

宏观点评

货币政策会转向吗？——兼评5月金融数据

事件：5月新增人民币贷款1.48万亿，预期1.4万亿，前值1.7万亿；新增社融3.19万亿，预期2.83万亿，前值3.09万亿；M2同比11.1%，预期11.2%，前值11.1%；M1同比6.8%，前值5.5%。

1、信贷：5月数据反映消费和投资需求继续修复，但仍需注意打击资金套利可能对后续信贷需求造成部分冲击。5月新增贷款1.48万亿，同比多增3000亿元，结构特征如下：1)居民短贷连续3个月同比多增，反映居民消费持续改善，特别是以汽车为主的耐用品消费改善。5月狭义乘用车销售同比回升至1.8%（此前三个月分别是-78.7%、-40.4%、-5.6%）。2)企业中长贷同比多增量高于以票据和企业短贷为主的短期融资。5月企业中长贷同比多增2781亿元，多于表内票据和企业短贷同比多增量之和的456亿元。原因上，与企业复工恢复、项目审批加速有关，再结合5月黑色、有色产业链价格改善，意味着基建、房地产投资等中长期融资需求显著回升。其实，纵向看，1-3月数据更多反映资金供给端的情况，4-5月更反应资金需求端。结构上，1-2月居民贷款同比少增，企业贷款同比多增，体现疫情抑制消费，但逆周期政策对企业现金流形成支撑的特点。3月之后居民贷款开始好转，居民短贷同比多增，反映消费的实际改善。企业贷款中，2-4月整体表现为票据+企业短贷衡量的短融资金同比多增量高于企业中长贷，主要反应疫情之下政策加码对企业短期现金流的支持，5月这一结构发生逆转。因此，贷款改善从企业扩大到居民，从企业短融扩大到企业中长期融资，总体反映了疫情暴发到疫情恢复之后资金从供给端向需求端主导的转变。但不可否认的是，今年以来部分低成本贷款投向结构性存款进行套利，并未形成有效投资，后续监管对套利行为的压制可能会一定程度上压制信贷需求。

2、社融：新口径存量增速连续7个月持平或上升，宽信用传导加强。结构上5月表内信贷、企业债券、政府债券发力，非标同比继续改善。5月社会融资规模新增3.19万亿，同比多增1.48万亿；存量增速升至12.5%。结构看，增加较多的分项有：一是人民币贷款新增1.55万亿，同比多增3645亿元，反映疫后资金从供给逻辑向需求逻辑的转变，消费和投资逐渐修复。二是企业债券继续同比多增。5月企业债券增加2971亿元，同比多增1948亿元，连续4个月新增规模高于去年同期，与债券市场利率走低、债券-存款利率走势背离引发套利、央行加大债券融资支持力度等有关。预计后续套利行为将受到更严格的监管，但小微民营企业债券融资仍将发挥重要作用。三是政府债券新增1.14万亿，同比多增7543亿元。5月政府债券多增与第三批提前下达1万亿专项债限额集中发行有关。两会提出专项债规模提至3.75万亿，截至5月底已完成全年新增额度的57%，如果按照去年9月底前发完的节奏，预计6-9月均新增接近4000亿元，叠加1万亿抗疫特别国债的发行，预计后续政府债券融资将继续对社融形成支撑。四是非标融资同比少减1677亿元，已连续3个月好于去年同期。需注意的是，3月以来我们持续提示货币政策向实体经济传导更通畅。除此前提到的长期流动性投放带来较高的乘数效应，企业贷款利率下降幅度超过同期MLF和LPR利率之外，我们测算可比口径社融存量同比增速¹自2019年初趋势性改善，2020年初以来提升幅度更为明显。

3、M1高增，M2增速持平前值，企业存款持续增加。5月M1同比回升1.3个百分点至6.8%；M2同比持平前值的11.1%。M2同比与贷款余额同比保持较高一致性，5月贷款余额同比回升0.1个百分点至13.2%，支持了存款的派生。M1回升较快可能与5月房地产销售显著改善有关，30大中城市商品房成交面积同比为-2%，此前三个月分别为-69%、-37%、-19%。5月居民存款、企业存款均同比多增，近期银保监会指导部分银行压降结构性存款，以打击资金空转，预计后续存款规模有所下降。

4、货币政策会转向吗？5月货币政策边际收紧，市场利率上行，引发市场担忧。我们认为，5月资金收紧是打击资金套利，压降银行间杠杆的短期行为，央行重心从宽货币向宽信用转变，但基于4.17政治局会议和政府工作报告，货币政策基调短期不会转向。6月1日央行推出直达实体经济的货币政策工具，旨在降低“漏水”风险，精准滴灌、支持实体。往后看，预计仍会降准降息，6月有望MLF和LPR降息，至年底降息空间在20BP-30BP，也有望再降准100BP左右。鉴于通胀缓解、银行净息差下降幅度有限等因素，三季度存款基准利率也有望调降。综合看，5月以来这轮利率上行，主导因素是央行行为的边际变化，尤其是市场对央行5月会进一步宽松的乐观预期落空；鉴于后续央行大概率会降准降息，短期内利率有望再度迎来下行窗口。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济恢复不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

