

2021 年 06 月 10 日

信用“收缩”新变化

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **企业债券和非标融资收缩、拖累社融加速回落，债券融资变化后续仍需跟踪**
社融增速加速回落，债券和非标拖累显著。5 月，新增社融 1.92 万亿元、同比少增 1.27 万亿元；存量增速 11%，较上月回落 0.7 个百分点。除股票融资外，其余分项均低于 2020 年同期，其中企业债券、非标融资和政府债券拖累显著；企业债券融资净减少 1336 亿元、为近 3 年来首次负增长，信托贷款和未贴现承兑汇票连续大幅收缩、带动非标同比收缩 2855 亿元，政府债券同比少增 4661 亿元。

企业债券融资收缩，或与地方债务防控加强下，城投平台和国企发债审核趋严等有关。5 月信用债发行规模大幅下降、创近 3 年来新低，对企业债券融资形成明显拖累；其中产业债和城投债融资均明显回落，或与发债条件审核趋严等因素直接相关。4 月底上交所和深交所公布的债券发行指引，明确规定债券发行募资不得新增政府债务。地方债务防控增强下，信用债融资变化后续变化仍需紧密跟踪。

● **企业中长贷高增，或部分受益于表外融资转表内；居民中长贷增长有所放缓**
贷款结构分化，企业中长贷维持高增、居民中长贷有所回落。5 月，新增贷款 1.5 万亿元、与 2020 年同期大体相当，剔除非银贷款后，非金融部门贷款同比少增 1208 亿元。其中，企业中长期贷款 6528 亿元、继续同比多增，企业短期贷款连续 2 个月净收缩、票据融资净增加 1538 亿元；新增居民中长期贷款和短期贷款均低于 2020 年同期，其中，中长期贷款 4426 亿元、近 4 个月来同比首次下降。

企业中长贷高增，或部分缘于债券、非标融资需求转向银行表内；地产调控加强下，居民中长贷增长放缓或大势所趋。2 季度以来，贷款增长有所放缓，与前期“抢”放贷等因素有关；但非标收缩持续收缩、企业发债收紧等，可能推动部分融资需求转向表内，进而对企业中长贷形成一定支持。地产调控加强下，居民短贷 2 个月同比少增、中长贷也开始回落，对房地产投融资的影响需紧密跟踪。

● **重申观点：2021 年信用“收缩”之年，维持全年社融增速 10%左右的判断**
M1 增速回落、M2 增速回升，资金活化迹象不明显、滞留金融体系现象突出。5 月，M1 增速为 6.1%、较上月回落 0.1 个百分点，连续 2 个月在 6%附近变化，并没有资金活化加快的迹象、新增单位活期存款与 2020 年同期大体相当。5 月，M2 增速 8.3%、较上月回升 0.2 个百分点，其中，新增企业和居民存款均低于 2019 年同期，而非银存款明显增加，或缘于资金滞留金融体系、非银派生增多。

重申观点：2021 年信用“收缩”之年，带来的影响结构分化。信用环境大致沿着我们前期提示的三条“收缩”演绎：杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现，维持全年社融存量增速 10%左右的判断。社融、PMI 等领先指标显示，经济高点已过、趋势明确，但回落的幅度或相对缓慢。结构性政策、产业结构优化等，或使得本轮信用“收缩”带来的经济影响，结构分化会非常明显。

● **风险提示：**金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济点评-“潜在”的通胀风险》
-2021.6.9

