

2020 年 5 月金融数据点评及策略研究

宏观研究报告

2020 年 6 月 11 日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号

T2 栋 29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：郁泓佳

期货从业证书号：F3046389

投资咨询证书号：Z0013526

电话：021-61101853

邮箱：yhj@swfutures.com

一、中国 5 月社融数据再次超预期，延续宽信用格局

2020 年 6 月 10 日，央行发布了我国 5 月金融数据。初步统计，2020 年 5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，比上年同期多 1.48 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.55 万亿元，同比多增 3647 亿元；企业债券净融资 2971 亿元，同比多 1938 亿元；政府债券净融资 1.14 万亿元，同比多 7505 亿元。

初步统计，5 月末社会融资规模存量为 268.39 万亿元，同比增长 12.5%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 162 万亿元，同比增长 13.3%；企业债券余额为 26.39 万亿元，同比增长 20.4%；政府债券余额为 40.78 万亿元，同比增长 17.2%；非金融企业境内股票余额为 7.55 万亿元，同比增长 6.1%。

从结构看，5 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.4%，同比高 0.4 个百分点；企业债券余额占比 9.8%，同比高 0.6 个百分点；政府债券余额占比 15.2%，同比高 0.6 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比低 0.2 个百分点。

信贷方面，5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7043 亿元，其中，短期贷款增加 2381 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元；企（事）业单位贷款增加 8459 亿元，其中，短期贷款增加 1211 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，票据融资增加 1586 亿元；非银行业金融机构贷款减少 660 亿元。

5 月社融和信贷数据略超出市场预期，延续了增速回升的态势，宽松的信用环境助力经济复苏。整体来看，5 月金融数据呈现以下特征：（1）5 月社融存量增速由 4 月的 12.0% 上升至 12.5%，人民币贷款增速由 13.1% 上升至 13.3%，增速延续上升趋势，其中人民币贷款发挥了宽信用的压舱石作用；（2）政府债券净融资 1.14 万亿，是社融大增的主要贡献力量，主要源于地方政府专项债在 5 月的集中发行，预计年内基建增速将进一步回升以托底经济。（3）居民贷款中短期贷款与中长期贷款结构，5 月数据与 4 月数据高度相似，表明居民加杠杆的意愿仍在延续，侧面证实房地产市场销售有所回暖，预计年内房地产市场将保持平稳；（4）企业中长期贷款增加 5305 亿，约为去年同期的两倍，表明信用结构趋于改善，宽信用初见成效。

图 1：企业信贷结构

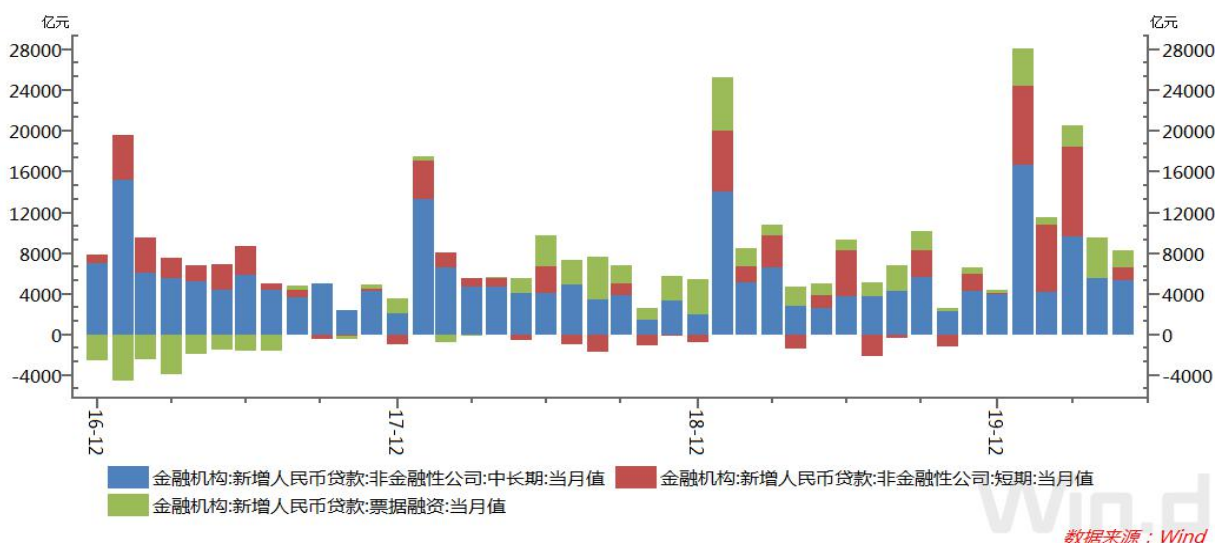
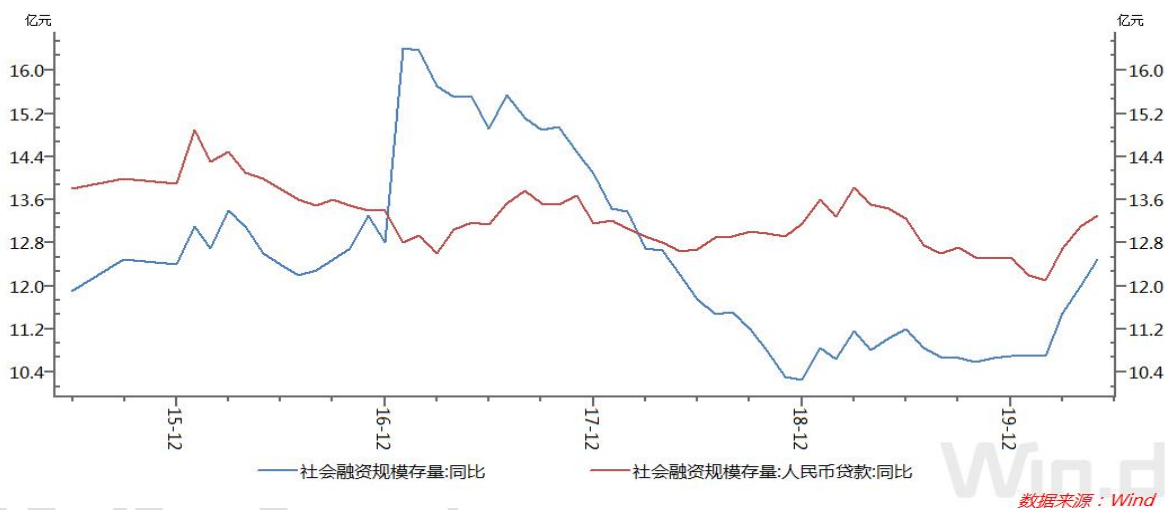


图 2：社会存量与人民币贷款增速



这主要体现了政策加大逆周期调节力度，支持实体经济复工复产，加大对中小企业的信贷支持，对冲海内外疫情对外贸部门和国内经济的不利影响。2018 年以来，我国处于结构性去杠杆的过程中，社融存量增速持续下行，但始终保持略高于名义 GDP 的水平。在疫情影响下，国内名义 GDP 大概率下行，社融存量与名义 GDP 增速之差走阔，表明了政策加大宽松力度，允许宏观杠杆率暂时的上升。

当前，国内经济已明显修复，生产和消费均有所回暖。但经济复苏仍受制于总需求不足，特别是外贸部门持续承压，宏观经济的基本面尚不稳健。因此，预计中期内政策仍将以呵护为主，保持宽松

的货币政策和积极的财政政策基调，容忍宏观杠杆率的进一步上升。在海内外经济环境明显改善，国内经济显著复苏前，预计国内信用条件将继续改善，助力于支持实体经济。

二、M1 增速回升，M2 增速持平，M1-M2 剪刀差明显收窄

5 月末，广义货币 (M2) 余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 58.11 万亿元，同比增长 6.8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.97 万亿元，同比增长 9.5%。当月净回笼现金 1778 亿元。

