



Research and
Development Center

债券融资拖累社融 但下半年仍有望趋稳

—— 5 月金融数据点评

2021 年 06 月 12 日

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人

联系电话: +86 13636449361

邮箱: zhoulijun@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

债券融资拖累社融 但下半年仍有望趋稳

2021年06月12日

➤ 摘要:

- 5月新增社融规模略低于市场预期, 存量增速进一步降至11.0%, 但这主要是受到了政府债券发行滞后以及企业债融资负增长的拖累, 新增信贷规模仍然略高于市场预期。尽管票据融资规模的上升使得市场担忧信贷需求回落, 但企业中长期贷款占比仍然较高, 显示经济动能并不弱, 当前信贷面临的压力主要来自于前期“疫情贷”到期、对“经营贷”与“消费贷”的监管趋严、以及对新增政府债务控制的影响。但从整体上看, 近期政策压减信用动力减弱, 随着后续政府债券发行规模的上升, 社融增速在下半年有望逐步企稳。
- 5月信贷投放节奏维持平稳, 居民中长贷同比年内回落, 企业中长贷需求韧性维持, 疫情贷到期对融资活动的影响逐步减弱。5月新增人民币贷款同比小幅多增, 环比增速接近历史同期水平, 投放节奏整体维持平稳。结构上, 居民短贷同比减少或仍与“消费贷”趋严有关, 但同比降幅较上月有所收窄; 居民中长贷同比年内首次转负, 显示前期房地产信贷政策收紧影响正逐步显现。但企业中长贷需求仍维持韧性, 5月新增企业中长贷同比多增, 且多增规模略高于上月水平, 显示实体经济仍然维持相应需求; 企业短贷及票据融资同比降幅均较上月有所收缩, 可能与去年疫情贷投放高峰逐步过去, 到期规模有所下滑有关。票据融资新增规模小幅上升, 可能与信贷额度放松后银行增大票据购买力度有关, 但票据融资整体规模仍然不高。
- 政府债发行滞后、企业债发行骤减拖累社融增速继续下行。5月新增社融1.92万亿, 略低于市场预期, 主要受到政府债券发行滞后以及企业债融资规模负增长的拖累。去年5月两会后地方债集中发行使得政府债券出现小高峰, 但今年5月地方政府专项债发行节奏明显偏慢, 发行节奏错位大幅拖累社融增速。5月企业债发行规模大幅减少, 新增企业债融资规模时隔三年负增长, 叠加表外信贷持续压降, 社融口径新增人民币贷款高基数影响均对社融形成负向拖累。在此背景下, 5月社融同比增速环比下滑0.7个百分点至11%。
- 企业存款高基数影响逐步减弱, 非银存款同比大幅多增推升M2, M1与M2剪刀差小幅收窄。5月M2同比增速小幅回升至8.3%, 主要与非银存款同比大幅多增且政府存款漏出规模相对较小有关, 企业存款高基数的负面影响已有所减弱。5月M1同比增速较上月仅小幅下滑0.1个百分点至6.1%, 增速整体维持平稳, 显示当前企业活动仍然保持平稳, M1与M2剪刀差小幅收窄。但在前期地产信贷政策收紧影响下, 居民存款向企业存款转移对M1的支撑作用未来或有所下滑, 预计M1与M2剪刀差整体仍将趋于收缩。
- 随着地方债供给放量, 社融下行幅度将逐步趋缓。往后看, 由于下半年银

行信贷投放节奏逐步回归正常,信贷高基数对社融的拖累也将有所减弱,且近期政策层面对于防风险的严监管有所减轻,并担忧信用收缩的风险,政策主动压降信贷的意愿有所减弱,预计信贷对社融增速的负向拖累将明显下滑,整体或趋于稳定。另一方面,上周财政部下达的 2021 年新增地方政府债务限额小幅低于人大批准的限额,但这从侧面印证了财政部门可能并不希望专项债的实际发行与全年计划发生较大的偏差,当前地方债发行迟缓的问题可能更多是节奏的问题,预计 6 月政府债发行也将逐步放量,而三季度或为政府债发行高峰,政府债融资对社融增速的负向拖累将逐步减弱,并或于下半年对社融增速小幅回升形成一定支撑,我们预计全年社融增速或仍将维持在 11%以上,随着政府债发行放量社融增速下行幅度将自 6 月逐步放缓,三季度或维持平稳,四季度小幅回升。

