

# 数据平稳，不温不火，需重视流动性“冷热不均”

## ——2019年5月金融数据点评

行业简报

### 买入（维持）

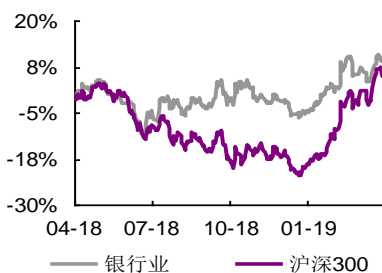
#### 分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)  
010-58452066  
[wangyf@ebscn.com](mailto:wangyf@ebscn.com)

#### 联系人

周鸿运  
021-52523659  
[zhouhongyun@ebscn.com](mailto:zhouhongyun@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 事件：

6月12日，央行公布2019年5月金融数据，数据显示M1、M2同比增速为3.4%、8.5%，5月信贷增长1.18万亿，社融新增1.4万亿，新增信贷略低于市场预期。

#### ◆ 金融数据总体平稳，企业贷款增长一般，零售贷款韧性较强

5月份新增人民币贷款1.18万亿，同比多增300亿。在新增贷款中，居民贷款增加6625亿，同比多增482亿；其中居民短期贷款增长1948亿，居民中长期贷款增加4677亿，同比多增754亿。企业贷款方面，企业贷款增加5224亿，同比少增31亿；其中企业短贷增加1209亿、票据融资增加1132亿，短贷和票据贴现较去年同期分别多增1794亿和少增315亿；企业中长期贷款增加2524亿，较去年同期少增1507亿。非银信贷方面，5月份非银信贷增加58亿。

#### ◆ M1略有回升，M2增速稳定在8.5%

货币方面，5月份广义货币M2增速为8.5%，与上月持平；M1增速小幅回升至3.5%，环比上升0.5个百分点；M0同比增长4.3%。货币增速大体保持平稳。

#### ◆ 存款增长有所放缓

5月份新增人民币存款1.22万亿，同比少增800亿。其中，居民端存款增加2417亿；企业端存款增加1181亿，企业存款同比增长较好，对M1增长形成上拉；财政存款增加4849亿；非银机构存款增加409亿，非银体系融入融出均出现萎缩。

#### ◆ 社融增速略有反弹，低基数效应显著

5月份社会融资新增1.4万亿，同比增速达到10.6%，较上月增速上升0.2个百分点。分项看，人民币贷款占比84%，表外票据承兑小幅萎缩，影子银行（委托+信托）虽然仍有收缩，但同比明显好于去年“资管新规”实施初期的影响。5月份企业信用债券由于“补财报”影响而发行量下降，地方政府债券发行不快，ABS、核销等累计增加1400亿。

点评:

## 1、季节性效应消退，新增信贷投放“不温不火”，有效融资需求仍显不足

5月新增人民币贷款较4月多增1600亿至1.18万亿元，较去年同期基本持平。相比4月份而言，4月新增信贷明显回落是受一季度末冲击影响较大，而5月份信贷投放表现“不温不火”，并未出现明显的季节性回升。

5月份信贷数据反映出，实体经济有效信贷需求仍显不足。经济统计数据显示出一些压力信号：1) 5月PMI录得49.4，再度降至荣枯线下方，且这是PMI自2013年以来首次在5月份出现下行。其中，新订单指数下行幅度最大，由51.4降至49.8。2) 6大发电集团日均耗煤量5月均值为58.53万吨，环比回落5.2万吨，同比增速更是下降18.9%，创2018年10月以来新低。3) 根据乘联会数据显示，5月乘用车厂家批发销量再度进入负增长区间。

与之对应，5月份对公贷款信贷反映出以下特点：1) 对公中长期贷款新增2524亿元，较4月小幅回落300亿元，但不及去年同期投放。剔除季节性效应，5月份中长期项目类信贷增长较为一般，私营部门投资意愿不足。日前，六部委发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》有助于推动未来重大基建项目启动，由此带动银行信贷配套资金提供，进而稳定经济投资数据。2) 对公短期信贷也主要是受季节性效用贡献，带动短期贷款新增1209亿元，由此推动M1数据回暖。企业短期贷款与票据融资增加，反映更多企业通过短期资金融资解决流动性资金需要，而非资本开支需求。我们预计5月对公信贷投放依然延续了“月末冲高”的特点。

