

证券研究报告

证券分析师

刘璐

投资咨询资格编号:S1060519060001

电话 010-56800337

邮箱 LIULU979@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

金融数据符合预期，需求进一步释放

事项：

6月10日，央行公布5月金融和社融数据：5月新增人民币贷款1.48万亿，同比多增3000亿元；新增人民币存款2.31万亿，同比多增1.09万亿；5月新增社融3.19万亿，同比多增1.48万亿，存量社融增速12.53%，同环比分别提高1.5和0.5个百分点；M2增速11.1%与4月持平，同比增长2.6个百分点；M1增速6.8%，同环比分别提高3.4和1.3个百分点。

平安观点：

■ 政府融资带动 5 月社融继续向好，需求进一步释放，信贷增速放缓

5 月金融数据同比继续向好，显示出当前政策仍处于“宽信用”阶段。5 月新增社融 3.19 万亿，较去年同期增长 1.48 万亿，较上月末增长 959 亿元。5 月新增社融主要由政府债券、人民币贷款以及未贴现银行承兑汇票所贡献。环比来看，除了政府债券融资较 4 月增长外，新增信贷、外币贷款、企业债券融资、信托贷款均较 4 月出现回落。5 月利率债，尤其是地方债供给规模创历史新高，净融资额 1.87 万亿。其中，地方政府债券净融资额 1.17 万亿，包含 9980 亿元新增地方政府专项债。

受收益率上行影响，企业债券融资和票据融资分别较 4 月回落 6044 亿元和 2324 亿元。防止资金空转套利的同时也对实体经济的融资产生了一定的副作用。当前企业利润增速尚未回正，经济仍处于“填坑”阶段，经济基本面情况是不支持债券融资成本持续上行的。

5 月，新增人民币贷款 1.48 万亿，同比增长 25.42%，增速较 4 月 66.67%的水平大幅回落。其中，居民贷款继续向好，疫情期间积累的对房、车的消费需求正在进一步释放。但从增速水平来看，居民贷款后劲不足。企业贷款方面，5 月规模 8459 亿元，连续两个月回落。随着复工复产的推进，大部分企业已经进入正常运营状态，对资金的需求逐渐减弱。

M1 增速与 M2 增速之差持续上行，从历史数据上看，M1 增速与 M2 增速之差上行均会伴随着投资增速的上行。结合近期高频数据来看，5 月投资增速将进一步好转。

财政存款大幅增长，创历史新高。6 月随着财政存款的下拨，市场流动性将会边际回暖。居民存款高于往年 5 月历史均值，居民储蓄需求增加，5 月社零数据剔除乘用车后改善空间有限。企业 4-5 月存款连续高增，大于往年同期，从侧面印证了实体经济融资过程中确实存在资金空转套利的现象。

■ 风险提示：

疫情扩散超出预期；政策方向发生重大转变；外需疲弱对经济的冲击超预期。

数据分析：

- **政府融资支撑社融数据增长, 全年利率债供给高峰已过:** 5月新增社融规模 3.19 万亿, 同比多增 1.48 万亿, 环比微增 959 亿元。存量社融增速 12.53%, 同环比分别提高 1.5 和 0.5 个百分点。同比来看, 5 月社融增速仍然保持在 2018 年下半年以来的历史高位。显示出当前政策仍处于“宽信用”阶段。但环比来看, 5 月除政府融资环比大幅回升外, 其余占比较大的分项: 新增人民币贷款, 企业债券融资, 较 4 月均出现回落。政府债券方面, 2020 年 4 月财政部再提前下达 1 万亿专项债, 并指导要求 5 月底发行完毕。因此, 5 月利率债净融资额 1.87 万亿。其中, 地方政府债券净融资额 1.17 万亿, 包含 9980 亿元新增地方政府专项债。

展望后市, 今年政府工作报告中提出专项债全年发行规模 3.75 万亿元 (去年为 2.15 万亿), 特别国债发行规模 1 万亿元。赤字率从 2.8% 到 3.6% 以上, 财政赤字规模较去年增加 1 万亿元至 3.76 万亿元 (包含一般地方预算赤字 0.98 万亿, 较 2018 年 0.93 亿元新增 500 亿元), 合计规模为 8.5 万亿元。五月末, 新增地方政府专项债已发行规模为 2.17 万亿元。新增地方政府一般债 0.56 万亿元, 国债净发行规模 0.54 亿元。后续仍有 5.23 万亿待发。假设发行速度前高后低, 6-7 月份完成整体发行量的 40%。则 6-7 月的发行规模为 2.09 万亿, 平均每月 1 万亿左右规模。明显低于 5 月 1.5 万亿的净融资规模, 因此全年地方债和国债的供给高峰已过。

