预期14300亿元，前值13600亿元。M2同比8.5%，市场预期8.6%，前值8.5%；M1同比3.4%，前值2.9%；M0同比4.3%。

### 信贷：中长期贷款下滑明显，有待专项债新政发力

5月新增人民币贷款1.18万亿元，同比多增313亿元，中长期占比处于较低水平。企业贷款新增5224亿元，同比少增31亿元。中长期贷款同比少增1507亿元，实体资本开支意愿不强，财政政策前置对实体融资需求的带动也不足。后续需要关注专项债新增对中长期贷款的带动作用。短期贷款同比多增1794亿元，票据融资同比少增315亿元，反映商业银行信贷投放偏好较低。居民贷款新增6625亿元，同比多增482亿元，中长期贷款同比多增754亿元，短期贷款同比少增272亿元。5月房地产销售仍较为平稳，对居民中长期贷款增长仍有一定带动。

### 社融：非标融资平稳及低基数支撑社融增速反弹

5月社会融资规模1.4万亿元，同比多增4466亿元，存量增速10.6%，上升0.2个百分点，主因去年同期低基数。非标融资-1453亿元，同比多增2794亿元。委托贷款、信托贷款、表外票据融资同比分别多增939、852和971亿，延续此前非标融资较为平稳的趋势，或与去年底以来非标监管政策有所松动有关。企业债券融资仅476亿元，或反映实体融资需求偏弱。社融中地方专项债融资1251亿元，发行节奏较慢主要受新的地方债限额尚未下发影响，但去年同期发行也较慢，同比仍小幅多增239亿元。

### 货币：非银存款大减，或受包商事件引发货基、理财赎回压力影响

5月M2同比8.5%，持平于上月；M1同比3.4%，回升0.5个百分点；M0同比4.3%。5月新增存款12200亿元，同比少增871亿元。分结构看，5月非银存款409亿元，同比少增1735亿元。由于包商事件导致货基、理财资产端风险加大，可能引发部分企业与机构赎回动作。非金融企业存款1181亿元，同比多增1042亿元，带动M1增速小幅回升。一方面因前述理财赎回，另一方面5月居民中长期贷款同比多增反映楼市销售热度仍在。居民存款2417亿元，同比多增251亿元。中小银行因包商事件面临负债端压力，月末出现抢存款现象。

风险提示：包商事件引发信用收缩、专项债新政杠杆效果不及预期。

## 事件

央行公布 2019 年 5 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 11800 亿元，市场预期 13000 亿元，前值 10200 亿元。
- (2) 社会融资规模 14000 亿元，市场预期 14300 亿元，前值 13600 亿元。
- (3) M2 同比 8.5%，市场预期 8.6%，前值 8.5%；M1 同比 3.4%，前值 2.9%；M0 同比 4.3%。

## 点评

### 信贷：中长期贷款下滑明显，有待专项债新政发力

5 月新增人民币贷款 11800 亿元，同比多增 313 亿元，低于市场预期的 13000 亿元。结构上，中长期贷款占比 61.0%，处于较低水平，反映实体企业融资需求、资本开支意愿较弱。

企业端来看，5 月贷款新增 5224 亿元，同比少增 31 亿元。其中，中长期贷款同比少增 1507 亿元，一季度信贷、社融大幅反弹，但企业中长期贷款修复并不明显，反映实体资本开支意愿并不强劲，财政政策前置对实体融资需求的带动也不足，我们在专项债新政点评中指出项目资本金不足、隐性债务约束仍较强、问责机制制约地方政府积极性等三大制约因素。而在一季度商业银行优质项目信贷集中投放之后，四月、五月中长期信贷投放减少更加明显，或对后续宏观经济形成较大压力。因此，专项债新政适时出台，“专项债补充资本金+市场化融资”，对冲经济下行压力，后续需要关注专项债新增对中长期贷款的带动作用。5 月企业短期贷款同比多增 1794 亿元，票据融资同比少增 315 亿元，也反映商业银行信贷投放偏好较低。

居民端，5 月贷款新增 6625 亿元，同比多增 482 亿元，其中中长期贷款同比多增 754 亿元，短期贷款同比少增 272 亿元。5 月房地产销售仍较为平稳，对居民中长期贷款增长仍有一定带动。

### 社融：非标融资平稳及低基数支撑社融增速反弹

5 月社会融资规模 14000 亿元，同比多增 4466 亿元。5 月社融存量规模 211.06 万亿，同比增速 10.6%，较上月上升 0.2 个百分点，5 月社融增速反弹主因去年同期基数较低。

5 月非标融资-1453 亿元，同比多增 2794 亿元。分项看，5 月委托贷款、信托贷款、表外票据融资同比分别多增 939、852 和 971 亿，延续此前非标融资较为平稳的趋势，或与去年底以来非标监管政策有所松动有关。

