

行业研究

信贷好与社融弱背后的秘密

——2021年5月份金融数据点评

银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

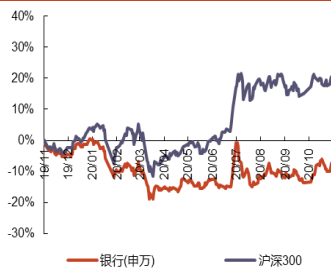
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：

2021年6月10日，央行公布了5月份的金融统计数据：

- (1) M2 同比增长 8.3%，增速较 4 月回升 0.2 个百分点；
- (2) M1 同比增长 6.1%，增速较 4 月回落 0.1 个百分点；
- (3) 新增人民币贷款 1.5 万亿，同比多增 200 亿；
- (4) 社会融资规模新增 1.92 万亿，同比少增 1.27 万亿，社融增速回落至 11%。

点评：

一、5月份新增贷款规模符合市场预期，对公中长期贷款保持高景气度，短期贷款持续收缩

2021年5月新增信贷1.5万亿，与去年同期相比基本持平，符合市场预期。

总量方面，5月份信贷投放剔除季节性因素后（4月份同比下降2300亿），较4月份略有恢复，但机构分化有所加大，表现为头部银行和苏浙沪地区银行信贷投放景气度较高。

节奏方面，今年一季度，金融机构整体信贷投放景气度较高，其中大型银行和全国性股份制银行受央行狭义信贷额度管控较为严格，中小行则相对偏松，银行月内信贷投放呈现“鼓肚子”特征。4-5月份信贷规模管控有所减弱，部分银行项目储备不足，加之政府债券供给滞后使得银行配套资金吸纳受到约束，对公信贷投放月在呈现“月初回落、月末冲量”特征。

从信贷结构看，5月份信贷投放主要呈现如下特点：

一是对公短贷增长不佳，中长期贷款保持较高景气度。5月份新增对公短贷-644亿，同比多减1855亿，增长依然较弱。且对公短贷+票据融资+未贴现票据合计新增规模-32亿，较去年同期回落3665亿，这一定程度上与去年疫情期间套利虚增的短期信用退出有关，今年以来对公短贷同比持续回落。对公中长期贷款依然保持较高景气度，5月份新增6528亿，同比多增1223亿，占全部新增贷款比重为43.5%，较去年同期提升7.6个百分点，显示出企业资本开支类支出景气度依然较高，这也与5月份PMI录得51%相呼应。后续随着政府债券供给的逐步恢复，银行对于政府和准政府类的信贷项目储备也将进一步充实，配套资金的吸纳将助力对公中长期贷款景气度维持高位。

二是零售贷款增长稳定，经营贷或连续承压。5月份居民中长期贷款新增4426亿，同比少增236亿，占全部新增贷款比重为29.5%，较去年同期基本持平，住房按揭贷款韧性较强。居民短贷新增1806亿，同比少增575亿，但1-5月份累计新增8000亿，同比多增3838亿，即居民短贷增长整体向好。特别是考虑到去年受疫情影响，2020年1-2月份居民短贷录得-5653亿，自3月份开始恢复。今年4-5月份居民短贷同比少增主要是受到去年疫情缓解后的高基数效应影响。具体栏目方面，估计消费贷和信用卡表现稳定，但个人经营贷可能较明显受到防止经营贷流入房地产市场的政策影响而表现出增速回落。

三是票据融资维持正增长，供需缺口助力票据利率持续下行。票据融资新增1538亿，同比基本持平，延续了4月份以来的正增长态势。5月份中上旬以来，国股银票转贴利率即处于下行通道，票据贴现承兑比为64.9%，较4月末提升2.53个百分点，依然处于较高水平。这显示出，5月份银行票据供需缺口依然存在，未贴现承兑下降存量票源持续消耗，造成了票据利率下行。

表 1: 2021 年 5 月份新增信贷规模与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增贷款	15000	300	200
票据融资	1538	-1173	-48
居民短贷	1806	1441	-575
居民中长期贷款	4426	-492	-236
非金融企业短贷	-644	1503	-1855
非金融企业中长期贷款	6528	-77	1223
非银贷款	624	-908	1284

