

社融分化，债市中期震荡短期修复

——5月金融数据点评

报告要点

5月份新增社融结构分化，政府债券多增而企业债券少增，短期贷款减少而中长期贷款稳定。虽然宽信用稳步推进，但经济内生融资需求总体稳定。在政府推动利率持续下行的背景下，债市总体震荡。短期债市超跌反弹，可择机博弈修复行情。

摘要：

事件：5月社会融资规模增量为3.19万亿元，预期2.83万亿元，前值3.09万亿元；M2同比增长11.1%，预期11.2%，前值11.1%。

点评：

1、5月份新增社融结构分化，政府债券环比多增8043亿元，企业债券环比少增6044亿元。5月份新增社会融资规模与4月份基本一致，但结构存在明显差异，政府债券多增但企业债券少增。为加快专项债发行使用，5月份专项债密集发行1万亿左右，导致政府债券新增11400亿元。由于5月份债券收益率明显回升，企业债券发行难度加大，融资利率的吸引力也下降，因此，新增企业债券较3、4月份分别高达9922、9015亿元的规模大幅缩小，降至2971亿元，回归到过去两年的月均水平。3月31号国常会表示要引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元。3-4月份企业信用债就比上年多增1万亿以上，因此下半年公司信用债只要保持正常水平的发债规模，就能实现政府目标，央行未必有动力压低债券收益率。当然，为了推动实体经济融资成本降低，债券收益率的持续上升也是不合意的。5月份新增人民币中长期贷款9967亿元，与4月份基本持平，但比过去两年5月份的规模高2000-3000亿元，反映金融对实体经济的支持力度仍然较大，但实体经济融资需求并未进一步扩张。5月份短期贷款环比减少2200亿元左右。随着疫情逐步消退，短期资金支持逐步退出，同时短端资金利率的回升也抑制了短期贷款资金需求。5月份社融存量同比增长12.5%，增速连续三个月提高，明显高于去年的水平，反映今年社融对实体经济的支持力度大于去年。但考虑到制造业投资恢复会滞后于经济和盈利修复，今年实体经济融资需求增长可能有限。同时，在“房住不炒”基调下，房贷增速也会低位稳定。5月份居民户中长期贷款同比就减少了0.3%。因此，我们认为社融的扩张对债市的抑制不会很大。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



金融衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
zhangge@citicsf.com
从业资格号 F3004355
投资咨询资格号 Z0010982

张菁
021-60812987
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询资格号 Z0013604

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

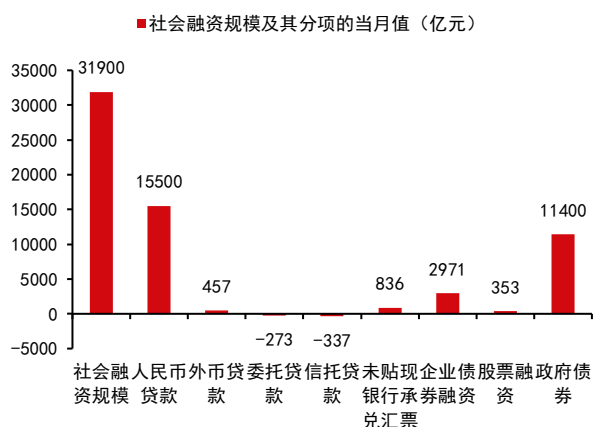
重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

2、5 月份 M2 增速为 11.1%，与前值和预期值基本一致。5 月份 M2 增速未能进一步抬升与央行货币政策保持定力有关。4 月中下旬之后，MLF 及 TMLF 均减量续作，资金有所回收。1 万亿专项债发行之后资金尚未开始运用，也抑制了货币供应的增长。今年政府工作目标是“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”。当前 M2 增速已经比去年高 2.5 个百分点，未来 M2 增速继续提高的空间可能不大。