## 2、零售信贷风雨不动安如山

5月零售贷款增长保持较好增长态势。其中，消费金融、信用卡等场景化短贷受端午节假日因素影响，以及对于普惠小微领域信贷支持增加，推动零售端贷新增近2000亿元，较4月多增900亿元。住房按揭贷款需求异常平稳，5月份新增4677亿元，环比、同比均实现多增。未来，我们建议关注房地产信贷可能出现的新变化。具体而言：(1) 根据中指研究院公布的数据，5月份百城住宅均价环比上涨0.24%，涨幅略有回落；5月楼市整体稳中有落，重点18城销售额录得环比-3.2%小幅回落。(2) 另据《21世纪经济报道》提及“监管部门将收紧部分房企公开市场融资，包括债券及ABS产品。”(3) 《23号文》要求检查房地产融资状况，主要涉及“个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。”受以上事件影响，我们预计一季度为房地产融资环境最宽松的时期，后续房地产领域融资可能小幅回落，但预估按揭贷款相比开发贷款更为稳定。

### 3、流动性总体平稳，但结构性不平衡值得警惕

5月分M2同比增长8.5%，较4月持平。对比来看，4月M2在绝对规模下降4741亿元的情况下，依然保持了8.5%的同比增速，而5月M2绝对规模增长6529亿元，增速与4月相当，一定程度上与5月基数效应抬高有关。从影响M2变化的主要因素看，5月央行通过OMO、MLF实现资金净投放5740亿元，新增贷款1.18万亿元，两者合计约1.7万亿元。5月是企业所得税年度缴税期，财政存款和外汇占款对M2形成拖累。

5月份社会融资规模新增1.4万亿元，较4月小幅多增400亿元，但较去年同期多增近7000亿元，主要是基数效应影响，去年二季度受“资管新规”影响表外融资出现明显下跌。存量规模同比增速为10.6%，年初以来总体保持平稳增长态势。从结构上看，表内融资基本保持稳定，表外融资合计新增-1453亿元，其中未贴现票据新增-770亿元。预估主要是受包商银行事件影响，市场风险偏好显著下降，二级市场票据流转大幅减量，使得部分中小银行票据业务受到较大冲击，小微企业和个体工商户开票需求减弱。

**未来流动性结构性不平衡问题值得警惕。**在总量货币金融数据趋稳的同时，银行体系流动性管理压力开始增加，银行之间、银行与非银之间的流动性不均衡矛盾比较突出。受包商银行事件影响，短期流动性影响与中期结构性影响共存。银行机构对非银机构融入融出减少，5月份基本无增长，受金融机构信用风险体系重建影响，市场对于弱资质主体风险偏好下行，目前大中小型金融机构流动性“冷热不均”、市场流动性呈现一定“冻结”迹象，部分中小机构、非银机构信用类融资压力出现，低等级信用券作为质押品效力减弱，如果出现违约事件，可能具有一定传染性。第二，银行体系流动性管理压力增加，从银行体系的运行情况看，1-4月份存贷款增长较好，增量存贷比趋于下降，LCR等流动性管理指标压力不大。但随着时间推逝，信贷增速与货币增速差会累积流动性管理压力，特别是在“假”结构性存款受挤压、智慧存款被叫停的背景下，金融体系流动性不平衡可能再度出现，中小银行一般性存款增存稳存困难。临近6月末，银行体系LCR、NSFR等流动性管理指标将逐步承压，面临的调整流动性指标的压力，对于长期资金、稳定资金需求大增，流动性结构性分层导致部分中小机构、非银体系流动性压力偏大，后续需要对冲手段予以缓解。对中小银行和非银机构来说，除短期面临流动性接续问题外，更长期的看可能面临资产负债结构的深度调整。

