

社融增速大概率进入震荡期

——2021年5月货币数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

胡文艳

事件：2021年5月份社融增量为1.92万亿元，比上年同期少增1.27万亿元；新增人民币贷款1.5万亿元，比上年同期多增143亿元；货币供应量M1、M2分别同比增长6.1%、8.3%，增速较上月末分别降低0.1和提高0.2个百分点。

核心观点：在“调结构、化风险”政策主基调下，5月社融增速已超预期回落至2019年中枢水平附近；但信贷总量偏强、结构趋优，反映出实体需求尚佳、经济运行稳中向好。具体看：一是受监管收紧和基数效应仍偏高影响，企业债券、政府债券和表外融资均大幅收缩，是社融增速超预期回落主因；二是中长贷尤其是企业中长贷保持高增是信贷总量不弱的主要支撑，也侧面反映出实体需求尚佳、房地产韧性仍偏强，同期监管趋严下短贷则继续收缩；三是M2增速回升主要源于信用扩张有所提速和财政存款同比减少，但高基数效应持续对M1增速回升形成制约。

往后看，国内货币政策将继续稳字当头，且随着高基数效应趋弱、政府债券发行提速，预计社融增速将进入震荡期，大幅下行的阶段或已经过去；但经济运行稳中向好，年内恢复至潜在增速水平概率较大，加上全球通胀中枢抬升和美联储逐步收紧货币政策的风险增加，同时下半年政府债券供给增加、银行配债需求边际趋弱，预计短期内十年期国债收益率维持震荡或小幅回升的概率偏大。

一、监管收紧叠加基数仍偏高，社融增速继续大幅回落

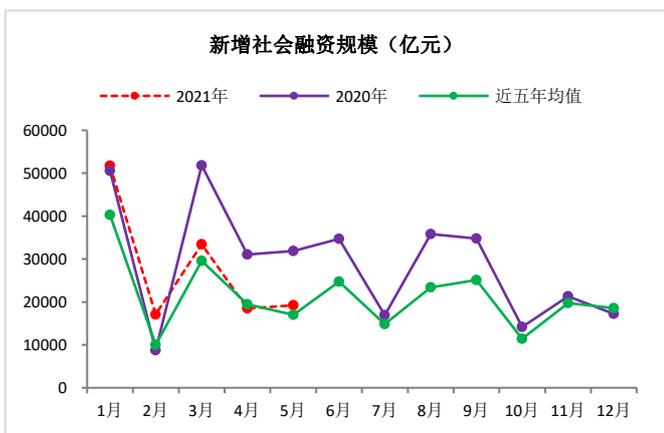
5月份社融增量为1.92万亿元，同比少增1.27万亿元，连续三个月少增1万亿以上；存量增速为11%，较上月继续大幅回落0.7个百分点（见图1-2），已降至2019年中枢水平，社融规模收敛速度再度超出市场预期。

从各分项看，监管趋严下企业债券、政府债券和表外融资收缩是主要拖累因素。一是受城投债发行政策收紧影响，本月城投债发行规模出现断崖式下降（由前两个月的6000多亿元降至5月的不到2000亿元），导致新增企业债券净融资额由正转负，同比大幅减少4215亿元，是最大社融拖累项之一（见图3）。二是今年地方专项债发行节奏持续偏慢，加上去年同期基数效应偏高（如去年5月份政府债券净融资额环比大幅增加8005亿元至1.1万亿），导致本月政府债券同比减少4661亿元，也对社融形成重要制约（见图3）；三是“两压一降”等严监管政策目标下，新增表外融资也继续收缩，同比

多减少 2855 亿元，其中未贴现银行承兑汇票和信托贷款分别同比多减少 1762、958 亿元（见图 3）。其他社融分项中，受货币退潮大趋势影响，新增人民币贷款、委托贷款亦有所下降，分别同比减少 1202 和 135 亿元；但在扩大直接融资比重等促进资本市场发展的政策支持下，非金融企业股票融资连续 23 个月保持同比多增。

