



财政逆周期调节发力推高社融增速，宽信用正加速形成

点评部门：同业市场研究部

联系方式：025-86775792

联系邮箱：zhuyy5@njcb.com.cn

■ 事件：

5月金融数据整体表现符合预期，M2和社融同比增速均高于去年同期水平。随着国内疫情趋于平稳，企业复工复产加快，货币政策从宽货币向宽信用加速转变。5月M2同比增速11.1%，前值11.1%；M1同比增速6.8%，前值5.5%；新增人民币贷款1.48万亿元，前值1.7万亿元，去年同期1.18万亿元。新增社会融资规模3.19万亿元，前值3.09万亿元，去年同期1.71万亿元。社融存量同比增速12.5%，前值12.0%。

■ 点评：

1、企业贷款和存款增长均远超去年同期，存款超季节性高增或表明存在套利行为。政策引导下，企业端信贷投放节奏加快，1-5月企业贷款增加7.84万亿，已经达到2019年全年新增企业贷款量的83%。企业贷款结构也延续改善态势，中长期维持高增。但逐月来看，信贷投放节奏已有所放缓，额度从极度宽松向合理充裕状态转变。企业端存款同样超季节性高增，1-5月合计增加3.84万亿，已经超过去年全年新增规模，一方面企业贷款高增导致存款派生有所走高；另一方面，或表明企业生产投资意愿不足，融入资金转化为存款沉淀，存在资金空转套利现象。

2、居民端表现稳定，杠杆水平未见明显提升。5月居民贷款环比、同比小幅多增，表现较为稳定。结合企业端来看，企业贷款增量和同比多增量均高于居民端，表明企业杠杆上升快于居民杠杆，此轮经济修复依靠的主要是企业部门。

3、政府债券发行是支撑社融的重要因素，但是财政存款高增反应资金使用效率还待提升。5月政府债券发行占当月新增社融的35.7%，远高于前4月14.85%的占比；但从财政存款同比大幅多增的情况来看，财政资金尚未完全形成财政支出投入实体经济；另外据统计，一季度地方政府专项债用作资本金的比例仅12%（低于25%的专项债可用作资本金的水平），后续财政政策发力下政府债券还将继续放量供给，但资金利用效率还需提高。

4、展望后市，政府工作报告中提出“防止资金空转套利”，近期央行在创设直达实体的货币政策工具的同时也多有关关注该问题，在稳企业、保就业、防风险、稳汇率等多重目标下，货币政策依然将加大对实体经济的支持服务力度，而重点在于突出结构化、精准化、创新性调节，强调创新直达实体，并对资金空转套利问题进行纠偏。后续金融数据关注的重点是，总需求水平未有明显回升、而投放量却明显高于去年，如何提高资金的使用效率和控制套利的问题。预计前5月天量信贷投放后，后续增长趋于放缓，银行配置其他资产的能力提升，下阶段供给对债券市场的冲击一定程度将得到缓解。

■ 正文：

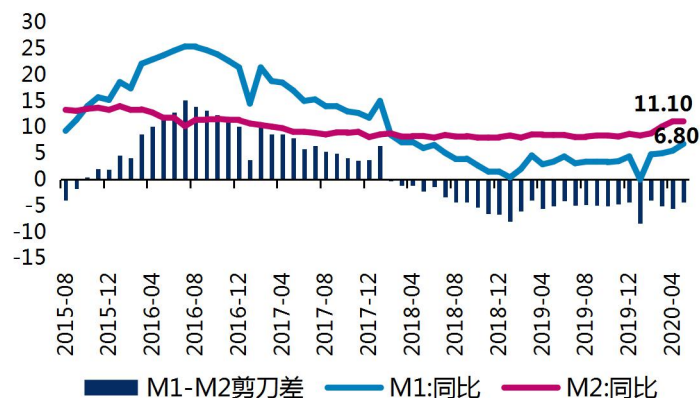
1、M2 增速保持两位数水平，M1-M2 剪刀差收窄。5 月 M2 同比增速持平于 11.1%，M1 继续上升 1.3 个百分点至 6.8%；5 月人民币存款增加 2.31 万亿，环比多增 1.04 万亿，同比多增 1.09 万亿，主要贡献来自财政部门：5 月政府债发行放量叠加集中缴税，财政存款大幅多增，带动人民币存款增量走高，而并未形成银行体系的货币供应量，因此 M2 增速持平于前月，与社融增速产生缺口。相比之下，M1 同比增速继续上升，M1-M2 剪刀差收窄：一方面在央行再贷款投放和信贷支持下，企业贷款高增导致存款派生有所走高；另一方面，与历史高位水平相比，M1 代表的企业经营活力仍然偏弱，受制于盈利预期较差，企业存款增加 8054 亿，同比大幅多增 6783 亿，表明生产投资意愿不足，存在融入资金后转存结构性存款的套利现象。