《宏观经济点评-海外复产，出口回落》
-2021.6.7

《宏观经济专题-地方债的供给压力》
-2021.6.7

目 录

1、信用“收缩”新变化	3
2、研究结论：信用“收缩”加快，影响结构分化	5
3、风险提示	5

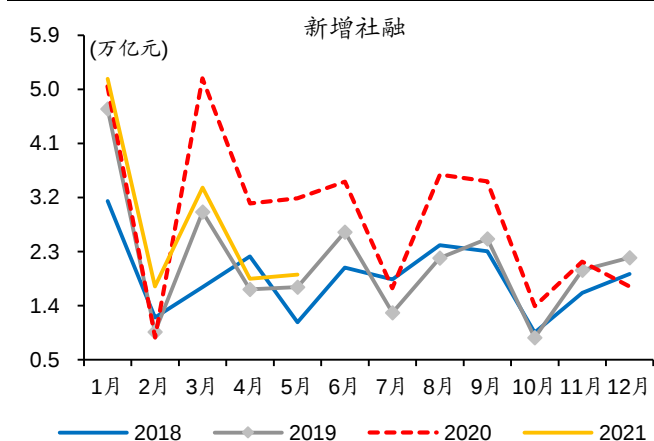
图表目录

图 1：5 月新增社融 1.92 万亿元、低于 2020 年同期	3
图 2：除股票融资外，社融其他分项均低于 2020 年同期	3
图 3：5 月，企业债券融资负增长	3
图 4：5 月，城投债、产业债融资均明显收缩	3
图 5：5 月，信贷结构分化，企业中长贷高增、居民中长贷有所回落	4
图 6：企业中长贷和信托贷款增速显著背离	4
图 7：非标加快收缩、贷款占比抬升	4
图 8：5 月，M1 回落、M2 回升	5
图 9：5 月，非银存款大幅增加	5

1、信用“收缩”新变化

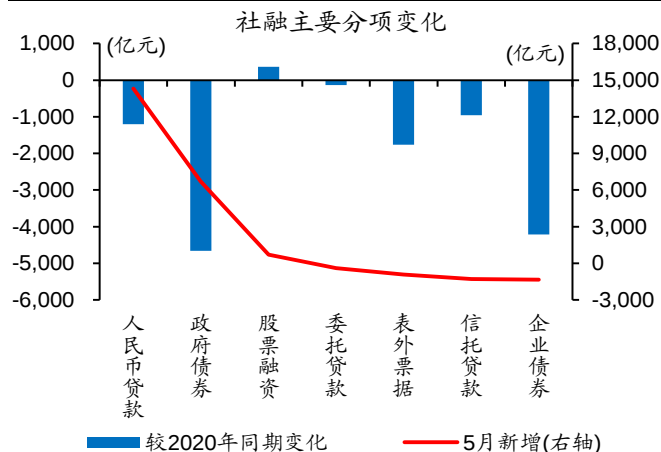
社融增速加速回落，债券和非标拖累显著。5月，新增社融1.92万亿元、同比少增1.27万亿元；存量增速11%，较上月回落0.7个百分点。除股票融资外，其余分项均低于2020年同期，其中企业债券、非标融资和政府债券拖累显著；企业债券融资净减少1336亿元、为近3年来首次负增长，信托贷款和未贴现承兑汇票连续大幅收缩、带动非标同比收缩2855亿元，政府债券同比少增4661亿元。

图1：5月新增社融1.92万亿元、低于2020年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

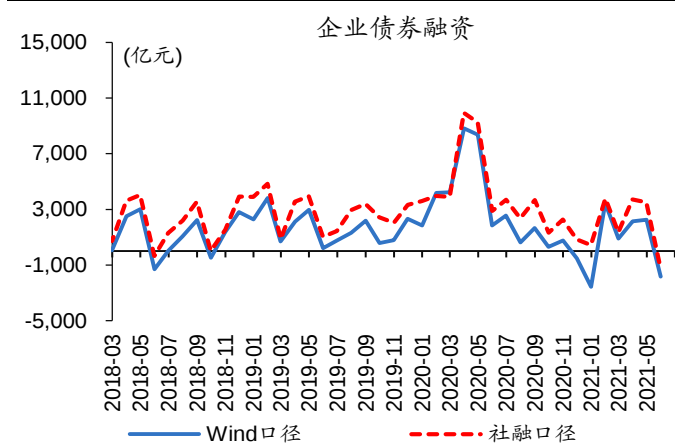
图2：除股票融资外，社融其他分项均低于2020年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

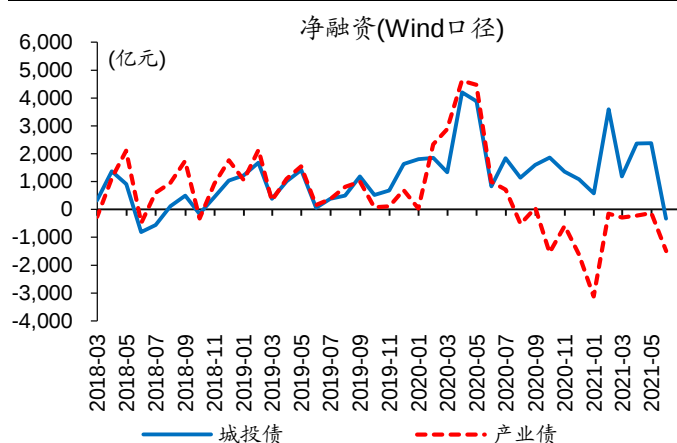
企业债券融资收缩，或与地方债务防控加强下，城投平台和国企发债审核趋严等有关。5月信用债发行规模大幅下降、创近3年来新低，对企业债券融资形成明显拖累；其中产业债和城投债融资均明显回落，或与发债条件审核趋严等因素直接相关。4月底上交所和深交所公布的债券发行指引，明确规定债券发行募资不得新增政府债务。地方债务防控增强下，信用债融资变化后续变化仍需紧密跟踪（详情参见《城投债，或告别高增》）。

图3：5月，企业债券融资负增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

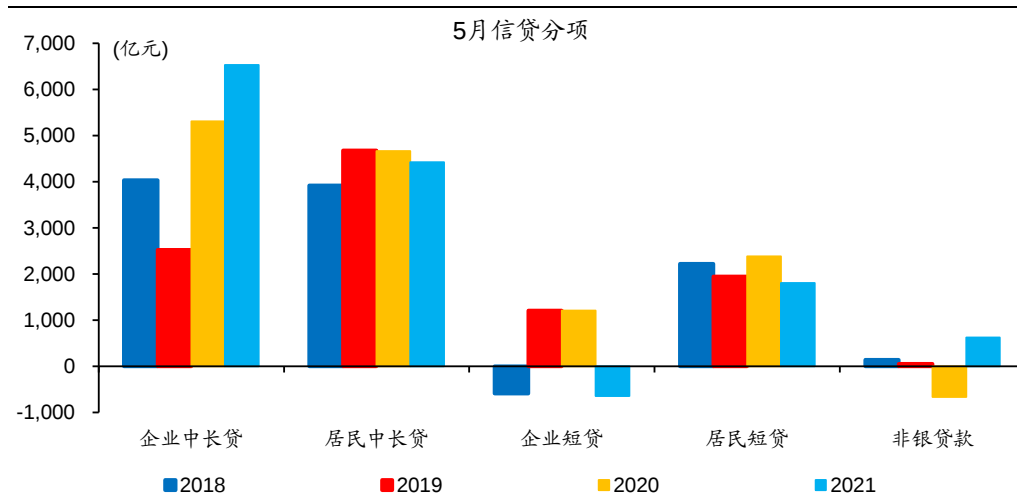
图4：5月，城投债、产业债融资均明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

贷款结构分化，企业中长贷维持高增、居民中长贷有所回落。5月，新增贷款1.5万亿元、与2020年同期大体相当，剔除非银贷款后，非金融部门贷款同比少增1208亿元。其中，企业中长期贷款6528亿元、继续同比多增，企业短期贷款连续2个月净收缩、票据融资净增加1538亿元；新增居民中长期贷款和短期贷款均低于2020年同期，其中中长期贷款4426亿元、近4个月来同比首次下降。

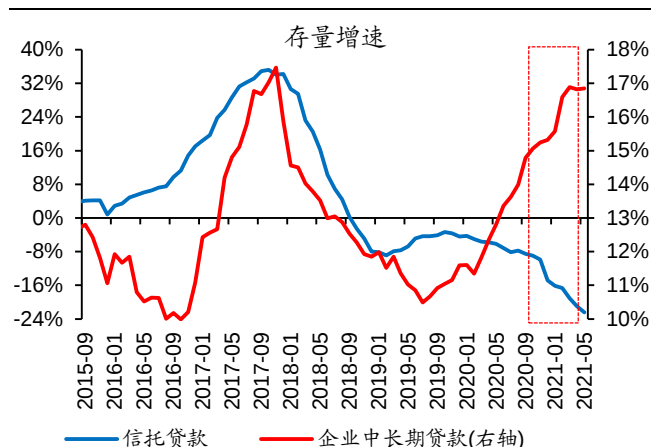
图5：5月，信贷结构分化，企业中长贷高增、居民中长贷有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