另外，去年同期基数仍偏高也不利于本月社融增速回升。如去年 5 月份新增社融规模为 3.19 万亿元，远高于近年来历史同期约 1.3 万亿左右的水平，导致今年社融增量同比出现下滑，但与 2019 年同期相比，本月新增社融规模还要多增 2081 亿元；同时从增速看，2020 年 5 月份社融增速环比提高 0.5 个百分点，也不利于本月社融增速回升。

图 1：5 月份社融增量继续大幅低于去年同期值



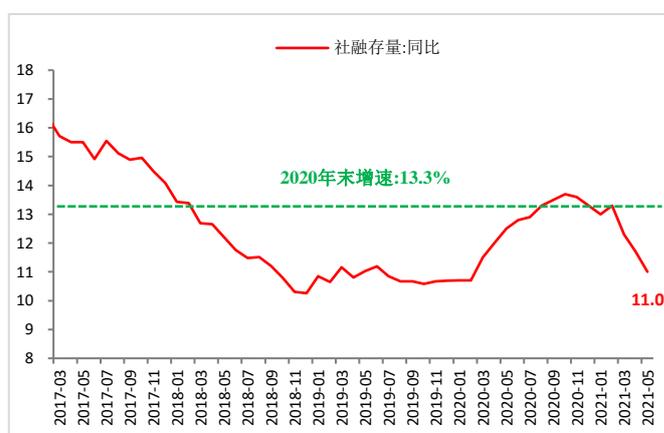
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：5 月份新增社会融资规模结构



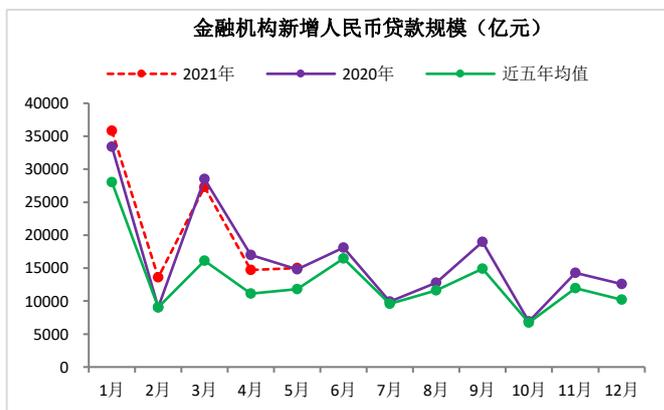
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：5 月份社融增速已回落至 2019 年中枢水平附近



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：5 月份新增人民币贷款基本与去年同期持平



资料来源：WIND，财信研究院

二、短贷紧、中长贷强劲格局未变，实体需求尚佳是信贷不弱主因

5 月份金融机构新增人民币贷款 1.5 万亿元，比上年同期多增 143 亿元，远高于近年来历史同期均值水平（见图 4），表明实体信贷需求总体整体仍偏强；同期信贷存量增速为 11.8%，较上月降低 0.2 个百分点。

分结构看，中长贷维持强劲是信贷不弱的主要支撑，严监管下短贷则继续收紧

(1) 企业部门：短贷大幅压降，盈利改善与政策支持下中长贷延续高增。5 月份企业部门贷款为 8057 亿元，同比小幅减少 402 亿元（见图 5），但远高于疫情前同期约 5000 亿元的水平，表明企业融资需求整体并不弱。其中，受监管趋严下银行收紧信贷额度影响，企业新增短贷连续两个月为负，同比亦大幅减少 1855 亿元；本月企业票据融资压降速度则有所放缓，同比仅微降 48 亿元；同期企业中长贷继续同比多增 1223 亿元，延续了 2019 年 8 月份以来的高增态势（见图 6）。