➤ **风险因素:** 货币政策超预期收紧。

目录

一、引言	5
二、5月信贷投放节奏维持平稳 中长期信贷占比仍高	5
三、政府债发行滞后、企业债发行骤减拖累社融增速下行幅度再走扩	6
四、企业存款高基数影响逐步减弱 非银存款同比大幅多增推升 M2	7
五、随着地方债供给放量 社融下行幅度将逐步趋缓	8
风险因素	9

图目录

图 1: 5月新增信贷小幅回升	5
图 2: 新增贷款中长期占比仍维持较高水平	5
图 3: 5月新增居民短贷回升至历史均值水平 (亿元)	5
图 4: 5月居民中长贷回落 (亿元)	5
图 5: 5月新增贷款分部门环比 (单位: 亿元)	6
图 6: 5月新增贷款分部门同比 (单位: 亿元)	6
图 7: 5月新增社融环比小幅回升 (单位: 亿元)	6
图 8: 三季度或迎来政府债净供给高峰	6
图 9: 5月新增社融分项环比 (单位: 亿元)	7
图 10: 5月新增社融分项同比 (单位: 亿元)	7
图 11: 5月政府债、企业债融资成为社融增速主要拖累项 (单位: %)	7
图 12: 5月非银存款同比大幅多增, 财政存款漏出同比减少, M2 小幅走高 (单位: %) ...	8
图 13: M1 与 M2 剪刀差小幅收窄 (单位: %)	8
图 14: 企业存款高基数影响 6 月或将进一步减弱	8
图 15: 随着地方债供给放量, 6 月社融下行幅度将逐步趋缓 (单位: %)	9

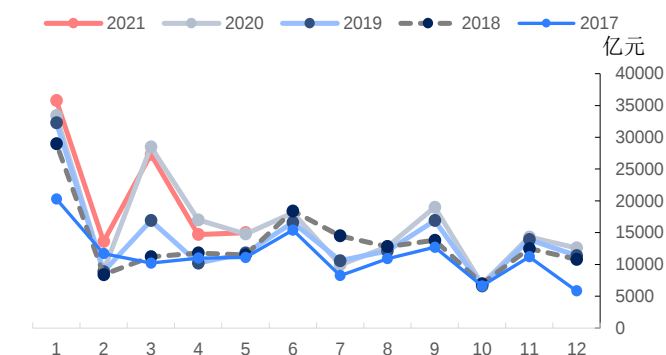
一、引言

央行周四公布了5月金融数据，其中5月新增社融规模略低于市场预期，存量增速进一步降至11.0%，但这主要是受到了政府债券发行滞后以及企业债融资规模负增长的拖累，新增信贷规模仍然略高于市场预期。尽管票据融资规模的上升使得市场担忧信贷需求回落，但企业中长期贷款占比仍然较高，显示经济动能并不弱，当前信贷面临的压力主要来自于前期“疫情贷”到期、对“经营贷”与“消费贷”的监管趋严、以及对新增政府债务控制的影响。但是从整体上看，近期政策抑制信用扩张的动力减弱，随着后续政府债券发行规模的上升，社融增速在下半年有望逐步企稳。