资料来源: Wind, 光大证券研究所

二、社融已现结构性收缩，信用债与非标融资持续负增长

5月份新增社融1.92万亿，同比少增1.27万亿，略低于市场预期(2.1-2.2万亿)。社融存量同比增速为11%，较4月份回落0.7个百分点。从结构上看：

(1) 企业债融资持续受到挤压。4月份企业债净融资同比少增5728亿，与去年疫情期间信用债增长较快及其形成的资金套利有关。而去年广谱利率自5月份开始已进入上行通道，2020年5月企业债净融资规模为2879亿，较3-4月份9000-10000亿水平已有明显下滑。可以看到，即便在高基数效应逐步褪去的情况下，今年5月份企业债发行情况依然疲软，净融资规模为-1336亿，同比少增4215亿。从结构上看，“公司债+中票”合计同比少增2823亿，而CP/SCP同比基本持平。这表明，5月份企业债净融资额表现不佳，既有去年套利虚增部分退出所致，也与弱资质信用主体的信用债发行较为疲软有关。

(2) 非标融资延续压降态势。委托+信托贷款新增-1703亿，同比多减1093亿，显示出非标压降仍在延续。今年以来，一方面监管部门明确要求融资类信托持续压降，对非标融资从严控制，规范资产管理计划类非标，压降同业投资；另一方面，影子银行信用风险加大，导致投资主体信用风险偏好下降，带来了以非标融资为代表的资产延续压降态势。

表 2: 2021 年 5 月份社融总量与结构 (亿元)

	当月新增	环比变动	同比变动
新增社会融资规模	19200	693	-12666
人民币贷款	14300	1460	-1202
外币贷款	7	279	-450
委托贷款	-408	-195	-135
信托贷款	-1295	33	-958
未贴现票据	-926	1226	-1762
企业债券融资	-1336	-4845	-4215
非金融企业股票融资	717	-97	364
政府债券融资	6701	2962	-4661

资料来源: Wind, 光大证券研究所

(3) 政府债券发行节奏依然偏慢。5月份政府债券净融资规模为6701亿，同比少增4661亿，今年1-5月份供给节奏明显偏慢，主要与发改委对于政府债券审批的精细化管理程度提升有关。过去5年，政府债券实际净融资规模占全年额度的比重大体维持在95%水平，总体使用比例较高。考虑到有今年宏观经济托底、宏观杠杆率需维持基本稳定，以及监管部门审批的趋严，政府部门加杠杆需求并不大，政府债券额度的使用比例可能略低于往年。若按照85%的比例进行测算，6-12月份政府债券净融资规模可能在4.33万亿水平，其中供给压力较大的月份为6、7、8三个月，分别为0.74、0.78和1万亿，同比基本持平，但较1-5月份明显加大。

值得注意的是，当前社融已现结构性收缩迹象，数据显示：去年四季度以来，实体经济通过信贷渠道融资，对通过企业债的直接融资、非标融资形成替代效应。截至5月末表内信贷占社融的比重为61.15%，较2020年10月提升约1.1个百分点，而企业债和非标占比分别为9.48%和5.61%，较2020年10月分别下滑0.3和0.81个百分点。

这反映出：一方面，影子银行仍处于压降通道，而弱资质主体和高风险地区企业债融资力度减弱，以及政府债券发行的滞后，使得社融增速或将继续承压下行，信用体系面临收缩压力。另一方面，为托底实体经济融资需求，央行也适当放松了狭义信贷额度的管控，通过表内信贷的多增来补位社融缺口，特别是信贷投放南北分化加大的情况下，需要区域信用投放的再平衡，从而稳定社融增长。**未来看，如果社融增长持续承压，带来明显的信用环境偏紧，则可能有必要调增贷款额度，出现“表外不够、表内凑”的结构性调整。**

三、M2 同比增速小幅改善，一般存款与同业负债“跷跷板效应”仍在延续

5月份M2同比增长8.3%，较4月份提升0.2个百分点。从信用派生渠道来看，助力M2回升的主要原因，除信贷投放略有恢复外，也与财政存款同比趋于改善有关。5月份为2021年所得税的汇算清缴月份，当月财政存款新增9257亿，但同比少增3843亿，这可能与去年疫情对企业经营和居民收入造成一定冲击，使得今年所得税的汇算清缴规模同比减弱。