### 4、存贷比压力下降，未来信贷投放可能出现结构性差异

目前银行体系存贷比压力不大，未来信贷投放也可能出现结构性偏差。一方面，今年以来，随着存贷板块资金净入款量的增加，银行体系流动性较为宽松，日均备付金水平持续高位运行。在低资金利率环境下，机构加杠杆行为有所升温，一度出现了质押票据融入隔夜资金开展转贴现业务进行套利的现象，银行间市场资金有所淤积。另一方面，在市场流动性较为充裕和资金利率持续低位运行情况下，1-4月新发生对公贷款利率较去年同期明显回落，对公信贷资产收益率难以满足银行NIM增长需求，零售贷款投放自4月开始明显加速，并通过发行存单部分替代高息结构性存款方式改善负债成本，巩固NIM平稳增长。未来，针对以上两种情况，在包商事件影响下，我

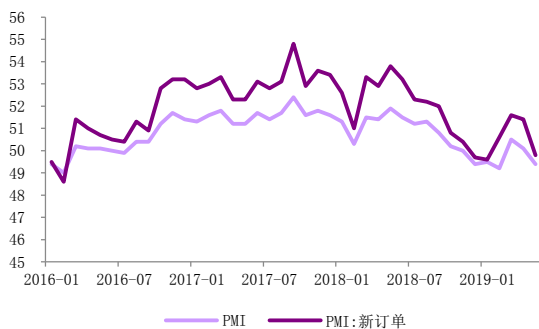
们认为受中期结构调整影响，部分中小机构的“降杠杆”行为将约束信贷，这会导致在有效信贷需求不足的情况下，资金供给主体向上迁徙，大中型银行承担更多信贷任务，由此产生信贷投放的结构性差异，即在总量稳定的情况下，大中型主要银行信贷投放占比提升。

表 1：5 月份新增信贷规模与结构(亿元)

单位: 亿元	当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减
新增人民币贷款	11800	300	短期贷款及票据	4289	1207	中长期贷款	7201	-753			
-居民	6625	482	居民短期	1948	-272	居民中长期	4677	754			
-企业	5224	-31	企业短期	1209	1794	企业中长期	2524	-1507	票据融资	1132	-315
-非银金融机构	58	-84									

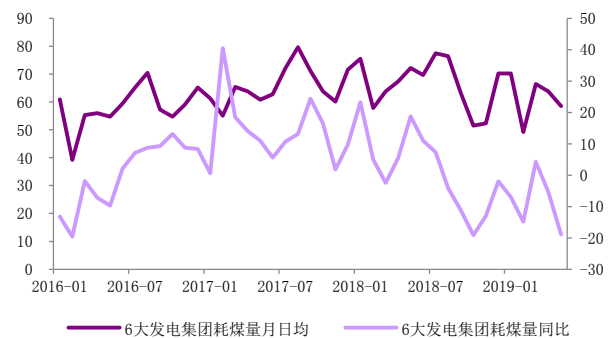
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 1：中采 PMI 指数走势 (2019-5)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 2：截至 2019 年 5 月 6 日大发电集团耗煤量 (单位: 左轴万吨 / 右轴%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 2：5 月份新增存款规模与结构 (亿元)

单位: 亿元	当月新增	同比增减	环比增减
新增人民币存款	12200	-800	9594
居民	2417	251	8665
企业	1181	1042	2919
财政存款	4849	987	-498
非银金融机构	409	-1735	-2376

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 3：5 月份货币增长情况 (%)

%	同比增速	较去年同期变动	上月增速
M2	8.5	0.2	8.5
M1	3.4	-2.6	2.9
M0	4.3	0.7	3.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 4：5 月份社融总量与结构（亿元）

单位：亿元	当月新增社融	新增社融环比变动	新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	14000	408	4482
人民币贷款	11900	3167	504
外币贷款	191	521	419
委托贷款	-631	568	939
信托贷款	-52	-181	852
未贴现票据	-770	-413	971
企业债券融资	476	-3098	858
非金融企业股票融资	259	-3	-179
地方政府专项债券	1251	-428	239

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、风险提示

经济出现大幅度收缩，银行资产质量问题加大



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