- **资金价格抬升对企业债融资造成较大影响:** 5 月受利率债供给压力, 以及央行降息降准预期落空的影响, 债券二级市场出现大幅调整, 带动债券发行利率上行。5 月以来, 中票发行利率从 3.26% 上行至 3.94%, 短融发行利率从 1.85% 上行至 2.25%。受此影响, 5 月企业债券融资规模 2971 亿元, 较 4 月 9015 亿元的水平出现大幅回落。同样的, 5 月新增票据融资也较 4 月出现大幅回落, 5 月新增票据融资规模 1586 亿元, 较 4 月回落 2324 亿元。5 月以来, 结构化存款规模大幅增加, 引发央行对资金空转套利的关注。央行通过回收流动性的方式抬升市场资金利率, 增加套利的成本和难度。市场资金利率的上行, 以及市场对央行货币政策转向的悲观判断, 带动债券收益率上行, 影响了企业债券融资。我们认为当前债券发行利率上行是暂时的, 经济正处于弱复苏阶段中, 企业的融资成本依然要保持在低位。后续对资金空转套利的治理上, 央行可能会更多采取政策进行指导, 减少其副作用。

- **居民贷款增长后劲不足, 企业贷款继续回落:** 5 月新增人民币贷款 1.48 万亿, 同比增长 25.42%, 增速较 4 月 66.67% 的水平大幅回落。拆分来看, 居民贷款水平 7043 亿元较 4 月微增 374 亿元, 较去年同期增长 2402 亿元。结构上, 居民贷款仍主要以中长期为主。5 月, 我国乘用车销量 163.9 万辆, 同比增长 1.9%。实现 11 个月以来首次上涨。30 大中城市商品房成交面积同比增长 22.05%。随着国内进入疫情防控的常态化阶段, 疫情期间积累的汽车, 地产以及耐用品消费需求得到持续释放, 支持 5 月居民信贷持续向好。但从增速上看 5 月居民贷款增速 6.31%, 较 4 月 26.84% 的水平出现了大幅回落。随着疫情期间累积需求的释放完毕, 后续居民的贷款意愿还是取决于未来的收入水平和还款能力。当期失业率处于历史高位, 对未来收入预期的下降, 将会降低居民对耐用品的更替速度, 进而影响居民长期贷款的进一步上升。

企业贷款在 3 月创出 2.05 万亿的天量需求后, 连续两个月回落。5 月新增企业贷款较 4 月下降 1104 亿元。随着复工复产的推进, 大部分企业已经进入正常运营状态, 对资金的需求逐渐减弱。当前企业利润增速尚未转正, 对后续扩建扩产计划仍较为谨慎, 后续来看企业贷款维持高增的可能性很低。

- **M1 增速与 M2 增速之差上行:** 5 月末 M2 余额为 210.02 万亿, 增速同比增长 11.1%, 与 4 月持平, 维持 2018 年下半年以来的历史高位。M1 余额 58.11 万亿, 同比增长 6.8%, 增速同环比分别提高 3.4 和 1.3 个百分点, 显示实体经济活动改善。M0 余额 7.97 万亿, 同比增速 9.5%, 增速同比及环比变化幅度分别为 5.2 个百分点, -0.7 个百分点。

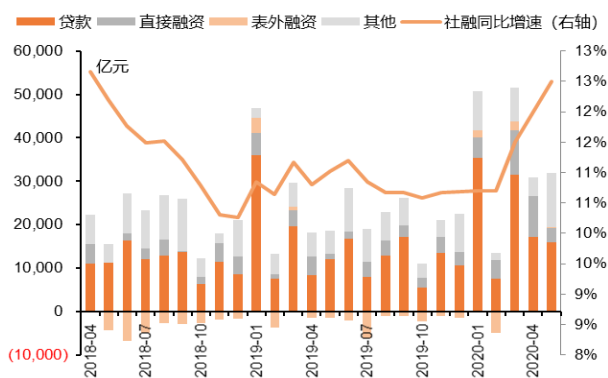
M1 增速与 M2 增速之差从 4 月的-5.6%进一步上行至-4.3%。从历史数据上看, M1 增速与 M2 增速之差上行时都会出现投资增速的上行。企业手中备有的活期存款增加, 说明其投资或者支付需求增加, 因此将会带动投资增速的上行。结合 5 月高频数据来看, 5 月挖掘机销量依然保持较好势头, 同比增长 68%。因此, 5 月投资增速有望进一步回升。近期监管部门对商业银行进行窗口指导, 要求结构性存款规模降至上年末的三分之二, 这或将带来后续 M2 增速的回落。

