

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

时隔四年，居民房贷的下行拐点再次出现

2021年06月14日

- **信贷: 时隔四年，居民房贷的下行拐点再次出现。**5月居民中长期贷款(主要是房贷)同比少增236亿元，这是今年以来首次出现同比少增，形成鲜明对比的是，就在不远之前的今年一季度还保持了同比大幅多增的局面。将新增居民中长期贷款进行12个月移动平均处理，观察其趋势变化，可以看到，今年5月份起新增居民房贷开始进入下降通道。上一次下行拐点出现，还是在2017年3月严厉的调控新政出台之后，距今已经过去了整整四年。
- **社融: 严格控制隐性债务，造成企业债当月净融资为负。**5月企业债券融资净减少1336亿元，自2018年5月以来首次净减少，原因可能与隐性债务控制导致城投债缩减有关。此外，社会融资增量符合“结构性紧信用”特征，表外融资持续压降。但需要注意的是，此前我们提出快速紧信用告一段落，从5月数据看，社融收缩最快的时候已经过去，我们的观点获得广泛认可。
- **M2: 居民和企业存款同比少增，非银存款同比多增。**分项来看新增人民币存款，结构分化较为明显，居民和企业存款同比少增或多减，而非银存款则同比大幅多增。一方面，5月非银信贷大增，货币派生造成了存款端上行，另一方面，居民和企业投资券商资管计划、公募基金等资管产品购买增加，导致资金流入非银机构。
- **小结: 信用结构有保有压，不妨碍实体经济内生动能继续复苏。**社融是经济的领先指标，社融走弱，按照一般理解，预示经济动能走弱。但结合当下现实，需要注意两点：一是社融收紧的最快时候已经过去，二是信用结构有保有压，对房地产贷款和政府隐性债务的控制并不影响经济的内生动能(出口、制造业投资、消费等)的修复以及增长。
- **风险因素: 美联储货币政策提前收紧，中国货币政策超预期收紧等。**

目录

一、信贷：时隔四年，居民房贷的下行拐点再次出现	3
二、社融：严格控制隐性债务，造成企业债当月净融资为负	5
三、M2：居民和企业存款同比少增，非银存款同比多增	7
四、小结：信用结构有保有压，不妨碍实体经济内生动能继续复苏	8
风险因素	8

图目录

图 1：5 月居民中长期贷款同比少增，今年以来首次出现同比少增	3
图 2：居民房贷的下行拐点已经出现	3
图 3：5 月信贷数据实际在继续收缩	4
图 4：5 月居民短贷较上月显著增加	4
图 5：5 月社融存量同比进一步回落	5
图 6：5 月社融增量数据通常没有太强的季节性	5
图 7：5 月企业债券融资出现净减少	6
图 8：城投债净融资额近两月骤减	6
图 9：企业债券发行量骤减	6
图 10：5 月 M2 同比反弹	7
图 11：5 月 M2 环比高于历史同期	7

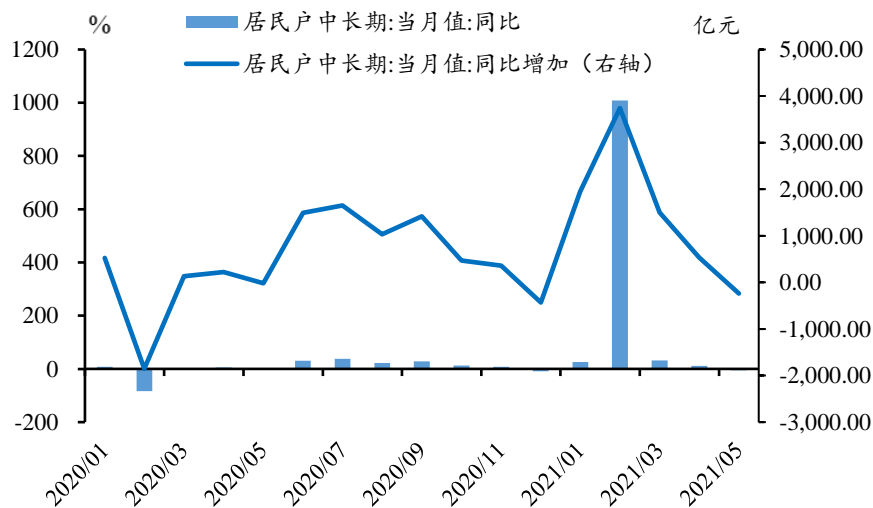
事件：

6月10日，央行公布5月金融数据：新增社会融资规模1.92万亿元，前值1.85万亿元。新增人民币贷款1.50万亿元，预期1.43万亿元，前值1.47万亿元。M2同比增长8.3%，预期8.13%，前值8.1%。