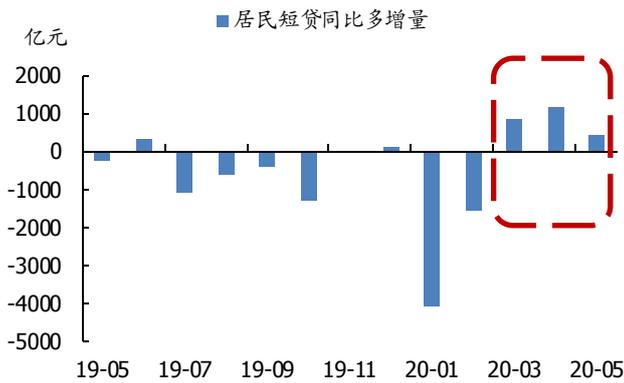
相关研究

- 1、《修复与背离—5月PMI的4大信号》2020-05-31
- 2、《务实，不折腾——<2020年政府工作报告>9信号》2020-05-22
- 3、《4月信贷社融超预期的背后》2020-05-11
- 4、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2020-05-10
- 5、《三重博弈来临—五一宏观8大看点》2020-05-05
- 6、《不寻常的信号——逐句解读4.17政治局会议》2020-04-17
- 7、《一季度社融创历史天量，提示3大问题》2020-04-12
- 8、《宏观专题：存款基准利率会降吗？》2020-03-25

¹ 鉴于数据可得性因素，这里可比口径用人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债、股票融资之和。

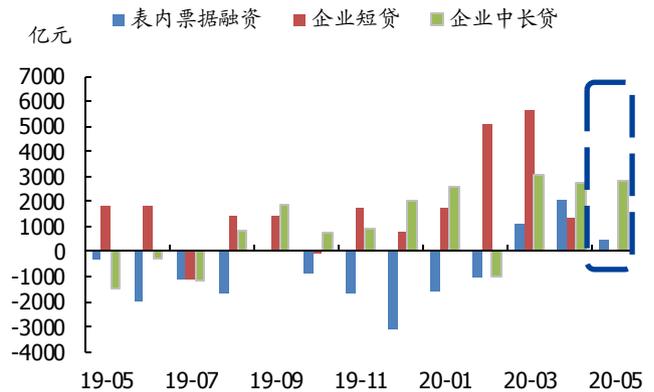


图表 1: 居民短贷连续 3 个月同比多增



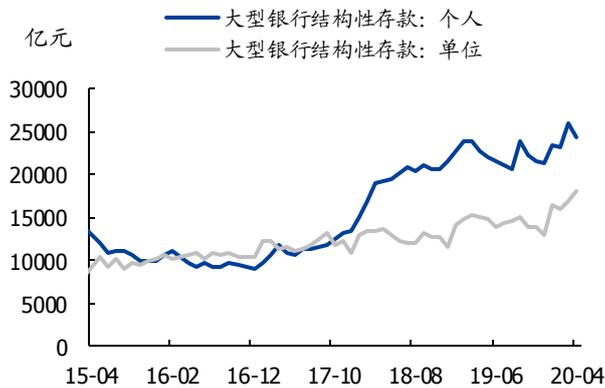
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 5 月企业中长贷同比多增量高于票据、短贷之和



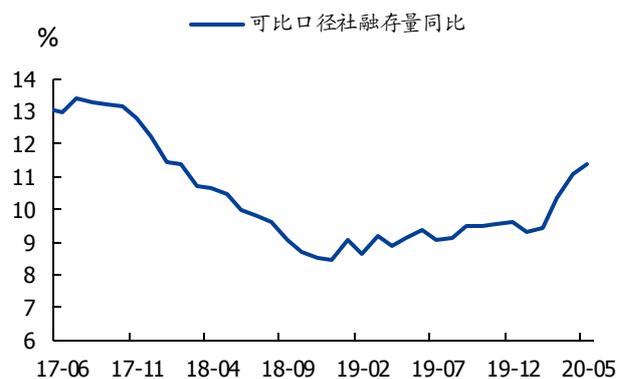
资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 数据为信贷新增量的同比多增

图表 3: 2020 年初以来大型银行结构性存款规模大幅攀升



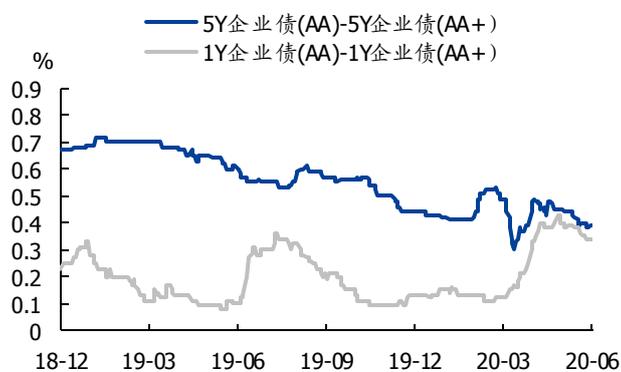
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2020 年以来可比口径社融存量增速大幅回升



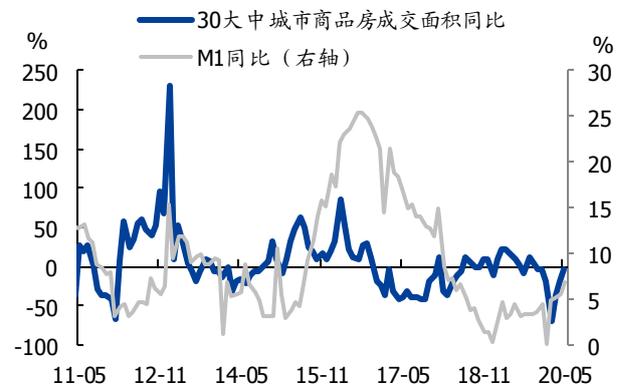
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 5 月以来企业债信用利差持续收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: M1 同比大幅提升可能与商品房销售增速改善有关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_4601