2、信贷政策继续发力，但投放节奏趋缓，结构延续改善态势。5 月人民币贷款增加 1.48 万亿，呈现出的特点为环比延续回落，而同比继续放量，反映出信贷支持政策持续发力支持社会经济活动回暖，但随着疫情期间集中投放，目前的节奏已有所放缓，信贷额度从极度宽松向合理充裕状态转变。从细项来看，5 月企业贷款增加 8459 亿，环比少增 1104 亿，同比多增 3235 亿，其中中长期贷款延续高增，主要与基建、制造业等项目陆续开工有关。居民信贷表现比较平稳，5 月居民贷款增加 7043 亿，环比多增 374 亿，同比多增 418 亿，反映出居民消费进一步回补，已基本恢复至疫情前水平。综合来看，企业贷款增量和同比多增量均高于居民端，表明企业杠杆上升快于居民杠杆，是加杠杆的主力。另外值得关注的是，5 月票据融资增加 1586 亿，环比少增 2324 亿，同比多增 454 亿，从票据融资环比少增可以看出，部分企业贴现获得低息资金后转存结构性存款的现象引起监管关注，导致票据融资表现较为低迷。

3、政府债券支撑社融增速继续走高，财政逆周期调节发力明显。5 月新增社会融资 3.19 万亿，环比多增 959 亿，同比大幅多增 1.48 万亿；社融存量同比增速 12.5%，创两年以来新高，较上月继续加快 0.5 个百分点。推升社融的主要因素来自表内信贷和政府债券：一是信贷支持下表内信贷增加 1.59 万亿，环比少增而同比仍然多增，反映出信贷支持政策持续发力，

但随着信贷投放基本到位，增速已有所放慢。二是政府债券放量发行，今年下达的地方政府专项债提前批额度需要在 5 月底发行完毕，导致 5 月政府债券增加 1.14 万亿，环比多增 8043 亿，同比多增 7543 亿，新增规模占到新增社融的 35.7%，财政逆周期调节作用发力明显。此外，企业债券融资仅增加 2971 亿，环比大幅少增 6044 亿，同比多增 1938 亿，主要原因在于随着央行货币政策边际略有收紧，债市经历剧烈调整，企业债券交投情绪减弱、发行缩量，取消发行现象不断涌现，造成环比大幅少增，而同比增量逐步回落至正常水平，货币政策重点已有微调。

图 1: M1、M2 同比增速走势



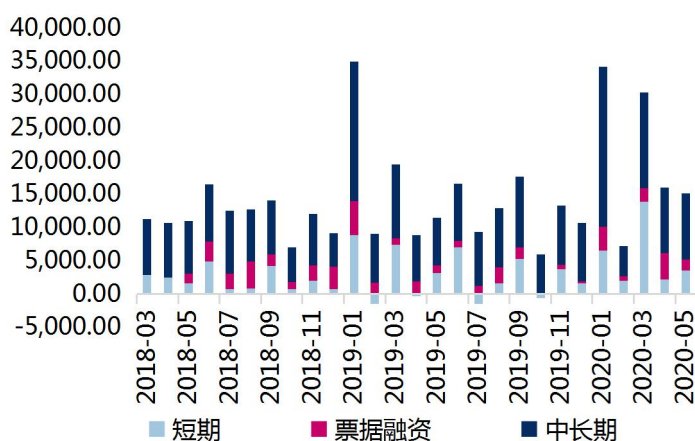
数据来源: WIND、同业市场研究部

图 2: 5 月新增人民币存款细项

	2020-05	环比	同比
新增人民币存款	23,100	10,400	10,900
其中: 居民户	4,819	12,815	2,402
非金融性公司(企业)	8,054	-3,646	6,873
财政存款	13,100	12,571	8,251
非银行业金融机构	-6,736	-15,307	-7,145

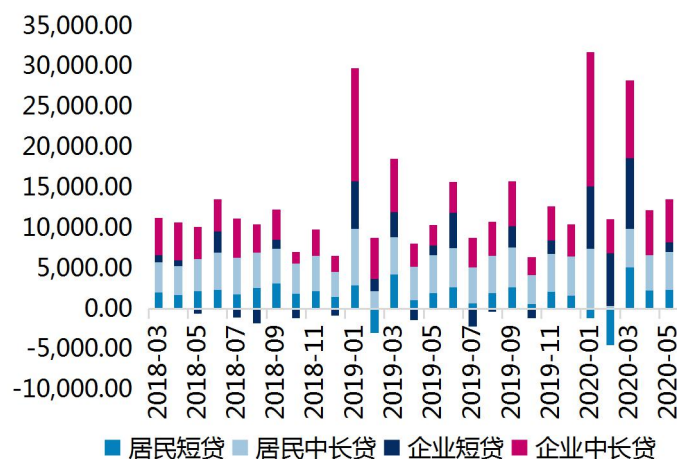
数据来源: WIND、同业市场研究部

图 3: 新增贷款及细项走势(分期限)



数据来源: WIND、同业市场研究部

图 4: 新增贷款及细项走势(分部门)



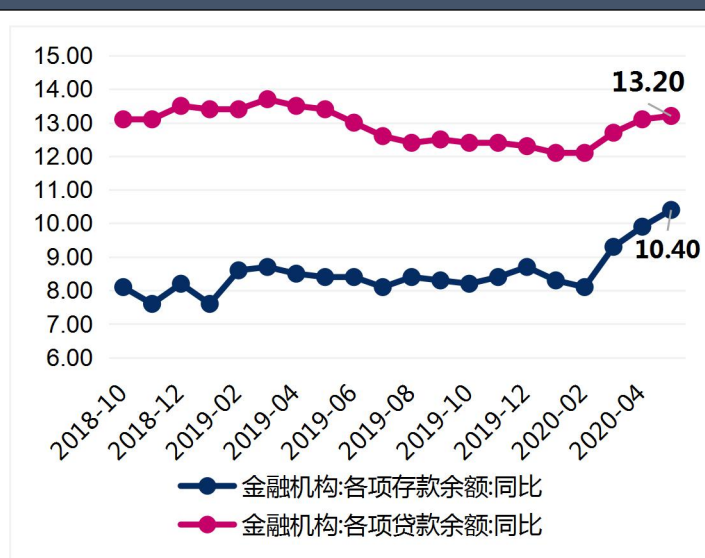
数据来源: WIND、同业市场研究部

图 5: 5 月新增贷款细项

贷款项目	2020-05	环比	同比
新增人民币贷款	14,800	-2,200	3,000
其中: 中长期贷款	9,967	31	2,766
短期贷款	3,592	1,374	435
票据融资	1,586	-2,324	454
其中: 居民贷款	7,043	374	418
居民: 短期	2,381	101	433
居民: 中长期	4,662	273	-15
企业和其他部门	8,459	-1,104	3,235
企业和其他部门: 短期	1,211	1,273	2
企业和其他部门中长期	5,305	-242	2,781
非银行业金融机构	-660	-1,064	-718

数据来源: WIND、同业市场研究部

图 6: 金融机构存贷款余额同比增速走势



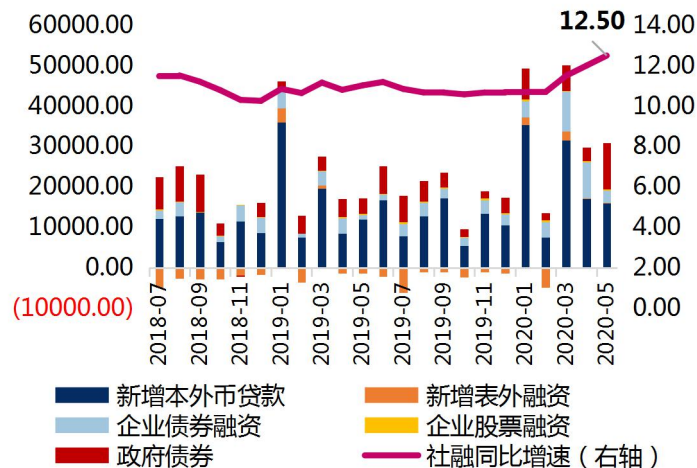
数据来源: WIND、同业市场研究部

图 7：5 月新增社融细项

当前值		绝对值	
社会融资项目	2020-05	环比	同比
新增社会融资	31900.00	959.00	14776.27
其中：人民币贷款	15500.00	-739.00	3644.54
外币贷款	457.00	-453.00	266.29
委托贷款	-273.00	306.00	358.06
信托贷款	-337.00	-360.00	-285.09
未贴现银行承兑汇票	836.00	259.00	1604.42
企业债券融资	2971.00	-6044.00	1938.10
企业境内股票融资	353.00	38.00	93.77
政府债券	11400.00	8043.00	7543.28

数据来源：WIND、同业市场研究部

图 8：社融增量结构和存量增速走势



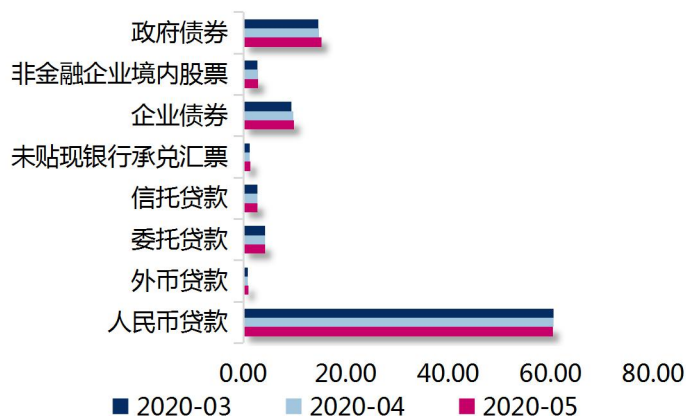
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 9：社融口径历次调整

时间	调整内容
2018.7	将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券指标”
2018.8	将“地方政府专项债券”纳入社融统计
2019.9	将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社融下的“其他融资”
2019.12	将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社融，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标

数据来源：WIND、同业市场研究部

图 10：社融存量细项占比



数据来源：WIND、同业市场研究部

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_4539