与社融存量增速类似，5 月 M2 增速与 4 月持平，M1 增速则显著上升 1.3 个百分点。其中，M2 增速上升，表明货币派生机制运行良好，货币乘数进一步上升，再次证实信用条件继续改善。M1 增速上升，则表明企业现金流状况有所改善。M1-M2 剪刀差则显著收窄至 4.3 个百分点，预示经济景气度有所回暖。

图 3：信用利差走势

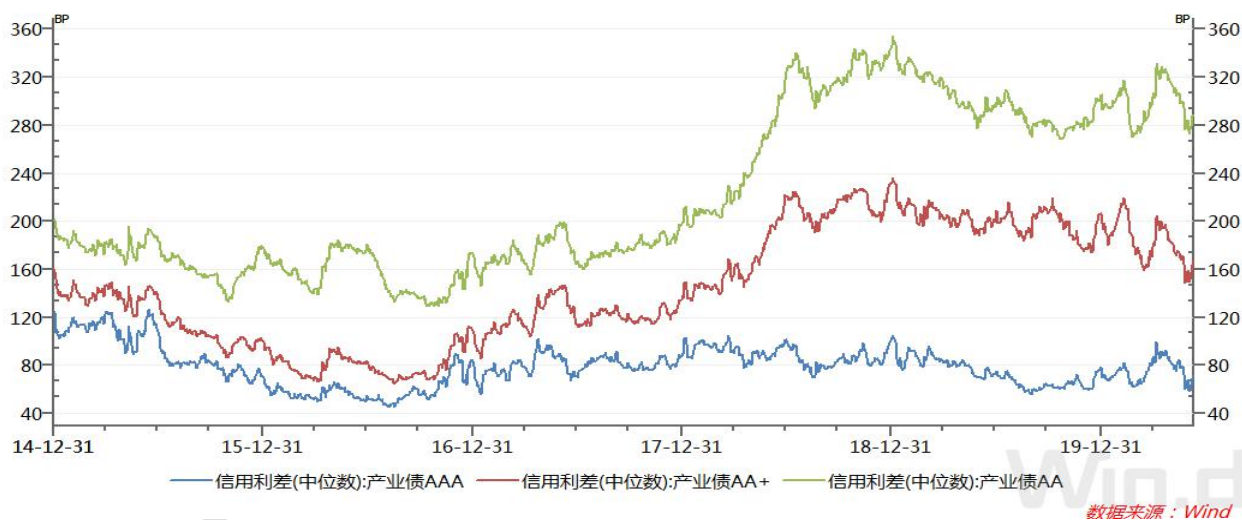
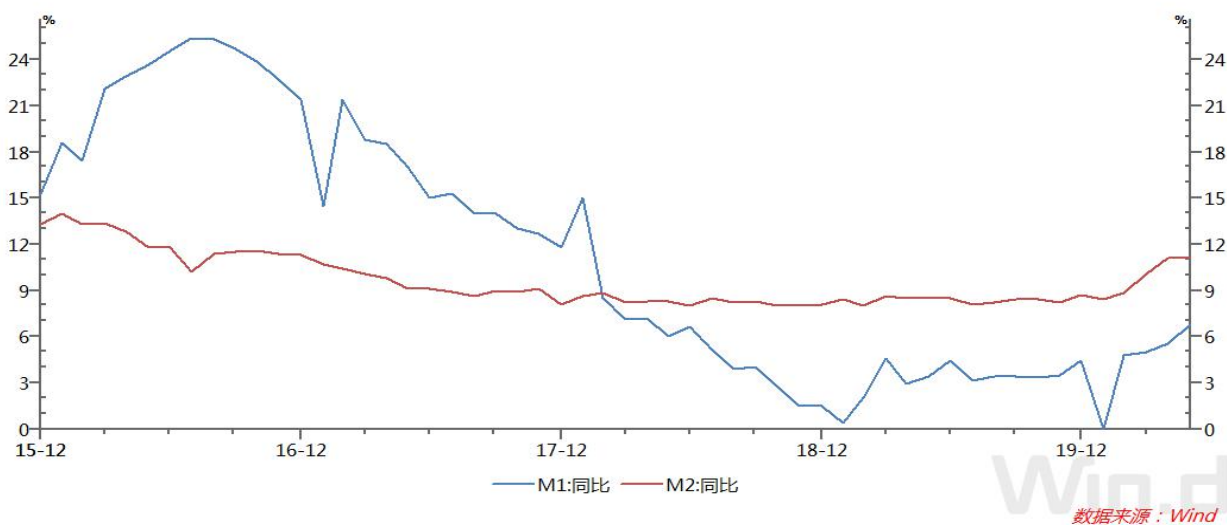