二、5月信贷投放节奏维持平稳 中长期信贷占比仍高

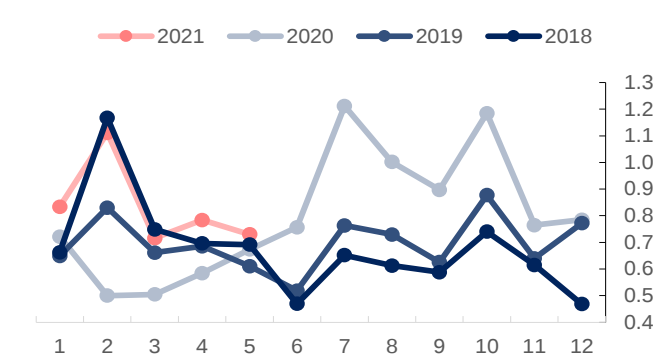
5月信贷投放节奏平稳，中长期占比仍然较高。5月新增人民币贷款1.5万亿，同比小幅多增200亿元，但相比于2017-2019年同期平均水平而言，仍然多增约3533亿元；环比小幅多增300亿元，环比增速接近于历史同期水平，投放节奏整体维持平稳。结构上，中长期贷款占比环比小幅回落至73%，但仍处于近年历史较高水平。

图 1：5月新增信贷小幅回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

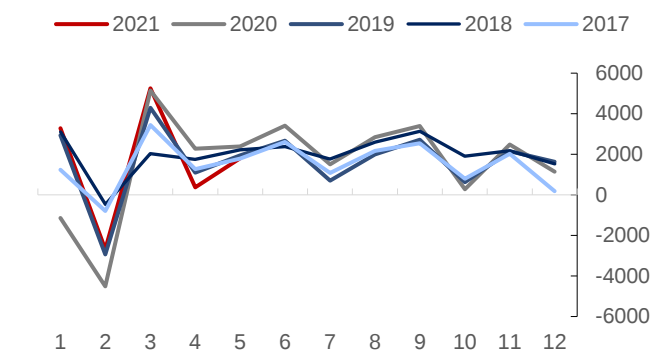
图 2：新增贷款中长期占比仍维持较高水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

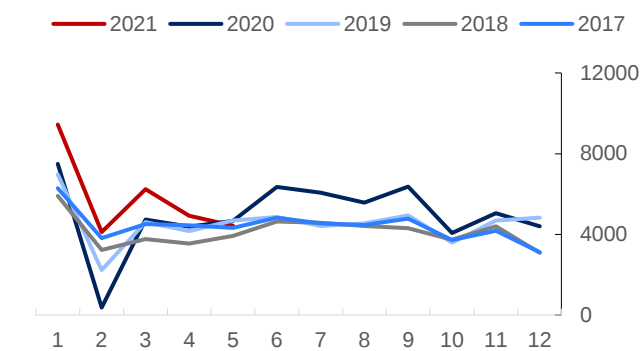
居民短贷降幅收窄，居民中长贷同比年内回落。具体来看，5月居民部门贷款新增6232亿，同比减少811亿，居民短贷、中长贷同比均有所回落。其中，5月新增居民短期贷款1806亿元，同比减少575亿元，这一下滑可能仍然与“消费贷”监管趋严有关，但同比降幅较上月有所收窄。5月新增居民中长期贷款4426亿元，同比减少236亿元，接近近年同期平均水平，年内同比增量首次转负，显示前期房地产信贷政策收紧影响对中长期贷款的影响正在逐步显现。

图 3：5月新增居民短贷回升至历史均值水平（亿元）

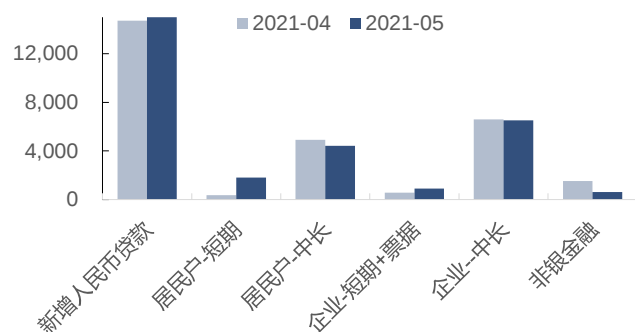


资料来源：万得，信达证券研发中心

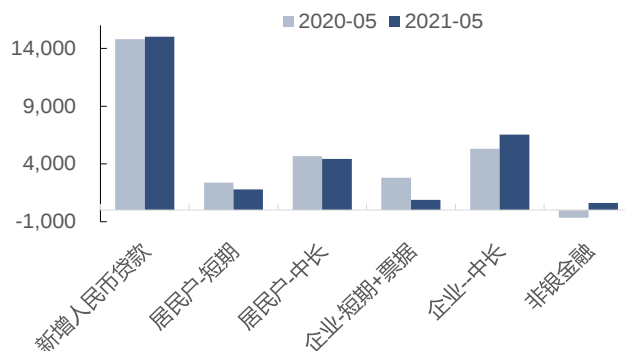
图 4：5月居民中长贷回落（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：5 月新增贷款分部门环比（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

