

5月金融数据点评

宽信用要靠金融渠道

5月金融数据继续超预期；M1同比增速加速上行；关注居民的大宗消费倾向和企业的现金偏好，可能拖累需求恢复速度。

- 5月新增社融3.19万亿元，其中新增人民币贷款1.55万亿元，新增政府债券1.14万亿元。
- 社融存量结构方面，5月与4月相比，政府债占比上升0.2个百分点，占比小幅下降的是人民币贷款和委托贷款；与去年同期相比，企业债占比上升0.6个百分点，政府债占比上升0.6个百分点，人民币贷款占比上升0.4个百分点。人民币贷款和政府债券的结构此消彼长，企业债占比稳定上升。
- 5月M2同比增长11.1%，M1同比增长6.8%，M0同比增长9.5%。M0的增速已经持续下行第三个月，下行幅度继续小幅加大，受此影响，5月M2同比增速持平，但M1增速在5月加速上行，意味着企业层面流动性边际继续改善。
- 5月新增存款2.31万亿元，其中新增居民存款4,819亿元，新增企业存款8,054亿元。5月新增贷款1.48万亿元，其中短贷及票据较去年同期增长889亿元，企业贷款较去年同期增长3,235亿元。
- **关注新增存贷款背后居民和企业行为的变化。**从5月存贷款数据来看，我们认为居民大宗消费的恢复或较为明显，因此拉动中长期贷款稳定增长，同时导致居民新增存款相对偏弱，企业方面则可能现金偏好有所上升，因此新增贷款可能短期转为企业新增存款。这意味着居民和企业的收入增长有一定压力，且风险偏好偏低，如果需求的恢复持续偏弱，则可能影响供给端的修复，拖累经济恢复。
- **从宽货币到宽信用，改变的是金融机构资产端的结构。**6月以来债券市场利率出现了一波显著上行，市场对于货币政策将持续维持较宽松的格局没有分歧，目前市场争论的焦点在于从宽货币到宽信用，对市场利率中枢的影响。我们认为2020年国内经济最重要的是“六保”，以“六保”为出发点，广泛的企业层面才是货币政策的重要落脚点，特别是对就业贡献巨大的民营和小微企业。因此金融机构未来或在货币政策的引导下更加注重扩张资产端的信贷资产，相较之下债券投资等金融资产的扩张速度相对走低。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)20328517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

新增社融继续超预期。5月新增社融3.19万亿元，较去年同期多增了1.48万亿元，较4月多增了959亿元，明显超出市场预期。5月国内复工复产进一步向好，经济活动活跃度上升，对资金的需求明显回暖，带动新增社融大幅回升。

表内融资和直接融资较去年同期明显上升。5月新增人民币贷款1.55万亿元，较去年同期增加了3,644亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，除了新增信托贷款下降，其他都有不同程度的上升，特别是政府债券同比多增7,543亿元，增幅最明显。5月新增表内融资1.6万亿元，新增直接融资3,324亿元，分别较去年同期上升了3,910亿元和2,032亿元，新增表外融资226亿元，较去年同期大幅多增1,677亿元，主要是汇票新增较多。关注5月新增的政府债券1.14万亿元，接下来可能会投入基建等领域，对经济的拉动效应可能开始显现。

图表 1. 新增社融构成和变化

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	31900	15,500.0	457.0	(273.0)	(337.0)	836.0	2,971.0	353.0	11,400.0
环比上月变动	959.0	(739.0)	(453.0)	306.0	(360.0)	259.0	(6,044.0)	38.0	8,043.0
同比去年同期	14,776.3	3,644.5	266.3	358.1	(285.1)	1,604.4	1,938.1	93.8	7,543.3
结构(%)		49.0	1.0	(1.0)	(1.0)	3.0	9.0	1.0	36.0
环比上月变动		(3.9)	(1.5)	1.0	(1.1)	0.8	(19.8)	0.1	24.9
同比去年同期		(20.6)	0.3	2.8	(0.8)	7.1	3.3	(0.4)	13.2