一、信贷：时隔四年，居民房贷的下行拐点再次出现

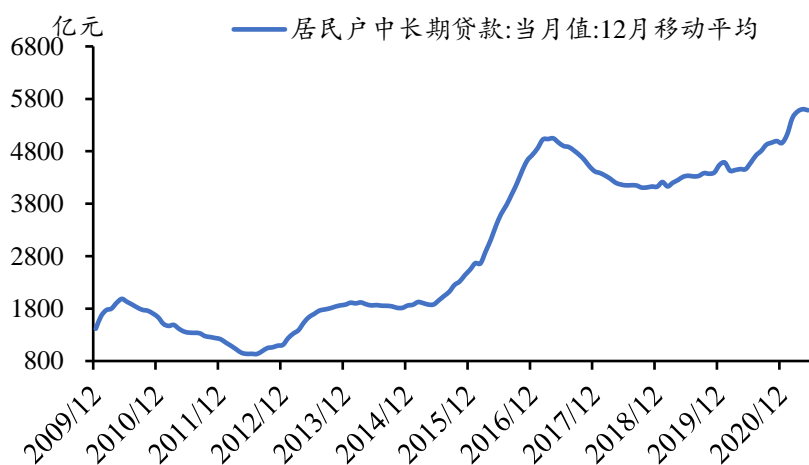
5月信贷数据显示出的一个重要变化是，居民房贷的下行拐点出现了，上一次下行拐点出现还是在四年前。5月居民中长期贷款（主要是房贷）增加4426亿元，同比少增236亿元，这是今年以来首次出现同比少增，形成鲜明对比的是，就在不远之前的今年一季度还保持了同比大幅多增的局面（见图1）。从环比看，5月新增居民中长期贷款已经连续两个月下降。如果这些还不足以表明居民房贷下行拐点出现的话，将新增居民中长期贷款进行12个月移动平均处理，观察其趋势变化，下行拐点就一目了然了。结果显示，今年1-4月居民房贷延续了快速增长趋势，并于4月份达到高点，5月起开始进入下降通道（见图2）。拉长时间看，居民房贷具有典型的周期性特征，上一次下行拐点出现，还是在2017年3月严厉的调控新政出台之后，距今已经过去了整整四年。

图 1：5月居民中长期贷款同比少增，今年以来首次出现同比少增



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：居民房贷的下行拐点已经出现



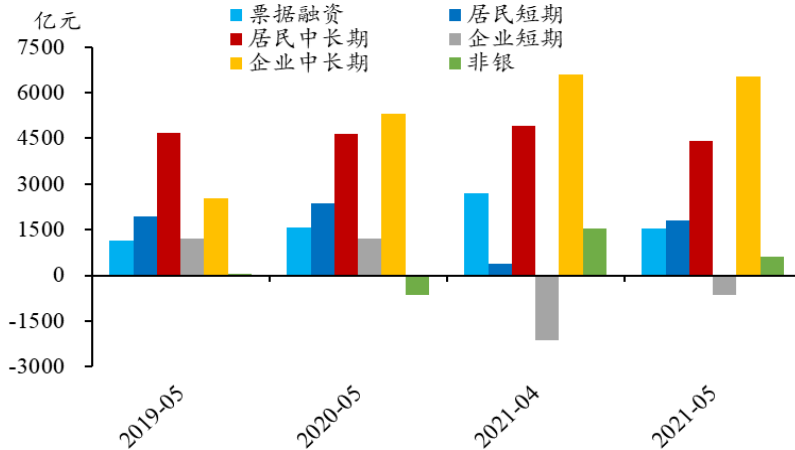
资料来源：万得，信达证券研发中心

居民房贷下行拐点出现，可以说是房地产调控高压的自然结果。进入2021年以来，各地房地产调控升级加码的态势十分明显。这轮房地产调控与此前相比，具有“中央和地方组合调控”的显著特征，即宏观层面对房地产相关贷款进行调控，实施房地产贷款集中度管理制度，各地则根据自身情况开展因城施策调控。在这种情况下，居民房贷下行拐点出现是不可避免的，这与上一次下行拐点出现存在高度相似之处。