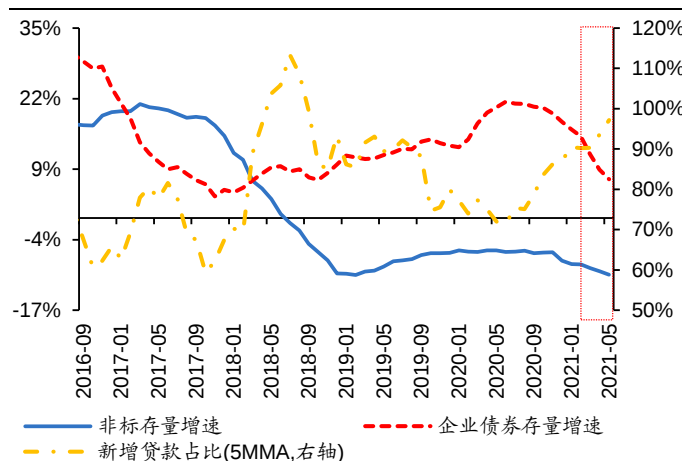
企业中长贷高增，或部分缘于债券、非标融资需求转向银行表内；地产调控加强下，居民中长贷增长放缓或大势所趋。2季度以来，贷款增长有所放缓，与前期“抢”放贷等因素有关；但非标收缩持续收缩、企业发债收紧等，可能推动部分融资需求转向表内，进而对企业中长贷形成一定支持。地产调控加强下，居民短贷2个月同比少增、中长贷也开始回落，对房地产投融资的影响需紧密跟踪（详情参见《信用“收缩”再论》、《信用“收缩”加速》）。

图6：企业中长贷和信托贷款增速显著背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

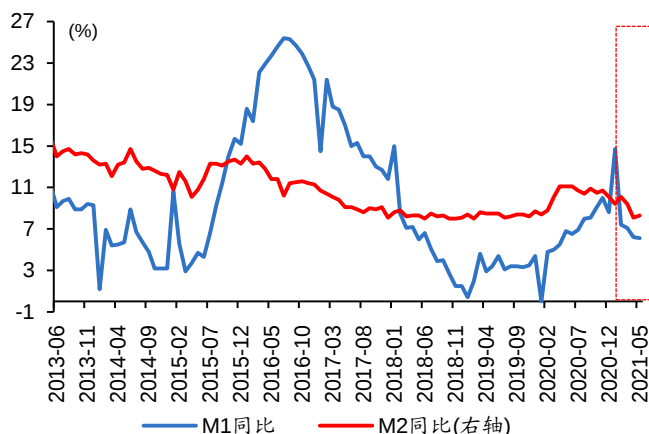
图7：非标加快收缩、贷款占比抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

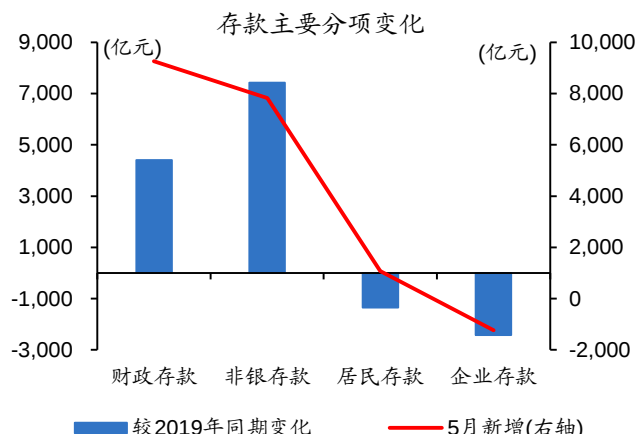
M1 增速回落、M2 增速回升，资金活化迹象不明显、滞留金融体系现象突出。5月，M1 增速为 6.1%、较上月回落 0.1 个百分点，连续 2 个月在 6% 附近变化，并没有资金活化加快的迹象、新增单位活期存款与 2020 年同期大体相当。5 月，M2 增速 8.3%、较上月回升 0.2 个百分点，其中，新增企业和居民存款均低于 2019 年同期，而非银存款明显增加，或缘于资金滞留金融体系、非银派生增多。

图8: 5 月, M1 回落、M2 回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 5 月, 非银存款大幅增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

重申观点: 2021 年信用“收缩”之年，带来的影响结构分化。信用环境大致沿着我们前期提示的三条“收缩”演绎: 杠杆行为拉动减弱、非标收缩加快、地产调控等影响显现，维持全年社融存量增速 10% 左右的判断。社融、PMI 等领先指标显示，经济高点已过、趋势明确，但回落的幅度或相对缓慢。结构性政策、产业结构优化等，或使得本轮信用“收缩”带来的经济影响，结构分化会非常明显（详情参见《信用“收缩”再论》、《2021 年，或为信用“收缩”之年》）。

2、研究结论: 信用“收缩”加快，影响结构分化

(1) 企业债券和非标融资收缩、拖累社融加速回落。5 月新增社融，除股票融资外，其他分项均低于 2020 年同期，其中，非标融资持续收缩，企业债券融资

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_20081