5 月企业债券融资仅 476 亿元，在 5 月利率快速下行的背景下，企业债券融资大幅减少，可能反映实体融资需求偏弱。此外，5 月份社融中地方专项债融资 1251 亿元，5 月地方专项债发行节奏仍较慢，主要受新的地方债限额尚未下发影响，但去年同期地方债发行节奏较慢，同比仍是小幅多增 239 亿元。伴随着各地地方债限额的逐步下发，未来几个月地方专项债发行有望增加。

### 货币：非银存款大减，或受包商事件引发货基、理财赎回压力影响

5 月 M2 同比 8.5%，持平于上月；M1 同比 3.4%，回升 0.5 个百分点；M0 同比 4.3%。5 月新增存款 12200 亿元，同比少增 871 亿元。

分结构看，5 月非银存款 409 亿元，同比少增 1735 亿元。由于包商事件导致货基、理财资产端风险加大，可能引发部分企业与机构赎回动作。非金融企业存款 1181 亿元，同比

多增 1042 亿元，带动 M1 增速小幅回升。一方面因前述理财赎回，另一方面 5 月居民中长期贷款同比多增反映楼市销售热度仍在。居民存款 2417 亿元，同比多增 251 亿元。中小银行因包商事件面临负债端压力，月末出现抢存款现象。

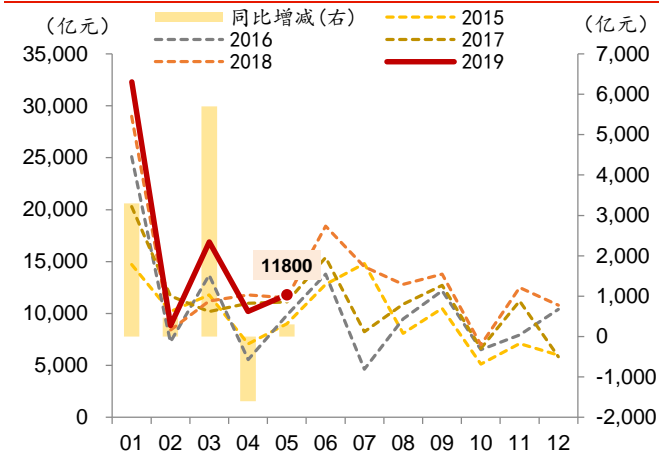
### 启示：现实与预期之间的纠结

5 月信贷数据不强，反映在内外部复杂环境下实体资本开支意愿较弱、宽信用仍面临多重挑战。存款数据也反映包商事件可能验证了资管产品赎回压力，未来提防信用收缩及信用违约风险，加大宏观经济下行压力。专项债新政适时推出、加强逆周期调节，未来需关注该政策对信贷及社融的撬动作用。总量数据背后的结构性问题更值得提防，比如近期非银流动性紧张问题。市场重回经济不强、政策托底的探讨，无疑导致市场更为纠结。G20 和中美贸易摩擦进展是最大的基本面，但难于预测。

在这种环境下，利率债中期震荡市格局仍没有打破、机会大于风险，重申近期利率债恐慌和上行是机会的判断，经济下行压力、包商事件重新定义无风险利率、中美利差等仍是正面因素，而流动性扰动、供给压力是制约因素。维持十年期国债利率 3.3~3.55% 为配置价值区间，底部 3.0% 多头陷阱的判断，短期仍担心评级利差拉大风险。