新增人民币贷款高于预期，主要是非银贷款扰动，剔除非银贷款，信贷实际在继续收缩（见图3）。我们观察到一个有趣的现象，5月份社融口径下信贷数据收缩，而央行公布的新增人民币贷款为1.5万亿元，略高于市场预期的1.43万亿元，同比多增200亿元。这2种口径最大的不同在于，前者体现的是金融对实体经济资金的支持，因此不包含非银贷款，而后者包含。新增非银贷款同比多增1284亿元，是5月新增人民币贷款的最大支撑项，剔除后，5月新增人民币信贷规模与社融口径下的信贷数据，实际上都在双双收紧。

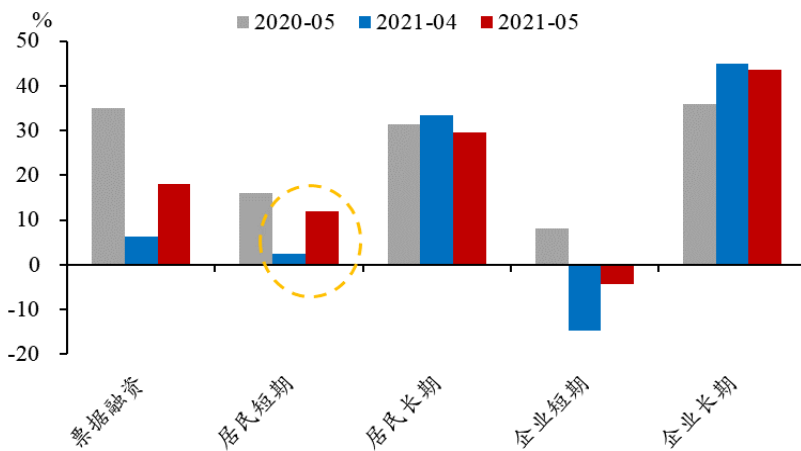
环比来看，居民短期贷款明显回暖，预示消费正在加速修复。在信贷继续收缩的背景下，我们要重点从结构上把握5月份信贷数据特征。一个明显的变化是新增短期贷款和票据融资上涨，5月的占比较4月的6.3%大幅度升至18%。分居民和企业部门来看，5月居民短期贷款增加1806亿元，虽然同比仍然少增，但比上月大幅多增1441亿元；企业部门依然是短贷在压降，但收缩速度放缓，中长贷变化并不大。居民短期贷款明显回暖，我们的判断是居民消费需求在加速恢复（见图4）。

图3：5月信贷数据实际在继续收缩



资料来源：万得，信达证券研发中心

图4：5月居民短贷较上月显著增加

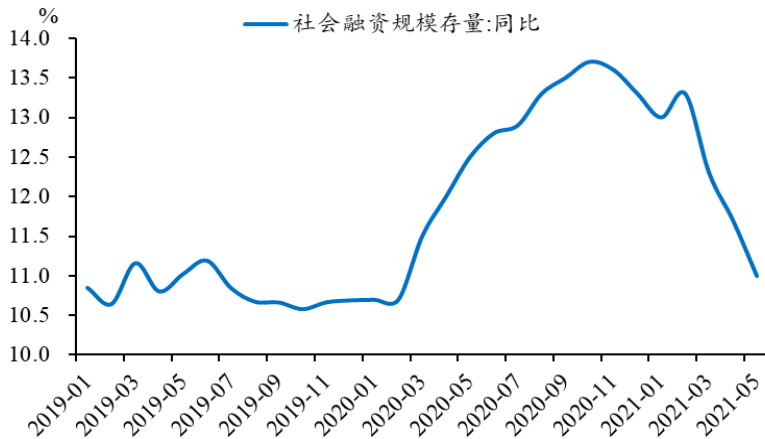


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、社融：严格控制隐性债务，造成企业债当月净融资为负

社融存量同比增速继续回落，与高基数有关，总体处于正常合理水平。5月社会融资规模存量同比为11%，较上月进一步下行0.7个百分点。5月新增社会融资规模1.92万亿元，同比少增1.27万亿元，主要系去年高基数所致。与正常年份2019年相比，5月社融增量多出2081亿元，属于正常合理水平（见图5）。

