

新一轮稳增长政策正在路上

——5月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

社融低于预期，信贷同比偏弱。5月社融新增规模低于市场预期，环比小幅改善，但在去年高基数下同比明显少增，结构上来看企业及政府债券融资、企业短期及票据融资是主要拖累分项。居民信贷由负转正但依旧偏弱，表明消费及地产仍未形成明显融资需求。整体来看，社融及信贷数据不及预期的背后依然是目前需求不足、复苏动能走弱的问题。具体而言，5月社融及信贷数据呈以下特点：**第一，企业发债继续走弱，政府发债有所回落。**本月企业发债表现为净偿还。或受季节性回落、部分债券发行要求趋严以及企业信贷融资替代效应的影响。政府发债相比去年同期少增。而从发债进度上来看，今年新增专项债发行进度同样不及去年。**第二，新增表外融资支撑减弱。**5月份新增委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票合计同比依旧正增，但同比多增规模明显回落，其中未贴现银行承兑汇票本月持续负增长。**第三，新增信贷不及预期，居民部门表现依旧偏弱。**5月份新增人民币贷款同样低于市场预期。从结构上来看，中长贷表现依旧好于短期贷款，居民部门新增信贷规模环比有所改善，但消费及房屋购置方面均未出现明显修复，故居民信贷表现仍相对较弱，改善幅度有限。此外本月信贷与市场一致预计的偏离或部分源自企业短期融资规模的不及预期，两者同比明显少增。尤其是票据融资，其环比也有所走弱。结合社融数据中新增未贴现银行承兑汇票的偏弱表现，本月企业（尤其是中小企业）以票据补充短期流动性的需求有所削减。

居民存款转为正增，M2同比不及预期。5月M2同比录得11.6%的同比增速，相比上月继续收窄0.8个百分点，回落幅度超出市场预期。存款方面，除非银行业金融机构外，其余三类存款新增规模同比均为少增。环比来看，新增存款变动较为明显的为居民部门及政府部门，前者由负转正，后者则环比少增。M1同比增长4.7%，增速同样有所回落，较前值下降0.6个百分点，**资金活化程度略有改善**，M1-M2增速差小幅收敛0.2个百分点至-6.9%。不过两者同比增速差值的绝对水平依旧较大，表明**宽货币向实体经济传导阻滞的情况依旧存在，市场主体信心还待恢复。**

逆周期调节政策加码概率提升。5月社融数据不及市场预期，与之前公布的多项数据共同印证了国内经济总需求不足的矛盾。除了对经济现

实的反映外，本月低于预期的社融数据也增加了后续逆周期政策加码的可能性。6月9日央行行长易纲提出人民银行将“加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定”，6月以来多家银行下调存款利率，6月13日央行降低7天期逆回购利率，在汇率压力之下选择降息，且参照历史经验，MLF操作利率及LPR利率多会随逆回购利率的下调而同步调降，上述表述及利率调整表明政策开始对总需求不足这一问题给予回应，释放出一定宽松信号，也相应打开了利率下行的空间。预计后续为稳经济，宽财政、宽信用政策也有望推出形成配合，增加经济向上动能。

风险提示：政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 社融低于预期，信贷同比偏弱	5
3. 居民存款转为正增，M2 同比不及预期	8
4. 逆周期调节政策加码概率提升	8

图表目录

图表 1: 5 月新增社融不及市场预期.....	5
图表 2: 企业发债继续走弱.....	6
图表 3: 政府债融资同比回落.....	6
图表 4: 表外融资整体环比负增.....	6
图表 5: 表外融资同比贡献减弱.....	6
图表 6: 5 月信贷新增规模同样低于市场预计.....	7
图表 7: 居民部门信贷环比小幅改善.....	7
图表 8: 企业部门短期融资拖累明显.....	7
图表 9: 5 月 M2 同比超预期回落.....	8