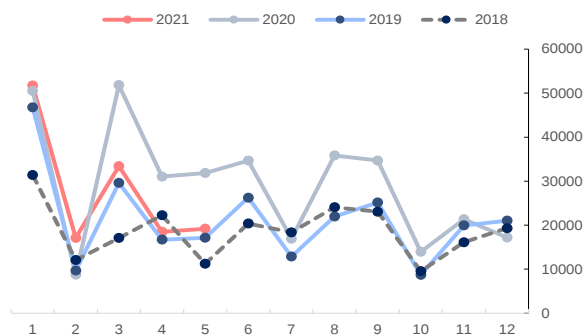
图 6：5 月新增贷款分部门同比（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

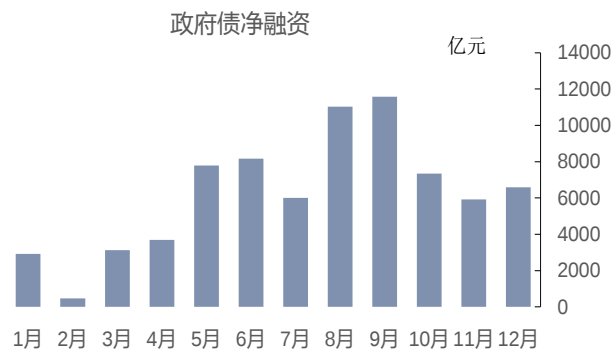
企业中长贷需求韧性维持，疫情贷到期对融资活动的影响逐步减弱。5 月企业部门贷款新增 8057 亿，同比减少 402 亿，但这主要仍然受到了票据融资以及短期贷款减少的拖累。新增中长期贷款 6605 亿，同比多增 1232 亿，多增规模仍然略高于上月水平。从经济数据上看，财新制造业 PMI 指数仍然维持高位，高频数据亦未显示出经济有显著的走弱迹象，显示实体经济仍然维持了相应的需求。企业短期贷款减少 644 亿，同比下降 1855 亿；票据融资新增 1538 亿元，同比减少 48 亿元，同比降幅均较上月有所收缩。这可能与去年疫情贷投放的高峰逐步过去，到期规模有所下滑有关。而票据融资规模小幅上升与票据融资利率的下滑相对应，可能与信贷额度放松后，商业银行在一定程度上增大了票据的购买力度有关。但从整体上看，票据融资的规模仍然不高。

三、政府债发行滞后、企业债发行骤减拖累社融增速下行幅度再走扩

5 月新增社会融资规模 1.92 万亿，同比大幅下滑 1.27 万亿；社融存量同比增长 11.0%，较 4 月环比下滑 0.7 个百分点，下滑幅度较上月小幅走扩，企业债发行规模大幅下滑，叠加政府债发行节奏滞后拖累 5 月社融增速下行幅度进一步走扩。

图 7：5 月新增社融环比小幅回升（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：三季度或迎来政府债净供给高峰