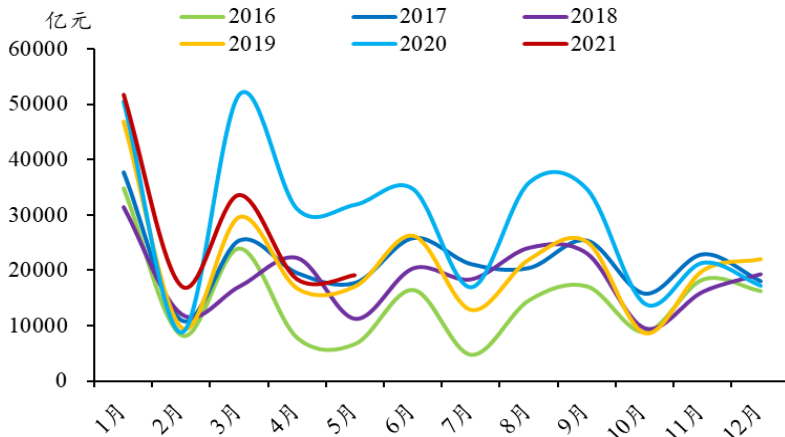
图 5：5月社融存量同比进一步回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

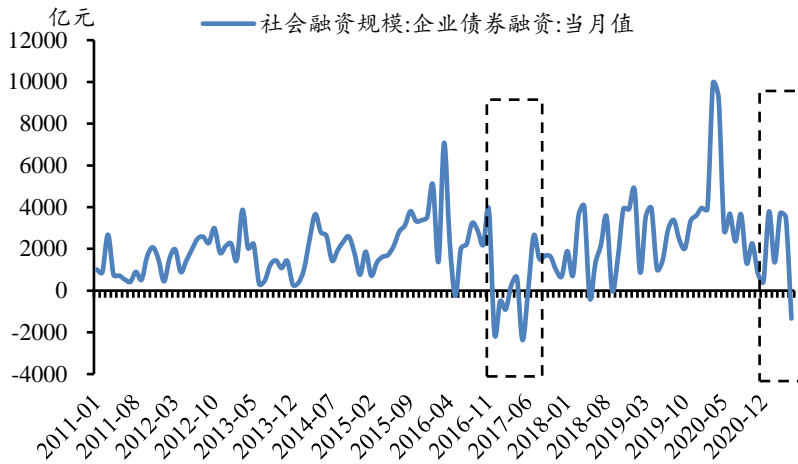
社会融资增量符合“结构性紧信用”特征，表外融资持续压降。历史数据显示，5月份社融增量数据的季节性特征较弱（见图6），通常与4月份相当，因此我们重点关注分项的变化情况。分项上，新增信贷规模同比少增1652亿元，信贷收缩符合“结构性紧信用”判断，也符合市场预期。表外融资规模持续压降，新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项之和同比多减2855亿元，环比稍有放缓，较4月压降规模少1064亿元。