- **财政存款大幅增加带动 5 月人民币存款增长:** 5 月新增存款规模 2.3 万亿, 较 4 月大幅增长 1.04 万亿, 其中新增财政存款 1.31 万亿, 创下历史新高。6 月来看, 财政存款的划拨将会在很大程度上缓解当前资金面紧张的状态。5 月居民存款大幅回升至 4819 亿元, 而往年同期居民存款的均值为 2238 亿元, 今年 5 月并没出现“报复性”消费。受本次疫情影响, 居民储蓄的需求将会增加, 而服务业尚未完全恢复也在一定程度上限制了居民的消费空间。因此, 5 月社零数据回升幅度有限。

5 月, 企业新增存款 8054 亿元, 4 月新增 1.17 万亿, 均超季节性规律。2019 年 4 月到 5 月企业存款规模合计仅为-557 亿元。今年 4-5 月企业存款超季节性的大幅增加也从侧面回应了结构化存款高增的现象。企业融资过程中确实存在资金空转套利而未真正投向实体的现象。随着后续对结构化存款规模监管的铺开, 以及复工复产的推进, 企业存款增速将会出现下行。

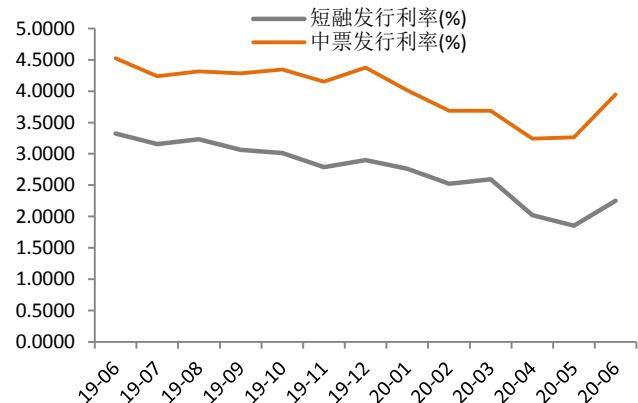
- **风险提示: 疫情扩散超出预期; 政策方向发生重大转变; 外需疲弱对经济的冲击超预期。**

图表1 5 月社融存量增速 12.5%



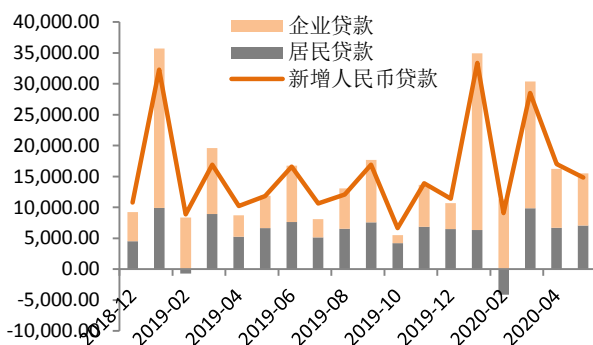
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 5 月中票、短融一级发行利率上行幅度明显



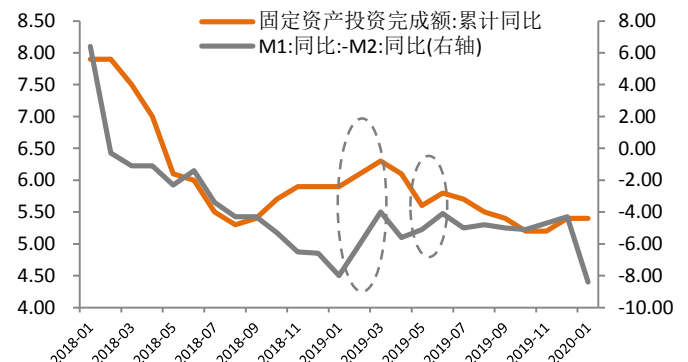
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 5 月居民和企业新增贷款增速较 4 月放缓



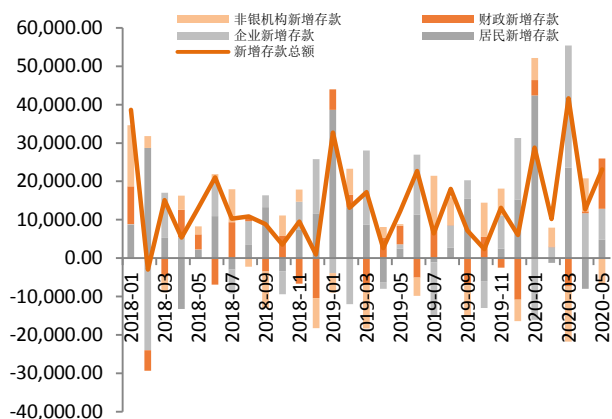
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 M1 增速与 M2 增速之差上行伴随投资增速上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 5月财政存款大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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_4558