3、债市策略：宽信用稳步推进，但经济内生融资需求总体稳定，政府以推动利率持续下行为目标，因此债市总体震荡。短期债市超跌反弹，可择机博弈修复行情。今年 3 月份以来社融的高增长与政府推动的信用投放有较大关系。虽然经济修复已经展开，但企业盈利的恢复和积累需要时间，制造业投资和相关融资需求难以持续扩张，近两个月新增中长期贷款较为稳定可以印证这一点。我们预计下半年经济内生融资需求可能总体稳定，宽信用对债市的抑制不会很大。同时，在“推动利率持续下行”的政府工作目标的引导下，整体利率水平也难有趋势性回升。因此我们认为中期看债市总体是震荡格局。短期来看，债市在大跌之后存在修复的空间，可择机博弈修复行情。

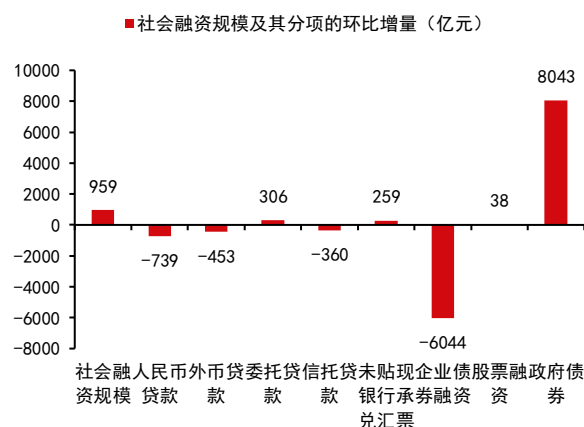
风险因子：1) 海外疫情迅速得到控制；2) 财政超大力度扩张

图表1：新增社会融资规模及其分项的当月值



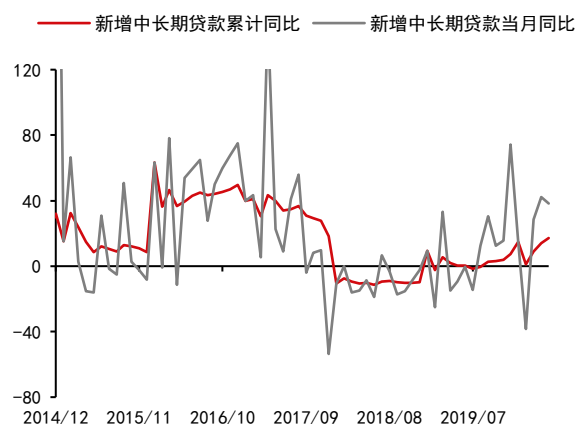
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表2：新增社会融资规模及其分项的环比增量



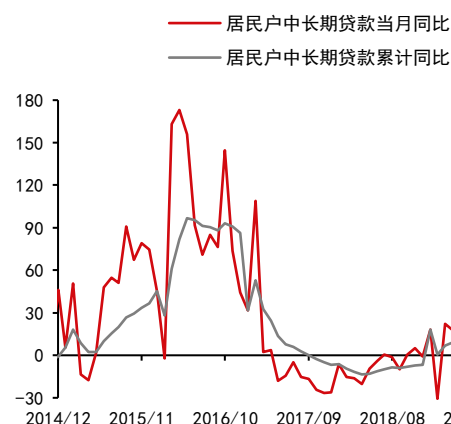
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表3：新增中长期贷款当月及累计同比增速



数据来源：Wind 中信期货研究部

图表4：居民户中长期贷款当月及累计同比增速



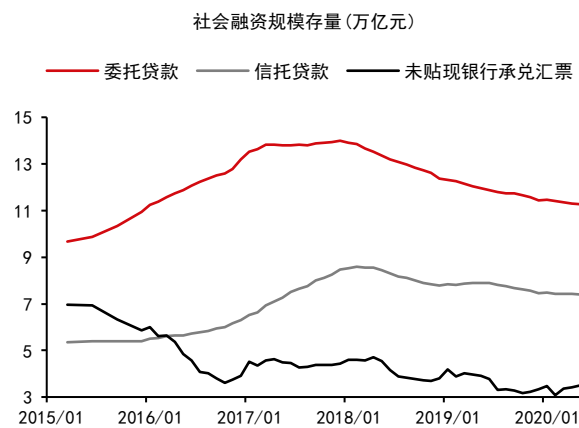
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表5：社会融资规模存量同比增速