图 4: M1 和 M2 同比增速



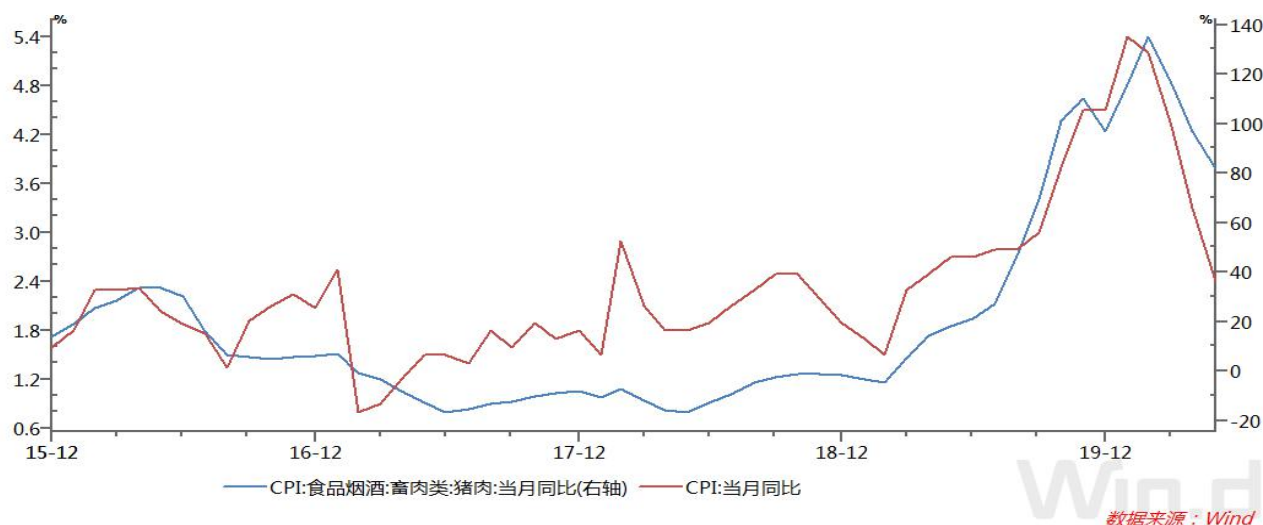
三、5 月 CPI 增速显著回落，PPI 下探筑底

2020 年 5 月份，CPI 同比上涨 2.4%。其中，食品价格上涨 10.6%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 3.3%，服务价格上涨 1.0%。1—5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.1%。

环比来看，5 月环比下降 0.8%，食品价格下降 3.5%，非食品价格持平；消费品价格下降 1.2%，服务价格持平。其中，食品烟酒类价格环比下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.77 个百分点。食品中，鲜菜价格下降 12.5%，影响 CPI 下降约 0.33 个百分点；畜肉类价格下降 5.7%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，其中猪肉价格下降 8.1%，影响 CPI 下降约 0.37 个百分点。

CPI 增速的下行符合市场预期。以猪肉为代表的食品价格下降，是 2020 年以来 CPI 同比增速显著回落的主要原因，而在疫情冲击下，非食品价格保持平稳。展望下半年，在翘尾因素的影响下基数走高，预计 CPI 增速将进一步回落，不会成为货币政策宽松的限制。

