

中国宏观热点速评

5月金融条件（再次）明显收紧

5月份货币及信贷数据点评

5月M2同比增速持平于8.3%，低于市场预期的8.5%（图表1）。经季节性调整后，5月M2月环比（非年化）增速维持在0.3%的低位。低基数下M2同比走平，总体显示存款增长乏力。5月财政存款上升3,862亿元，相比去年5月5,547亿元的增幅同比少增1,685亿元，提振M2增速约0.1个百分点。由此，5月财政存款同比增速从4月的19.4%下降至13.4%，但仍高于货币供应和名义GDP增速。同时，5月M1同比增速从4月的7.2%下降至6.0%，而5月M1季调月环比增速从4月的1.1%骤降至-0.2%的负值区间——M1环比负增长显示企业和/或政府部门的现金流状况开始趋紧。

5月新增人民币贷款为1.15万亿元，略高于去年5月的1.11万亿元。5月贷款余额同比增速从4月的12.7%微降至12.6%。从新增贷款分项来看，住户和企业部门新增中长期贷款均同比下降，而短期贷款份额继续上升，反映了政策收紧导致终端一些部门需求走弱。具体看，5月新增住户部门中长期贷款为3,923亿元，低于去年5月的4,326亿元；5月新增非金融企业及机关团体中长期贷款为4,031亿元，低于去年5月的4,396亿元。另一方面，5月新增短期贷款及票据融资升至3,082亿元，高于去年5月的2,783亿元。

5月社会融资规模增量为7,608亿元，明显低于去年5月的1.06万亿元以及市场预期的1.3万亿元（图表2）。从社融分项来看，5月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产新增融资同比继续大幅下降，并明显抑制社融整体增速——5月三项“非标”信贷资产合计余额减少4,215亿元，而去年5月三者合计余额增加290亿元。此外，因信用债违约事件压制了市场风险偏好并推高了信用利差，企业债净融资环比下降——5月企业债券存量下降434亿元，这与4月净增3,776亿元形成鲜明对比¹。然而，去年5月企业债券存量也下降2,488亿元，当时（也）是受“去杠杆”加速而导致金融条件收紧的影响。

5月金融条件明显收紧，主要是由于监管收紧导致“非标”融资的供、需都处于低位，而信用债市场波动加剧也带来了额外的紧缩效应。具体看，

- ▶ 5月调整后的社融同比增速从4月的12.1%明显下降至11.6%（调整后的社融 = 社融 + 政府债券；图表1）²；经季节性调整后，5月调整后的社融月环比年化增速从4月11.7%（从3月约5%的月环比年化增速加速后³）再次显著放缓至8.6%。值得一提的是，政府债以外的社融较弱，而地方政府债和国债的净发行相比去年5月也同比明显减少，进一步压低调整后的社融同比环比增速。
- ▶ 据我们估算，5月“准M2”⁴同比增速也可能下降较明显。如果假设央行外汇占款规模环比不变，我们估计5月“准M2”同比增速可能从4月的10.5%进一步下降至10.2%。
- ▶ 另一方面，5月货币市场利率小幅回落（图表3）：5月银行间同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别小幅下降9、28个基点至2.72%、2.82%。

接下页

分析员

易焜

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

常慧丽

SAC 执证编号: S0080517110001
SFC CE Ref: BJC906
huili.chang@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 日本4月核心机械订单环比10%超预期；5月机床订单增速回落（2018.06.11）
- 宏观经济 | 生产增速有所回落，流动性边际小幅改善（2018.06.11）
- 宏观经济 | 新兴市场加息提速；关注本周美联储议息会议（2018.06.10）
- 宏观经济 | 6月加息无悬念，声明可能偏鹰派（2018.06.09）
- 宏观经济 | 货币政策正常化：启动讨论，谨慎观察（2018.06.09）
- 宏观经济 | CPI保持低位，PPI温和上涨（2018.06.09）

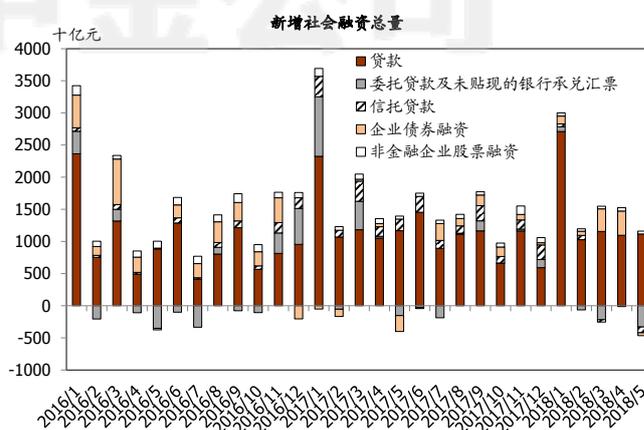
继3月紧缩后不久,5月金融条件(再次)明显收紧。我们重申一直以来的观点,即金融条件过快的收紧可能与“降杠杆”的长期目标背道而驰。“非标”回表压力加大,叠加信用债市场震荡,导致5月货币条件再次超预期收紧。假以时日,调整后的社融环比增速的大幅回落(月环比折年回到个位数的水平)势必对投资需求产生紧缩效应。M1等指标已经提示我们,货币和财政政策超预期过快收紧可能已开始抑制企业的现金流,并抬高实体经济、尤其是私有部门和中小企业的融资成本。财政方面,虽然5月财政拨款有所加快,但财政存款增速仍然高于存款余额和名义GDP增速,表明财政资金“淤积”仍然严重。我们认为,此轮债券“违约潮”可能很大程度上是多项“去杠杆、防风险”政策叠加的“副作用”¹。值得重申的是,金融条件过快收紧对实体经济的名义增速和现金流存在滞后影响——虽然当期的表现“杠杆率”尚未上升,但名义GDP增速会滞后金融条件大幅收紧而下降。在微观层面,如果企业现金流边际上继续收紧,企业只能寻求借贷弥补经营性现金流缺口——这反而会推升杠杆率。因此,我们维持一直以来的观点,稳健中性的政策环境更有利于顺利去杠杆——因为在平稳的宏观环境下企业经营现金流和再通胀预期更加稳定⁵。近期信用违约风险上升提醒我们,如果要在去杠杆过程防止新的“风险点”的形成,锚定企业对增长、通胀以及融资成本预期至关重要。中期来看,金融去杠杆不能“单兵突进”,与金融去杠杆相配合的财税改革、各项市场及制度的建设缺一不可¹。

图1: 低基数下5月M2同比增速持平,而调整后的社融增速下降



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图2: 新增社融的构成: 5月新增“非标”融资同比大幅收缩, 而企业债净融资环比大幅下降



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

¹ 请参见我们2018年5月27日发布的中国宏观简评《又见债务违约|再谈对信用债市场震荡的一些思考》。

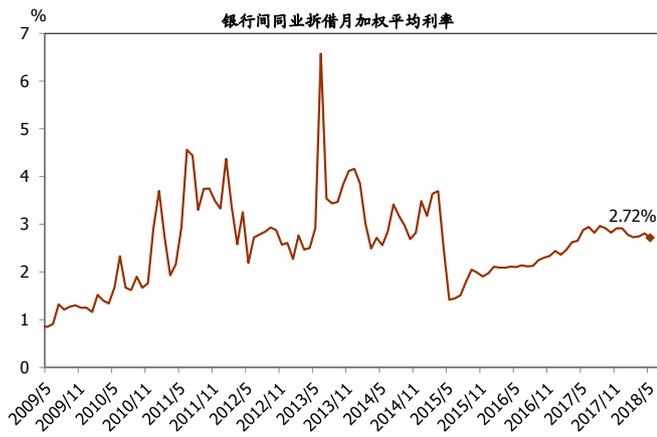
² 请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

³ 请参见我们2018年4月13日发布的中国宏观热点速评《“非标”回表压力下金融条件超预期收紧》。

⁴ 请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响?》以及2017年8月15日发布的中国宏观简评《“准M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何?》。

⁵ 请参见我们2018年5月2日发布的中国宏观专题报告《如何看待宏观走势与下半年的政策方向?》。

图表 3: 5 月银行间同业拆借月加权平均利率小幅下降



资料来源：CEIC，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司