表3：2021年5月份存款增长情况（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
存款	25600	32852	2500
居民存款	1072	16772	-3747
企业存款	-1240	2316	-9294
财政存款	9257	3480	-3843
非银存款	7830	2562	14566

资料来源：Wind，光大证券研究所

从存款增长情况看，5月份新增存款2.56万亿，同比多增2500亿，但存款结构仍在恶化，一般存款与同业负债的“跷跷板效应”依然较为明显，数据显示：

5月份对公+零售存款合计新增168亿，同比多减1.3万亿，增长依然疲软。但非银存款持续高增，5月份非银存款新增7830亿，同比多增1.46万亿，显示出银行一般存款大量向非银体系流失，负债结构趋于恶化，负债稳定性下降，而非银机构流动性则较为充裕。这反映出：

(1) 高基数效应的褪去，叠加今年企业债和非标融资持续萎缩影响了一般存款增长。可以看到，21年1-5月对公存款新增-2222亿，同比多减4.06万，但较2019年1-5月份仅同比多减4993亿。造成这种现象的原因，主要与去年疫情期间，在较为宽松的流动性环境下，广谱利率处于较低水平，企业通过发行SCP、中票等工具并将资金购买银行结构性存款以及各类高收益的定期类产品，进而推高了对公存款基数。因此，随着这部分虚增套利产品的逐步压降，今年的对公存款增长也出现了大幅下挫。然而，相较于2019年1-5月份，同比依然处于减弱态势，即我们推测，除高基数效应外，企业债与非标融资的持续萎缩，也在一定程度上影响了一般存款的派生能力。

(2) 银行下半年流动性压力或边际加大。今年1-5月份，受一般存款增长乏力影响，银行流动性监管指标出现一定程度下滑，NCD净融资规模高达1.4万亿。对于后续情况，一般存款与同业负债的“跷跷板”效应料将持续，但在2021年同业存单备案额度约束下，考虑到6-12月份NCD到期量8.16万亿，以此测算NCD净融资上限约1万亿，较1-5月下降4000亿，即后续NCD供给会边际减弱，这或将使得下半年银行流动性压力边际加大。

四、6月份信贷、社融数据展望

总体来看，5月份信贷数据表现基本符合市场预期，但社融增速延续回落态势，出现结构性收缩迹象。对于下一阶段信贷和社融，我们判断：

(1) 对于5月份信贷情况，经过一季度的信贷高增，部分银行项目储备出现较大消耗，加之前期套利虚增的短贷退出，使得4-5月份信贷已有收敛趋势。但后续随着政府债券供给的恢复，优质项目储备有望得到缓解，银行配套资金吸纳仍有支撑，将助力对公中长期贷款持续向好。同时，后续若社融增速进一步出现下滑，影子银行体系持续收缩，央行或将进一步放松表内狭义额度管控以承接表外和信用债融资的萎缩。基于此，我们**预计6月份新增信贷较去年同期基本持平，初步预估新增规模维持在1.8-1.9万亿水平。**

(2) 对于6月份社融情况，我们认为增速或进一步回落。拆分细项看：a) 新增贷款较去年同期基本持平；b) 去年5月份广谱利率已进入上行通道，高基数效应逐步褪去，但信用债发行景气度依然较弱，预计今年6月份净融资维持在500-1000亿；c) 非标融资延续压降态势，预计负增长1500亿；d) 5月份政府债券净融资规模预计在7000-8000亿左右。(e) 6月份贷款核销、ABS会季节性走高，预计规模在3000亿左右，**预计今年6月份新增社融规模维持在2.8-2.9万亿左右，增速为10.7%左右，环比继续回落。全年来看，去年社融的高基数效应在三季度将出现见顶，且今年政府债券集中发行时点有望落在三季度，即今年社融增速或在三季度有触底企稳态势。**

风险提示

信贷资源的区域分化进一步加大，区域性信用风险加剧。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE