

# 宽信用继续，利率债不宜过于乐观

——2020年5月金融数据点评



报告发布日期

2020年06月11日

## 研究结论

- 5月金融数据，5月末，M2同比增长11.1%，与前值持平，增速比上年同期高2.6个百分点。M1同比增长6.8%，前值5.5%，增速分别比上月末和上年同期高1.3和3.4个百分点。M2和M1同比的剪刀差缩窄至4.3%。
- 5月社融共新增3.19万亿元，比上年同期多1.48万亿元，存量增速上升至12.5%左右。社融中政府债券、贷款、未贴现的银行承兑汇票和企业债券最为亮眼，委托贷款和股票融资也好于上年同期，仅信托贷款一项弱于上年同期。社融中5月对实体经济发放的人民币贷款增加1.55万亿元，同比多增3647亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加457亿元，同比多增266亿元；委托贷款减少273亿元，同比少减358亿元；信托贷款减少337亿元，同比多减285亿元；未贴现的银行承兑汇票增加836亿元，同比多增1604亿元；企业债券净融资2971亿元，同比多1938亿元；政府债券净融资1.14万亿元，同比多7505亿元；非金融企业境内股票融资353亿元，同比多94亿元。
- 企业和居民贷款均好于上年同期。5月企业新增贷款共计8459亿元，同比多增3235亿元左右，主要是由于企业中长期贷款多增。企业短期贷款5月增加1211亿元，同比多增2亿元左右。中长期贷款增加5305亿元，同比多增2781亿元左右；票据融资增加1586亿元，同比多增454亿元左右；非银贷款减少660亿元，较上年同期减少718亿元左右。居民贷款好于上年同期，5月居民贷款总额增加7043亿元，同比多增418亿元左右。其中，居民短期贷款增加2381亿元，同比多增433亿元左右。中长期贷款增加4662亿元，同比少增15亿元左右。
- 对于接下来的社融存量增速走势，政府债券方面，从17年以来国债和地方债发行规模来看，国债一般在第二季度到第四季度发行节奏较为平均，地方债则基本在三季度之前全部发行完毕。之前下达了2020年财政赤字3.76万亿，专项债额度3.75万亿，特别国债1万亿，计入政府性基金收入。如果按照历年的发行节奏来看，三季度利率债仍然有较大的供给压力。
- 新增信贷是社融中占比最高的部分，2019年新增信贷占到新增社融的66%左右。我们分别假设2020年二到四季度新增信贷同比增长5%~20%三种情况。表外融资方面，由于利率整体处于较低水平，债券融资增加或将挤出表外融资，预计表外融资同比下滑。企业债券方面，取每季度较上年同期多5000亿、与上年同期相同，较上年同期少2000亿三种情况。权益融资方面，股票净融资规模或将维持19年下半年左右水平。
- 预计年内社融增速维持高位，宽信用持续进行。对于接下来的债券市场，一方面，社融数据和经济增速回暖过程中，年内长端利率债再次回到前期低点的概率不高；另一方面，央行“创新直达实体经济的货币政策工具”的创设，宽信用传导至经济的效率可能进一步提升。债市短期可能“超跌反弹”，但是从基本面来看，利率中枢难以明显下行，纯债中期仍维持偏谨慎观点。

## 风险提示

- 如果非标超预期下行，或将影响我们对社融增速的判断。

证券分析师 潘捷

021-63325888-6110

panjie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517060001

证券分析师 黄海澜

021-63325888-2470

huanghailan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 宽信用继续，利率债不宜过于乐观——2020年5月金融数据点评

5月金融数据，5月末，M2同比增长11.1%，与前值持平，增速比上年同期高2.6个百分点。M1同比增长6.8%，前值5.5%，增速分别比上月末和上年同期高高1.3和3.4个百分点。M2和M1同比的剪刀差缩窄至4.3%。