资料来源：万得，信达证券研发中心

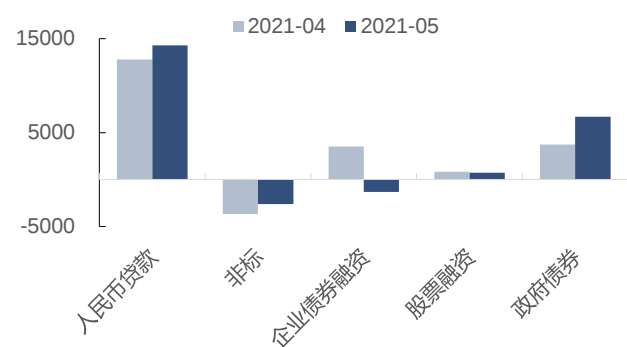
5 月政府债发行滞后，而去年 5 月为政府债发行高峰，发行节奏错位大幅拖累社融增速。5 月新增政府债融资 6701 亿元，同比减少 4661 亿元，拖累社融增速 0.2 个百分点。今年 5 月地方新增专项债发行大幅不及预期，一方面或与地方项目储备不足有关，另一方面或与专项债发行与管理政策趋严有关。尽管 3 月初下达 1.77 万亿新增专项债额度，但截至 5 月底新增专项债发行总额不及 6000 亿元，仅为下达额度的 1/3，而以往下达额度通常在一个季度内发行完毕，今年地方债发行节奏明显偏慢。而由于去年在两会前后 5 月专项债集中发行，使得去年 5 月成为全年政府债净供给高峰。因此，在今年政府债发行节奏滞后，而去年高基数的影响下，5 月政府债融资同比大幅减少，成为 5 月社融的主要拖累项。考虑近期财政部小幅下调新增地方债限额，一定程度增加专项债发行规模接近全年计划的概率，预计三季度或为政府债发行高峰，政府债融资对社融的负向拖累可能逐步减弱。

5月企业债券发行规模大幅减少,新增企业债券融资时隔3年转负,后续仍需关注企业融资压力是否持续存在。此外,5月企业债券净偿还1336亿元,环比减少4845亿元,同比减少4215亿元,拖累社融增速0.2%。社融口径下,5月企业债券融资时隔3年首次转负。考虑5月信用债到期规模明显回落,且自去年5月企业债融资的高基数影响大幅减弱,因此5月企业债券净偿还且拖累社融增速,主要仍是5月企业债券发行规模较少所致。这一方面与季节性因素有关,例如4月30日年报季后申报材料需要更新年报数据,而五一小长假也使得交易日减少;但另一方面,这也与城投债发行审核以及对于新增地方政府债务的监管趋严有关。我们估计,随着季节性因素的影响过去,企业债券发行的规模在6月有望再度回升,但是政策趋严对于未来城投债发行的影响仍需持续观察。

高基数影响下,新增人民币贷款仍然拖累社融增速。5月社融口径新增人民币贷款1.43万亿,仍高于2017-2019年同期水平,但在去年同期高基数影响下,同比减少1202亿元,仍然对社融增速形成负向拖累。

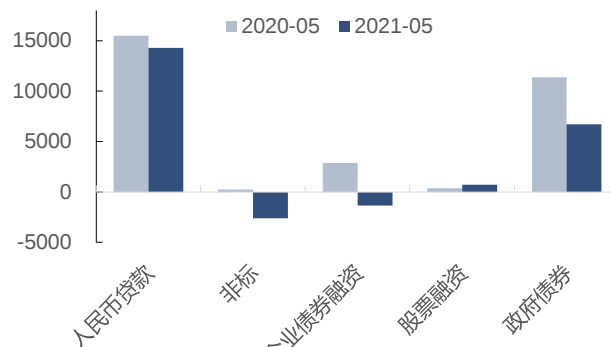
表外信贷持续压降,5月票据到期规模或有所回落,表外票据压缩规模环比下滑。5月非标减少2629亿元,同比多减2855亿元。具体来看,5月委托贷款、信托贷款分别减少408亿元、1295亿元,同比多减135亿元、958亿元。2021年继续开展“两压一降”,预计今年信托压降规模仍然不小,相比于去年受疫情影响,政策趋严始于下半年,今年从年初即逐步推进,压缩节奏上整体或较为均匀。5月末贴现银行承兑汇票减少926亿元,同比下降1762亿元,环比少减1226亿元,或与去年5月政策边际收敛,票据融资利率触底回升,票据融资规模下滑使得今年5月到期量或有所回落有关。

图 9: 5月新增社融分项环比(单位:亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 5月新增社融分项同比(单位:亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 5月政府债、企业债融资成为社融增速主要拖累项(单位:%)



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_20126