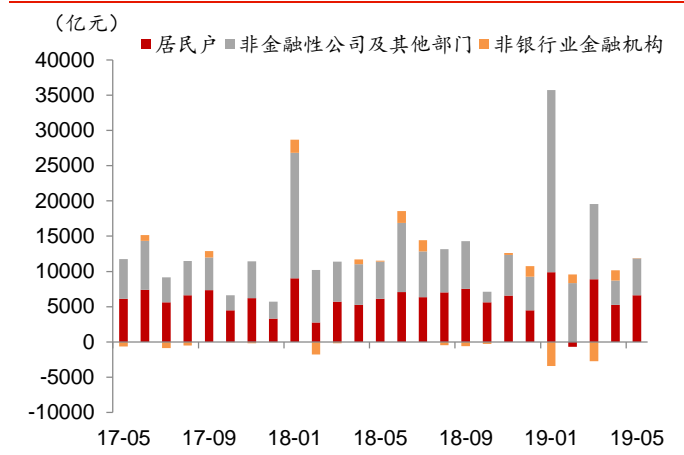
**信贷**

**图表1: 新增人民币贷款**



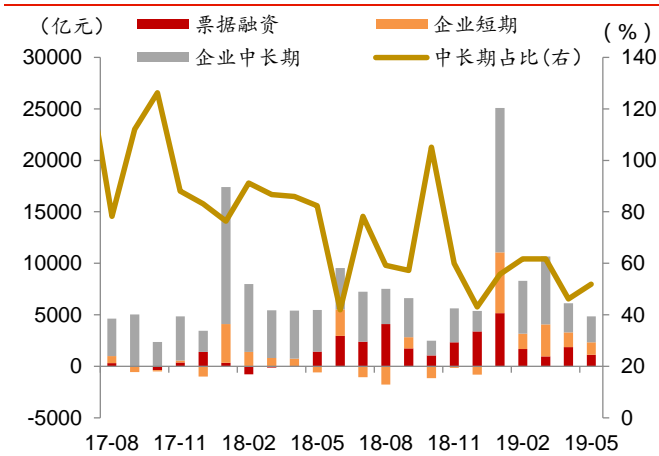
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表2: 新增人民币贷款分部门**



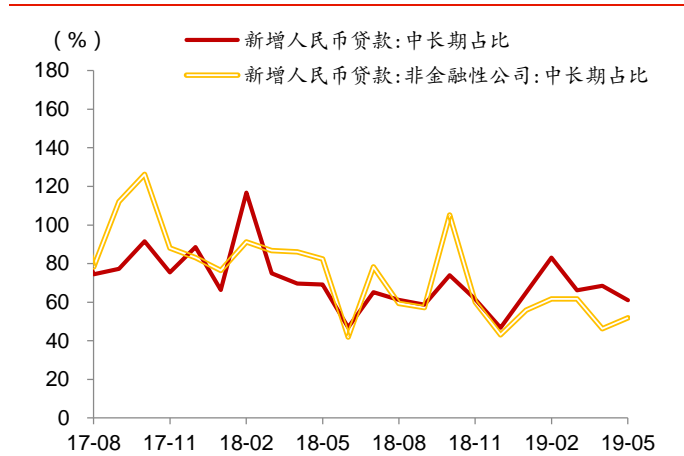
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表3: 企业新增信贷结构**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

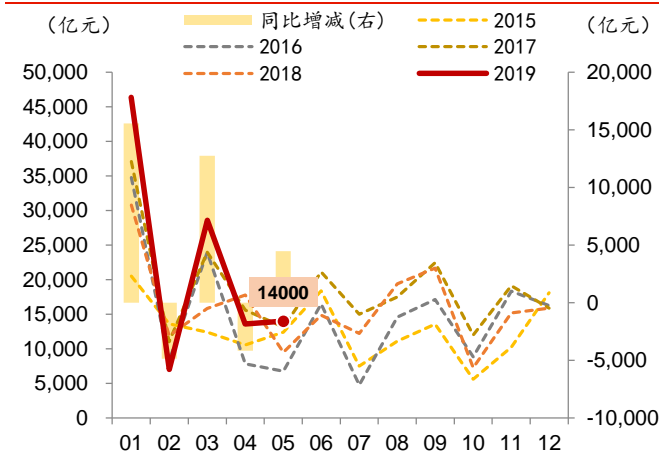
**图表4: 新增信贷中长期占比**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

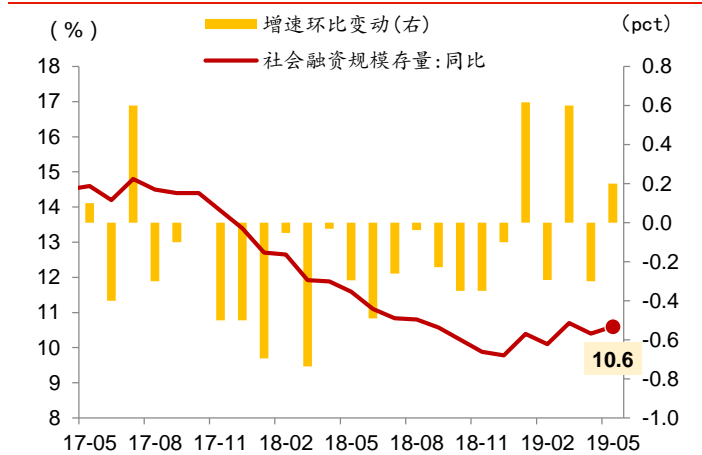
**社融**

**图表5: 新增社会融资规模 (2017年起为新口径)**



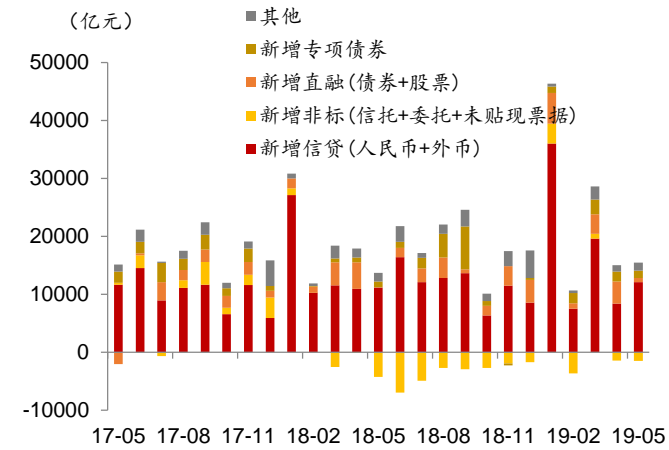
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表6: 社融存量增速**