1. 数据

5月社会融资规模新增 1.56 万亿元，市场预期 (Wind, 下同) 1.99 万亿元，前值 1.22 万亿元。

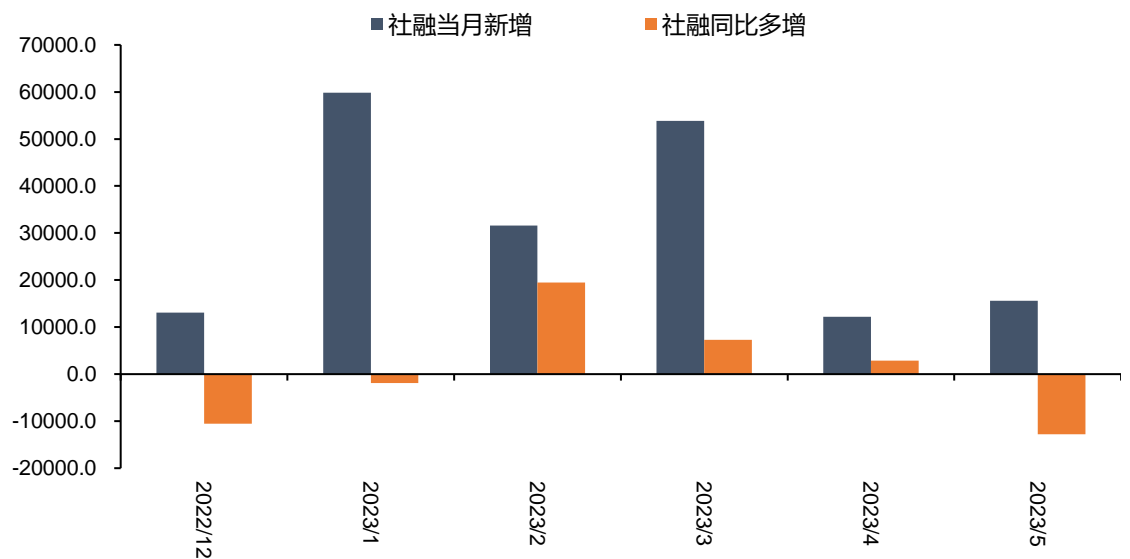
5月人民币贷款新增 1.36 万亿元，市场预期 1.45 万亿元，前值 7188 亿元。

5月 M2 同比增长 11.6%，市场预期 12.1%，前值 12.4%。

2. 社融低于预期，信贷同比偏弱

5月社融新增规模低于市场预期，环比小幅改善，但在去年高基数下同比明显少增，结构上来看**企业及政府债券融资、企业短期及票据融资**是主要拖累分项。居民信贷由负转正但依旧偏弱，表明消费及地产仍未形成明显融资需求。整体来看，社融及信贷数据不及预期的背后依然是目前**需求不足、复苏动能走弱**的问题。

图表 1：5月新增社融不及市场预期

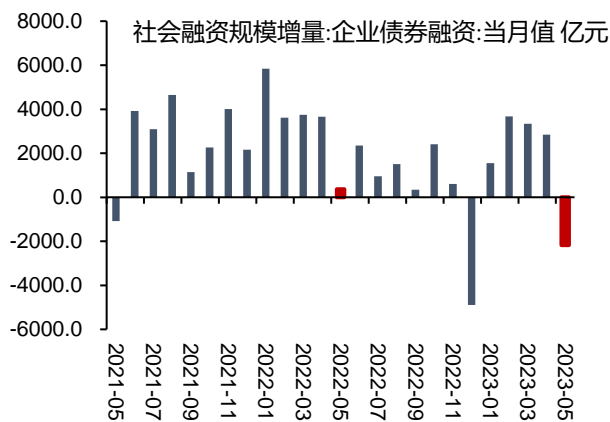


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，5月社融及信贷数据呈以下特点：

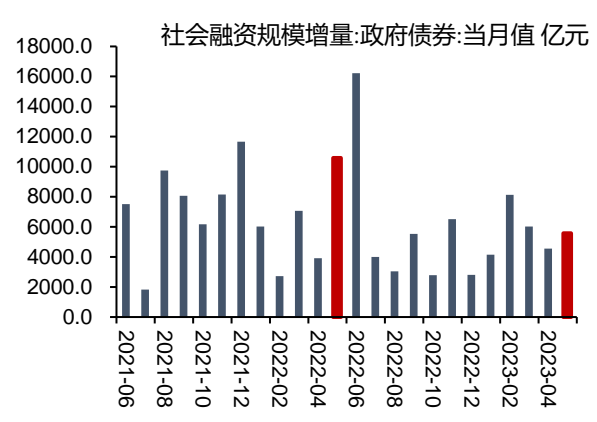
第一，企业发债继续走弱，政府发债有所回落。一方面本月企业发债表现为净偿还。5月企业债券融资减少 2175 亿元，同比少增 2541 亿元，较上月也明显回落，由正转负，环比少增 5018 亿元，或受季节性回落、部分债券发行要求趋严以及企业信贷融资替代效应的影响。政府发债方面，本月政府债券融资 5571 亿元，较上月小幅多增 1023 亿元，相比去年同期则少增 5011 亿元。而从发债进度上来看，今年新增专项债发行进度同样不及去年（今年 1-5 月累计发行约 50%，去年同期完成进度则近 56%）。

图表 2: 企业发债继续走弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

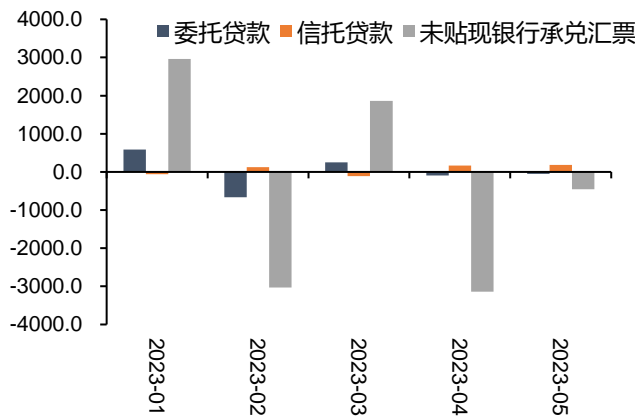
图表 3: 政府债融资同比回落



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

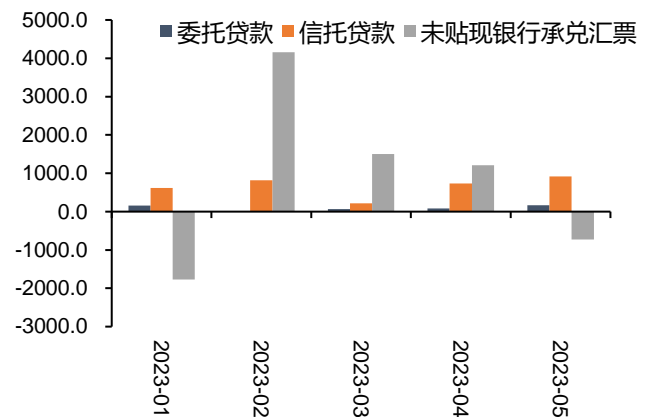
第二, 新增表外融资支撑减弱。5 月份新增委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票合计同比依旧正增, 但同比多增规模明显回落, 其中未贴现银行承兑汇票本月持续负增长, 上月基数效应不再, 同比多减 729 亿元 (前值同比少减 1210 亿元)。边际变化来看, 委托贷款及未贴现银行承兑汇票两个分项则均不及上月, 前者环比少增 48 亿元, 后者则环比多减 450 亿元。

图表 4: 表外融资整体环比负增



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

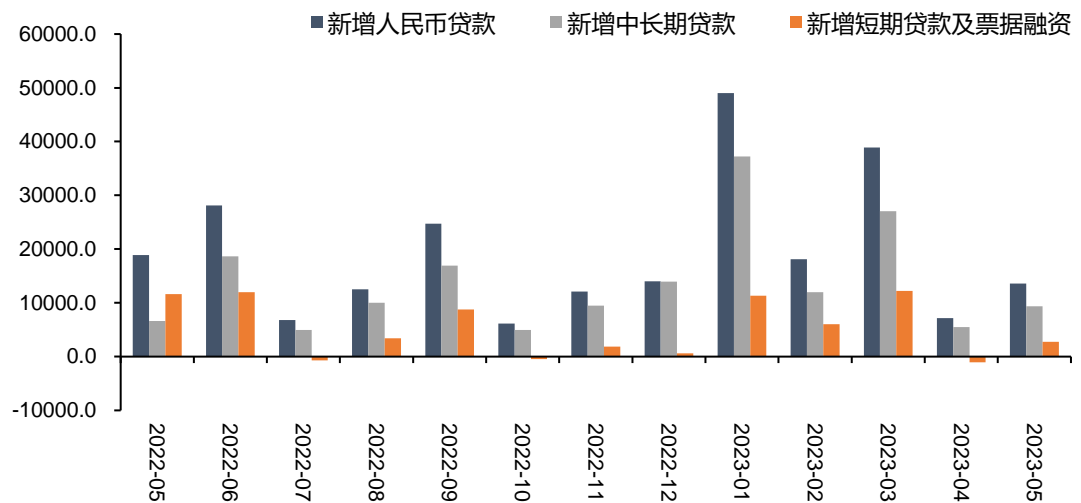
图表 5: 表外融资同比贡献减弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第三, 新增信贷不及预期, 居民部门表现依旧偏弱。5 月份新增人民币贷款 1.36 万亿元, 同样低于市场预期。从结构上来看, 中长贷表现依旧好于短期贷款, 中长贷同比及环比均为正增, 短贷及票据融资同比则明显少增, 环比虽为正增, 但多增规模也不及中长期贷款。居民部门新增信贷规模环比有所改善, 但幅度有限, 居民信贷表现仍相对较弱。此外本月信贷与市场一致预计的偏离或部分源自企业短期融资规模的不及预期, 两者同比明显少增。

图表 6: 5 月信贷新增规模同样低于市场预期

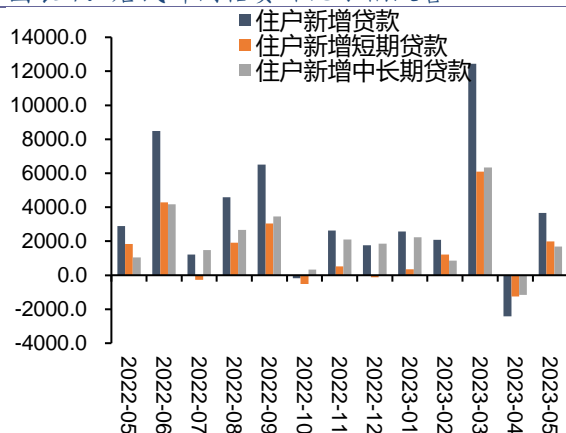


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

居民部门来看, 5 月居民新增人民币贷款 3672 亿元, 由负转正, 环比多增 6083 亿元, 同比则多增 784 亿元, 整体出现小幅改善。细分结构而言, 环比改善主要来自短期贷款的拉动, 中长期的同比多增则是同比改善的主要贡献, 上述好转或可归因于消费及地产方面的政策刺激。但目前中长贷及短贷新增规模的绝对水平均不算高, 边际改善幅度较为有限, 表明居民消费及房屋购置方面均未出现明显修复, 相关融资需求也不算强烈。

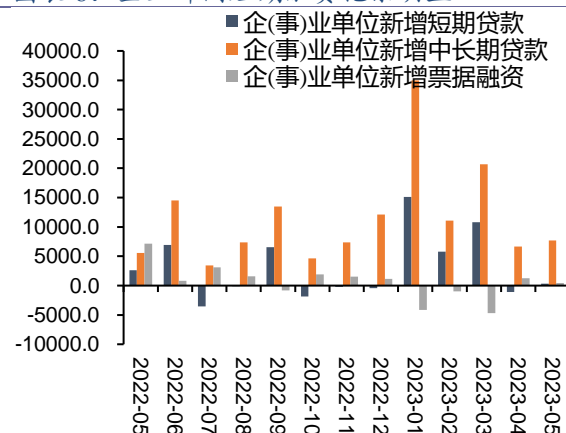
企业部门方面, 5 月企(事)业单位新增贷款 8558 亿元, 环比多增 1719 亿元, 同比则大幅少增, 少增规模达 6742 亿元。结构上中长贷表现较优, 同比多增 2147 亿元, 环比多增 1029 亿元。相比而言, 短期贷款及票据融资则较为疲软, 尤其是票据融资的新增规模, 同比与环比均有所走弱。5 月企业部门短期贷款新增 350 亿元, 由负转正, 环比多增 1449 亿元, 同比则少增 2292 亿元; 票据融资新增 420 亿元, 同比少增 6709 亿元, 环比少增 860 亿元, 是本月企业部门新增融资规模同比明显回落的主要拖累。结合社融数据中新增未贴现银行承兑汇票的偏弱表现, 本月商业汇票承兑量整体边际下行, 表明企业(尤其是中小企业)以票据补充短期流动性的需求有所削减, 而本月中小企业制造业 PMI 生产指数边际回落, 或可提供侧面印证。

图表 7: 居民部门信贷环比小幅改善



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 8: 企业部门短期融资拖累明显

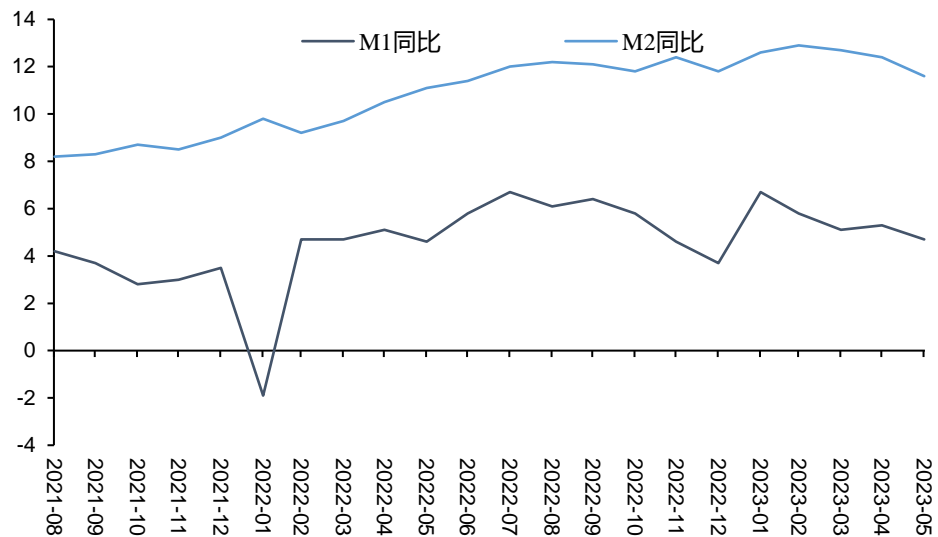


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 居民存款转为正增，M2 同比不及预期

5 月 M2 同比录得 11.6% 的同比增速，相比上月继续收窄 0.8 个百分点，回落幅度超出市场预期。存款方面，除非银行业金融机构外，其余三类存款新增规模同比均为少增。环比来看，新增存款变动较为明显的为居民部门及政府部门，前者由负转正，环比多增 1.74 万亿元，后者则环比少增 2659 亿元。M1 同比增长 4.7%，增速同样有所回落，较前值下降 0.6 个百分点，**资金活化程度略有改善**，M1-M2 增速差小幅收敛 0.2 个百分点至 -6.9%。不过两者同比增速差值的绝对水平依旧较大，表明**宽货币向实体经济传导阻滞的情况依旧存在**，市场主体信心还待恢复。

图表 9：5 月 M2 同比超预期回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 逆周期调节政策加码概率提升

5 月社融数据不及市场预期，与之前公布的多项数据共同印证了国内经济总需求不足的矛盾。除了对经济现实的反映外，本月低于预期的社融数据也增加了后续逆周期政策加码的可能性。6 月 9 日央行行长易纲提出人民银行将“加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定”，6 月以来多家银行下调存款利率，6 月 13 日央行降低 7 天期逆回购利率，在汇率压力之下选择降息，且参照历史经验，MLF 操作利率及 LPR 利率多会随逆回购利率的下调而同步调降，上述表述及利率调整表明**政策开始对总需求不足这一问题给予回应**，释放出一定宽松信号，也相应打开了利率下行的空间。预计后续为稳经济，宽财政、宽信用政策也有望推出形成配合，增加经济向上动能。

风险提示：政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。