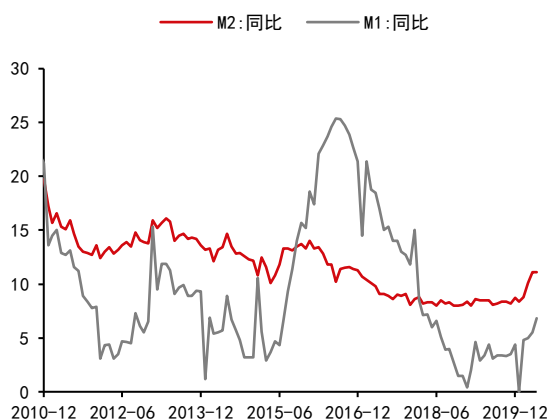
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表6：三大类表外融资的存量规模



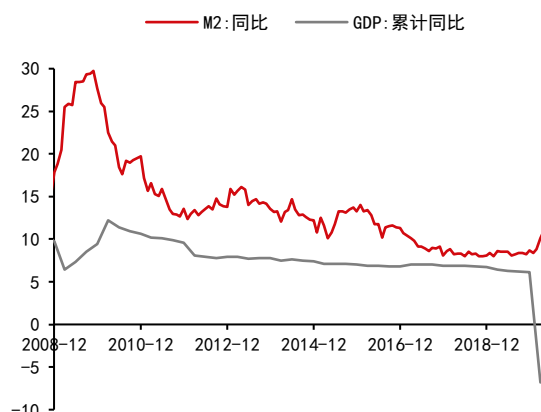
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表7：M2 及 M1 同比增速



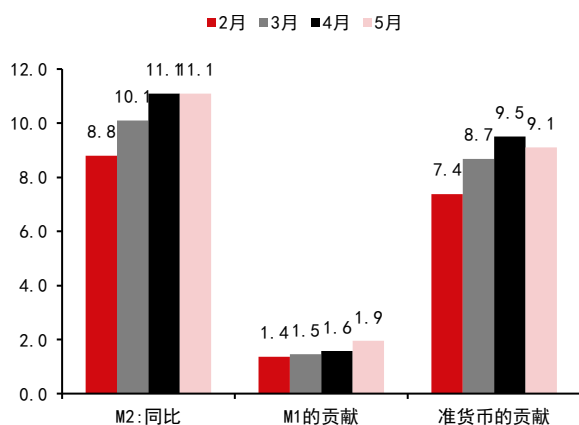
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表8：M2 同比与 GDP 累计同比



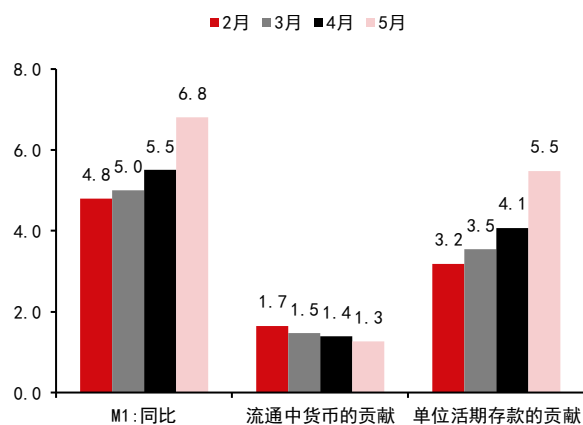
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表9：M2 同比分解分析



数据来源：Wind 中信期货研究部

图表10：M1 同比分解分析



数据来源：Wind 中信期货研究部

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_4583