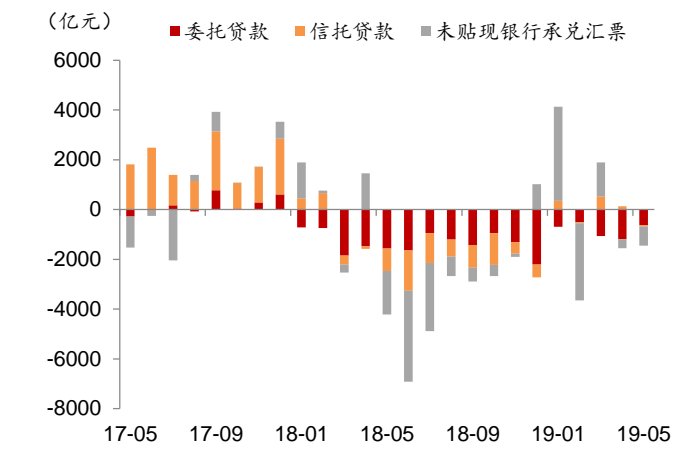
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增社融各分项



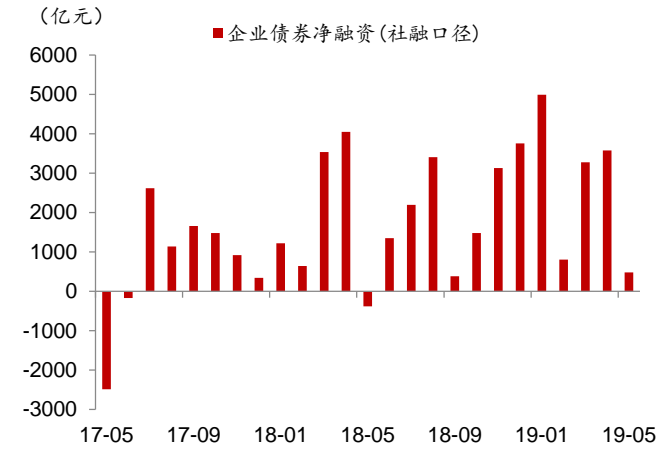
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 新增非标各分项同比增减



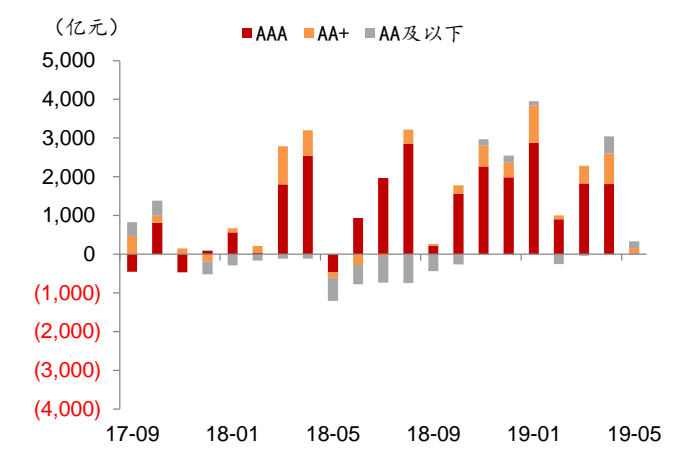
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 企业债净融资额(社融口径)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

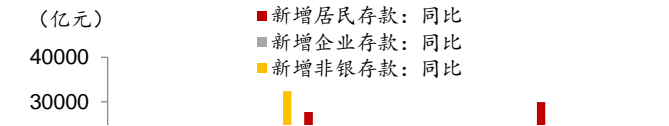
图表10: 信用债净融资分评级状况(主体评级)



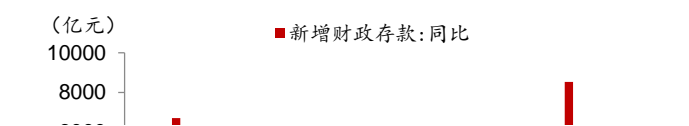
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 货币与存款

图表11: 新增存款同比(居民、非金融企业与非银金融)



图表12: 新增财政存款同比



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\\_12046](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12046)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>