资料来源：万得，中银证券

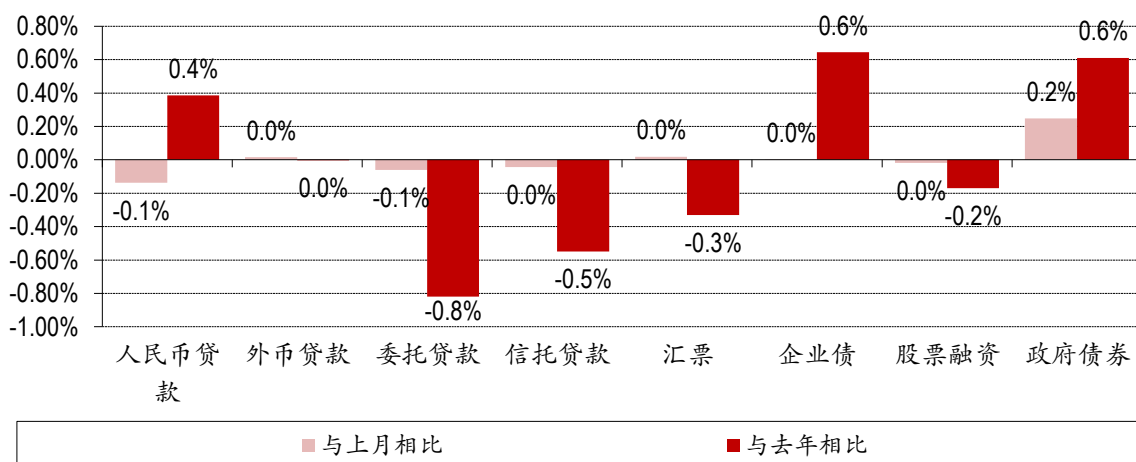
图表 2. 新增社融分类变化

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	15957	226	3324	12393
环比上月变动	(1192.0)	205.0	(6006.0)	7952.0
同比去年同期	3910.8	1677.4	2031.9	7156.2

资料来源：万得，中银证券

低利率推动企业债融资继续放量，为稳增长政府债券加大发行。从社融存量结构来看，2020年5月与4月相比，政府债占比上升0.2个百分点，占比小幅下降的是人民币贷款和委托贷款；与去年同期相比，企业债占比上升0.6个百分点，政府债占比上升0.6个百分点，人民币贷款占比上升0.4个百分点，表外融资中委托贷款占比下降0.8个百分点，信托贷款占比下降0.5个百分点，汇票占比下降0.3个百分点。从社融存量结构来看，人民币贷款和政府债券的结构此消彼长，企业债占比稳定上升，但6月债市收益率出现明显调整，预计届时人民币贷款占比将有所回升，企业债占比将有所下降。还需要关注的是政府债券包括专项债和特别国债，在未来一段时间内的发行可能对社融结构产生进一步影响。

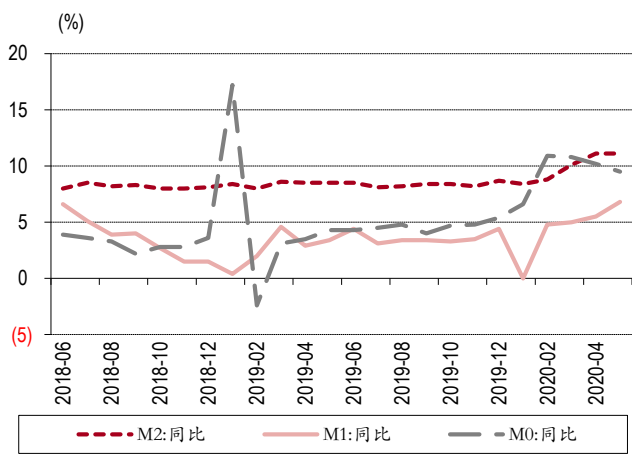
图表 3. 社融存量结构



资料来源：万得，中银证券

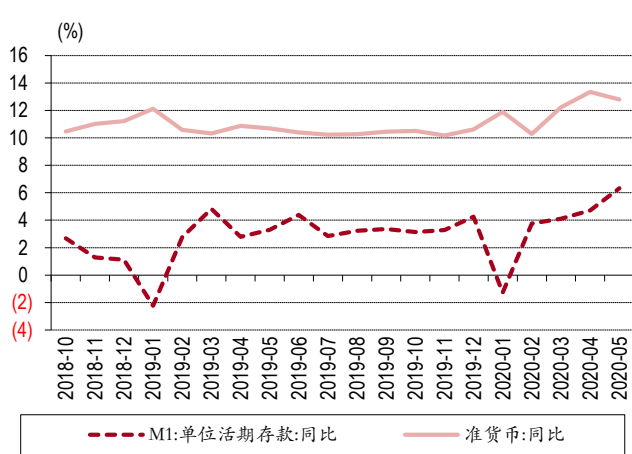
M0 增速继续下行，M1 增速显著上升。5月 M2 同比增长 11.1%，较 4 月持平，M1 同比增长 6.8%，较 4 月上升 1.3 个百分点，M0 同比增长 9.5%，较 4 月下降 0.7 个百分点。M0 的增速已经持续下行第三个月，下行幅度继续小幅加大，受此影响，5 月 M2 同比增速持平，但 M1 增速在 5 月加速上行，意味着企业层面流动性边际继续改善。5 月单位活期存款同比增长 6.33%，较 4 月上升 1.6 个百分点，准货币同比增长 12.79%，较 4 月下降 0.5 个百分点，企业流动性改善的同时，关注居民存款增速的下滑。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