**5月社融共新增3.19万亿元，比上年同期多1.48万亿元，存量增速上升至12.5%左右。**社融中政府债券、贷款、未贴现的银行承兑汇票和企业债券最为亮眼，委托贷款和股票融资也好于上年同期，仅信托贷款一项弱于上年同期。社融中5月对实体经济发放的人民币贷款增加1.55万亿元，同比多增3647亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加457亿元，同比多增266亿元；委托贷款减少273亿元，同比少减358亿元；信托贷款减少337亿元，同比多减285亿元；未贴现的银行承兑汇票增加836亿元，同比多增1604亿元；企业债券净融资2971亿元，同比多1938亿元；政府债券净融资1.14万亿元，同比多7505亿元；非金融企业境内股票融资353亿元，同比多94亿元。

**企业和居民贷款均好于上年同期。**5月企业新增贷款共计8459亿元，同比多增3235亿元左右，主要是由于企业中长期贷款多增。企业短期贷款5月增加1211亿元，同比多增2亿元左右。中长期贷款增加5305亿元，同比多增2781亿左右；票据融资增加1586亿，同比多增454亿元左右；非银贷款减少660亿，较上年同期减少718亿元左右。居民贷款好于上年同期，5月居民贷款总额增加7043亿元，同比多增418亿元左右。其中，居民短期贷款增加2381亿元，同比多增433亿元左右。中长期贷款增加4662亿元，同比少增15亿元左右。

对于接下来的社融存量增速走势，政府债券方面，从17年以来国债和地方债发行规模来看，国债一般在第二季度到第四季度发行节奏较为平均，地方债则基本在三季度之前全部发行完毕。之前下达了2020年财政赤字3.76万亿，专项债额度3.75万亿，特别国债1万亿，计入政府性基金收入。如果按照历年的发行节奏来看，三季度利率债仍然有较大的供给压力。

**新增信贷是社融中占比最高的部分，2019年新增信贷占到新增社融的66%左右。**我们分别假设2020年二到四季度新增信贷同比增长5%~20%三种情况。**表外融资方面**，由于利率整体处于较低水平，债券融资增加或将挤出表外融资，预计表外融资同比下滑。**企业债券方面**，取每季度较上年同期多5000亿、与上年同期相同，较上年同期少2000亿三种情况。**权益融资方面**，股票净融资规模或将维持19年下半年左右水平。

预计年内社融增速维持高位，宽信用持续进行。对于接下来的债券市场，一方面，社融数据和经济增速回暖过程中，年内长端利率债再次回到前期低点的概率不高；另一方面，央行“创新直达实体经济的货币政策工具”的创设，宽信用传导至经济的效率可能进一步提升。债市短期可能“超跌反弹”，但是从基本面来看，利率中枢难以明显下行，纯债中期仍维持偏谨慎观点。

图 1：2020 年社融增速测算的不同情景假设

	相对乐观假设	相对中性假设	相对悲观假设
信贷	新增信贷同比增速 Q1:15%;Q2:40%; Q3:20%;Q4:10%	新增信贷同比增速 Q1:15%;Q2:40%; Q3:10%;Q4:5%	新增信贷同比增速 Q1:15%;Q2:40%; Q3:5%;Q4:5%
表外融资	下半年每季度同比多增1000亿	下半年与上年同期一致	下半年每季度同比少增1000亿
企业债券	下半年每季度同比多增3000亿	下半年每季度同比多增1000亿	下半年与上年同期一致
股票	下半年每季度净融资1136亿(19年三四季度均值水平)	下半年每季度净融资1136亿(19年三四季度均值水平)	下半年每季度净融资1136亿(19年三四季度均值水平)
政府债券	国债二三季度净融资各占到全年的三分之一。地方债前三季度发完(暂未计入特别国债)。	国债二三季度净融资各占到全年的三分之一。地方债前三季度发完(暂未计入特别国债)。	国债二三季度净融资各占到全年的三分之一。地方债前三季度发完(暂未计入特别国债)。
其他	取18-19年每季度均值水平		

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：不同情景假设下社融存量增速走势预测



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

如果非标超预期下行，或将影响我们对社融增速的判断。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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\\_4541](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4541)