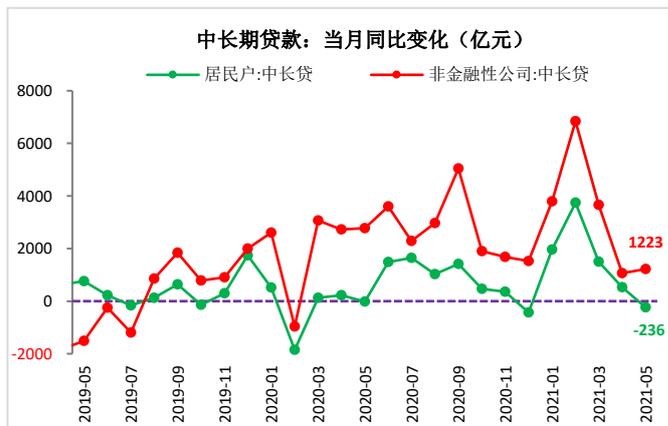
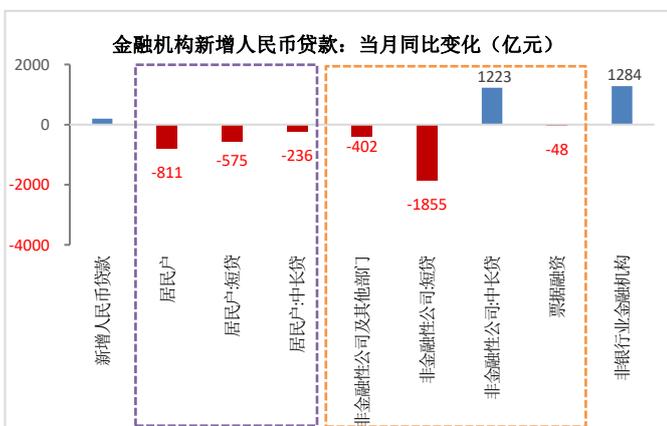
企业中长贷持续保持高增原因有三：**一是**国内出口维持高景气叠加 PPI 价格回升下，工业企业盈利继续保持较快增长，推动企业扩大资本开支、投融资需求增加；**二是**今年宏观政策助企纾困力度不减，普惠小微贷款继续“量增、价降、面扩”，对企业中长贷形成支撑，如根据银保监会数据，截止 4 月末普惠型小微企业贷款增速仍高达 31.8%；**三是**央行多次强调要进一步加大对科技创新、绿色金融和制造业的支持，提高制造业贷款比重、增加高新技术制造业信贷投放，制造业企业中长期贷款投放力度或依旧偏强，如 3 月末增速高达 40.9%。

(2) 居民部门：短贷继续回落，中长贷维持高位映射房地产韧性仍强。5 月份居民部门新增贷款 6232 亿元，同比减少 811 亿元（见图 5）。其中，居民短贷同比减少 575 亿元，是主要拖累因素，表明近期监管严查消费贷和经营贷违规流入楼市、股市的余温未散，银行放贷和居民贷款意愿均有所下降，但国内消费持续改善，预计未来居民短贷或有所回暖。同期，居民中长贷新增 4426 亿元，同比减少 236 亿元（见图 6），反映出各地收紧楼市的政策效果已有所显现，流向房地产的资金趋缓；但居民中长贷绝对规模仍处于历史同期偏高水平，反映出短期内房地产韧性仍强，居民加杠杆买房意愿未大幅回落，如 5 月份国内 30 大中城市商品房成交面积同比增速仍高达 17%。

(3) 金融部门：5 月非银行业金融机构贷款同比多增 1284 亿元，但绝对规模仅 624 亿元，不改金融部门去杠杆大趋势。

图 5：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化

图 6：中长期贷款：当月同比变化（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

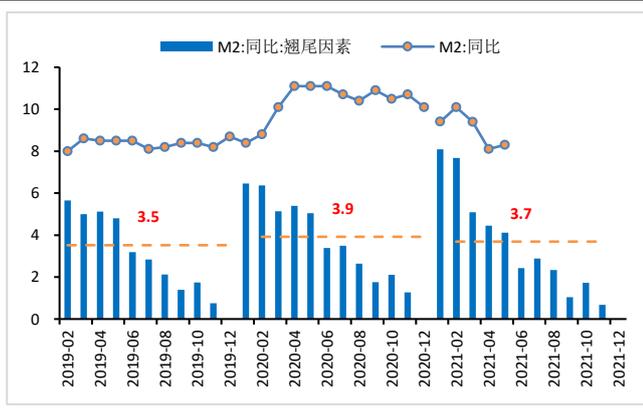
三、信贷偏强与财政存款回落共致 M2 回升；高基数继续对 M1 形成

制约

5月末M2同比增长8.3%，增速较上月提高0.2个百分点（见图7），原因主要有三：一是本月财政存款同比减少3843亿元，有利于阶段性增加银行体系存款，对M2形成支撑；二是本月信贷同比多增、整体仍偏强，导致贷款创造存款的信用货币创造有所加快，也有利于M2增速提升；三是翘尾因素较上月回落0.3个百分点，仍不利于M2增速大幅提高（见图7）。