图 6：5月社融增量数据通常没有太强的季节性

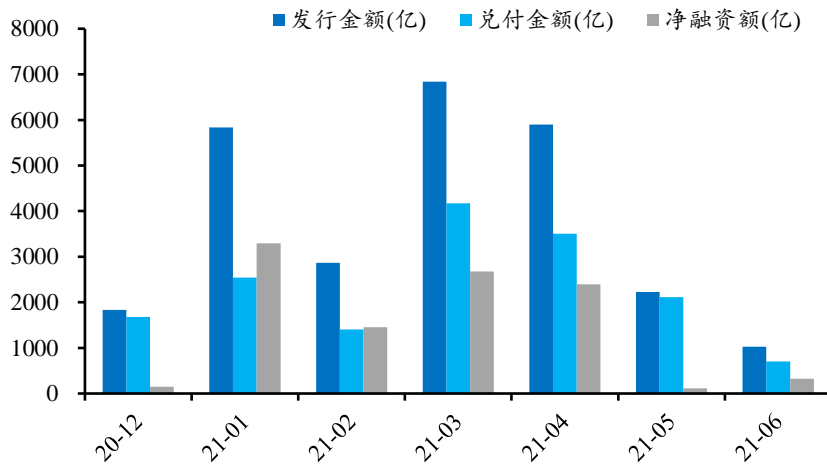


资料来源：万得，信达证券研发中心

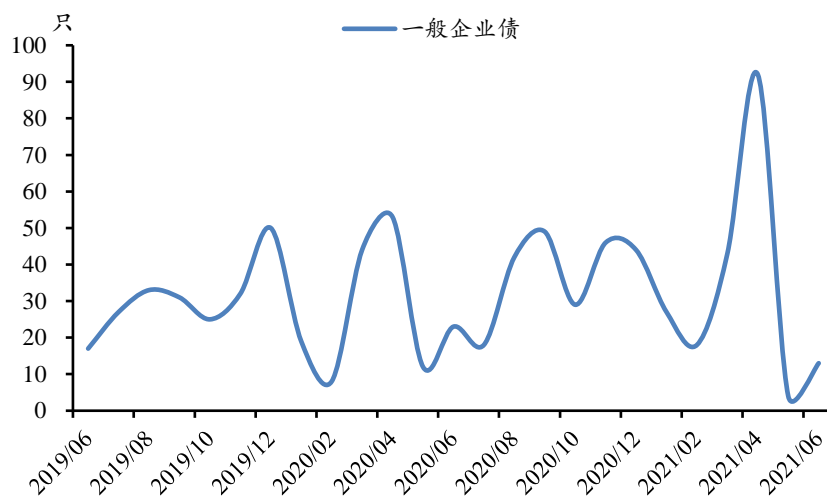
值得关注的是：5月企业债券融资净减少1336亿元，自2018年5月以来首次净减少（见图7），原因可能与隐性债务控制导致城投债缩减有关。今年中央对于房地产和地方隐性债务控制比较严格，房地产方面我们已经在上文提及，城投债近两个月的净融资规模骤减（见图8）。地方政府层面存在进行“隐性债务置换”的可能，即用政府专项债置换隐性债务（城投债），证据是“近两月城投债净融资规模减小，而政府债券融资规模增长”。企业债券融资收紧也直接体现在：一是对债券融资用途的限制，申报时很难找到对应资金用途，减少审批通过或者缩减批复金额，导致企业债融资规模下降；另一方面，备案时较之前更为严格，导致发行计划减少（见图9）。相比之下，5月政府债融资规模新增6701亿元，但环比多增2962亿元，政府债发行迎来年内第一个高峰。

图 7：5 月企业债券融资出现净减少


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：城投债净融资额近两月骤减


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：企业债券发行量骤减


资料来源：万得，信达证券研发中心

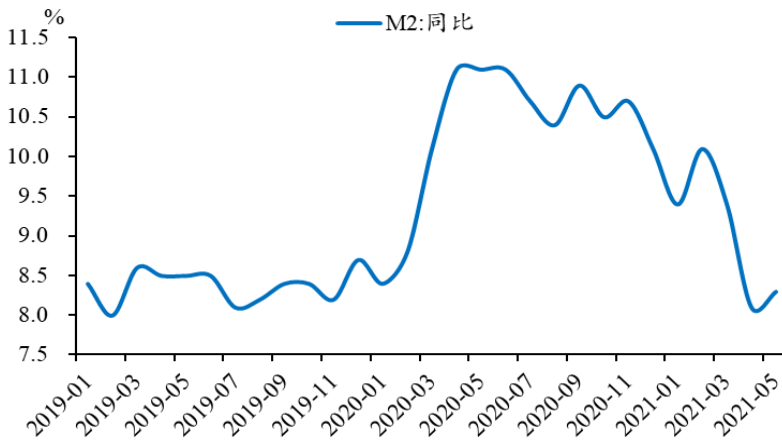
我们5月23日报告《快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口》最早提出，快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口。从5月数据看，社融收缩最快的时候已经过去，我们的观点获得广泛认可。

三、M2：居民和企业存款同比少增，非银存款同比多增

M2 同比反弹（见图 10）。M2 同比反弹的直接原因是5月环比转正（见图 11），且高于去年同期 27 个 bp。看存款端，5月新增人民币存款为 2.56 万亿元，同比多增 2500 亿元。

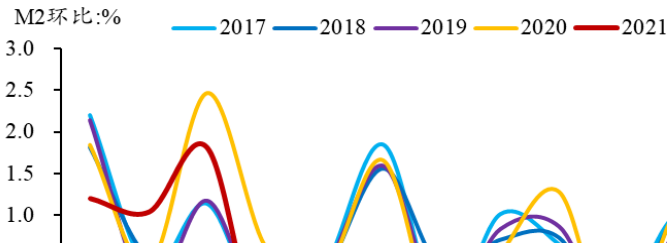
居民和企业存款同比少增，非银存款同比多增。分项来看新增人民币存款，结构分化较为明显：一是居民存款同比少增，5月居民存款增加 1072 亿元，同比少增 3747 亿元；二是企业存款净减少，5月企业存款净减少 1240 亿元，同比多减 9294 亿元；三是非银存款同比大幅多增，5月非银机构存款增加 7830 亿元，同比多增 14566 亿元，一方面，5月非银信贷大增，货币派生造成了存款端上行，另一方面，居民和企业投资券商资管计划、公募基金等资管产品购买增加，导致资金流入非银机构。

图 10：5 月 M2 同比反弹



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：5 月 M2 环比高于历史同期



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_20107