5 月新增居民存款回升。5 月新增存款 2.31 万亿元，其中新增居民存款 4,819 亿元，新增企业存款 8,054 亿元。其中居民存款较去年同期上升 2,402 亿元，企业存款较去年同期上升了 6,873 亿元。居民新增存款在 5 月回正，但需要观察居民存款的变化趋势，在 4 月失业率处于较高水平的情况下，居民新增存款的趋势可能是波动上升的。另一方面企业存款增加，或是一定程度受到新增信贷的正面影响，但企业存款较去年同期上升较多，则需要警惕企业层面生产或扩张动力不足的问题。

居民中长期贷款依然强劲。5 月新增贷款 1.48 万亿元，较去年同期多增 3,000 亿元，其中短贷及票据较去年同期增长 889 亿元，企业贷款较去年同期增长 3,235 亿元。从贷款投向来看，中长贷增长依然强劲，居民贷款增长也较稳定，金融同业贷则明显下行。

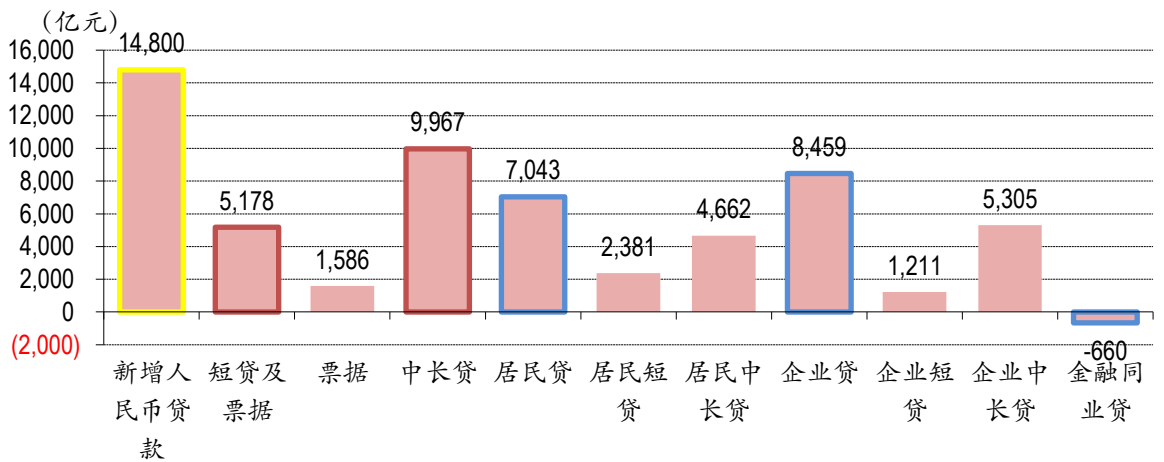
关注新增存贷款背后居民和企业行为的变化。从5月存贷款数据来看，我们认为居民大宗消费的恢复或较为明显，因此拉动中长期贷款稳定增长，同时导致居民新增存款相对偏弱，企业方面则可能现金偏好有所上升，因此新增贷款可能短期转为企业新增存款。这意味着居民和企业的收入增长有一定压力，且风险偏好偏低，如果需求的恢复持续偏弱，则可能影响供给端的修复，拖累经济恢复。

图表 6. 新增存贷款变化

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		23,100	4,819	8,054	13,100	(6,736)	3,863
	环比上月变动	10,400	12,815	(3,646)	12,571	(15,307)	3,967
	同比去年同期	10,900	2,402	6,873	8,251	(7,145)	519
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		14,800	5,178	9,967	7,043	8,459	(660)
	环比上月变动	(2,200)	(950)	31	374	(1,104)	(1,064)
	同比去年同期	3,000	889	2,766	418	3,235	(718)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

从宽货币到宽信用，改变的是金融机构资产端的结构。6月以来债券市场利率出现了一波显著上行，市场对于货币政策将持续维持较宽松的格局没有分歧，目前市场争论的焦点在于从宽货币到宽信用，对市场利率中枢的影响。我们认为2020年国内经济最重要的是“六保”，以“六保”为出发点，广泛的企业层面才是货币政策的重要落脚点，特别是对就业贡献巨大的民营和中小微企业。因此金融机构未来或在货币政策的引导下更加注重扩张资产端的信贷资产，相较之下债券投资等金融资产的扩张速度相对走低。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_4599