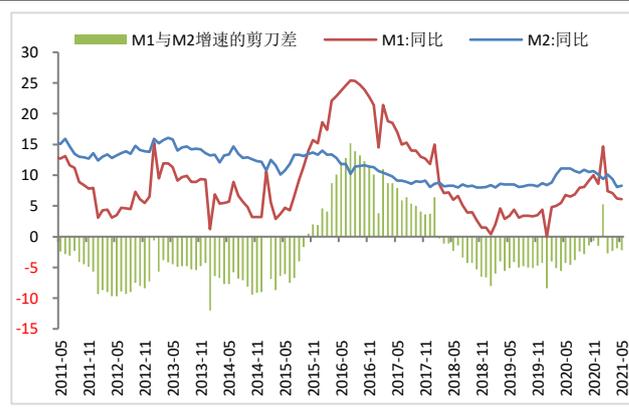
5月末M1同比增长6.1%，增速较上月继续回落0.1个百分点。其中，单位活期存款占M1的比重超过80%，其增速由4月的6.3%降低至5月的6.2%，是M1回落的主因；同期M0增速则由上月的5.3%升至5.6%。单位活期存款增速回落，一方面源于国内企业盈利虽明显改善，但应收账款增速偏高（2021年1-4月值达到16%），导致企业现金和资金流改善有限；另一方面，去年同期单位活期存款增速环比大幅提高1.6个百分点，是制约M1回升的主因，考虑到去年下半年M1增速持续抬升，导致基数效应均呈扩大态势（见图8），或持续对今年的M1增速形成制约。

图7：5月份M2翘尾因素回落0.3个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图8：M1与M2增速剪刀差小幅回落



资料来源：WIND，财信研究院

四、预计货币政策稳字当头，社融增速大概率进入震荡期

受监管收紧、基数效应仍偏高等因素影响，5月份社融增速继续超预期大幅回落；但信贷总量仍偏强、结构上中长贷继续保持高增，表明实体需求尚佳。往后看，预计货币政策继续稳字当头，政策重点在于调结构、化风险；预计下半年社融和M2增速大概率进入震荡期，大幅下行的阶段已经过去，短期内利率维持震荡或小幅回升的概率偏大。

一是国内经济运行稳中向好，今年大概率能回升至潜在增长率水平附近，但恢复不平衡、基础不牢固问题依旧存在，加上原材料、汇率等成本上涨压缩中下游企业利润，发达经济体供需缺口趋于弥合下外需修复弹性回落，下半年经济增速或趋于边际放缓，货币政策退潮节奏不宜过快。

二是在主要经济体财政刺激力度较大、疫情导致供给恢复偏慢、海外流动性环境极度宽松的共同影响下，全球通胀中枢短期上升已成事实；但国内需求未趋热、疫情期间货币政策也未大水漫灌，有利于保持物价总体稳定，短期内对货币政策的制约有限。预

计未来国内 PPI 有望加速寻顶、然后维持高位震荡；年内 CPI 涨幅温和。

三是随着美国疫苗接种与经济修复稳步推进，美联储分步退出超常规刺激政策或是大概率事件，而这将加大美元指数和美债利率上行风险，中美利差或进一步收窄，国内利率存在一定上行压力；但国内经济、金融市场韧性好、回旋空间大，货币政策以我为主、兼顾对外均衡，短期内美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。

四是短期来看，随着国债发行提速、银行配债需求边际趋弱，加上近期国内加权平均贷款利率有所上行，预计十年期国债收益率维持震荡或小幅上行的概率偏大。6 月 9 日国库定存中标利率较 5 月 20 日上行 25bp，也释放出市场流动性边际趋紧信号。

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_20043