图 5: CPI 与猪肉价格走势

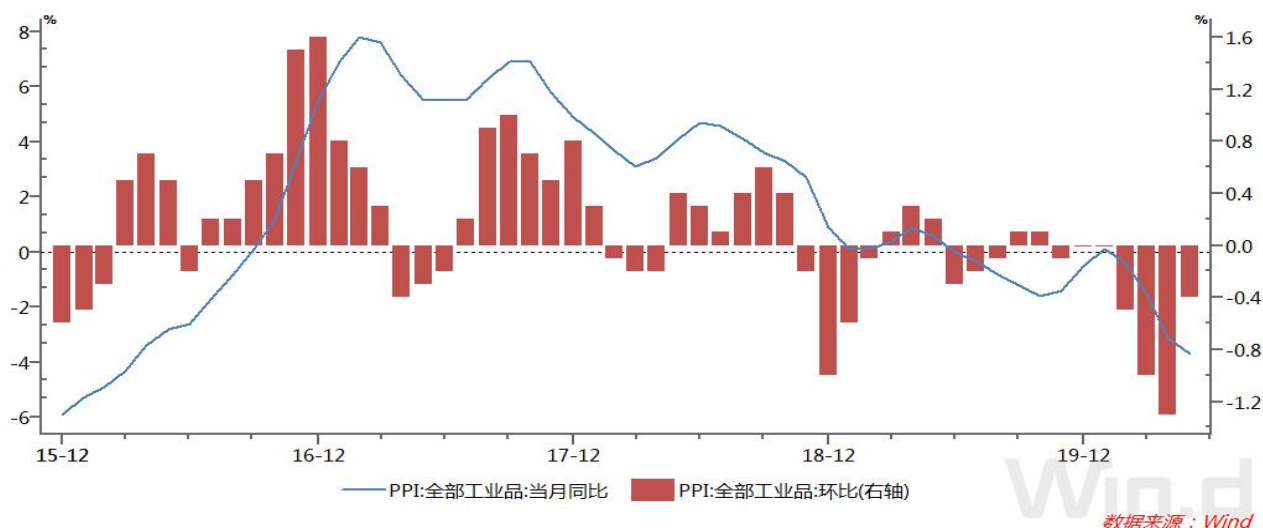


5 月份，工业生产进一步恢复，市场需求有所改善。从环比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.3%，降幅扩大 0.2 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，减少 10 个；上涨的 10 个，增加 2 个；持平的 10 个，增加 8 个。

从同比看，受去年对比基数略高影响，PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。

尽管 PPI 同比增速进一步下行，表明疫情冲击下，国内需求不足。但是，PPI 增速下行，也主要受到原油及有色价格下跌的滞后效应，从环比来看，PPI 环比降幅已经由 4 月的-1.3 大幅缩小至 5 月的-0.4。随着 6 月以来原油及有色价格的明显反弹，海外经济的重启，国内出口有望保持韧性，PPI 环比增速有望由负转正，PPI 同比增速将在下探中筑底。

图 6: PPI 同比与环比走势



对于年内价格数据的走势,我们认为,国内并不存在通缩或通胀的基础。CPI 增速的进一步走低应无悬念,而随着国内经济的复苏, PPI 同比增速也将筑底回升,年内 CPI 和 PPI 走势有望从分化走向收敛。

四、宏观经济展望及利率走势展望

总结 2020 年 5 月金融数据,社融存量与新增人民币贷款增速进一步回升,信用环境维持宽松,助力实体经济复苏。M2 增速与上月持平, M1 增速继续回升,货币派生机制运行良好,企业现金流状况显著好转,预示着国内经济景气度明显上升。

而在食品价格环比下降的影响下, CPI 同比增速进一步回落至 2.4;国内需求不足,受原油和有色相关行业的拖累, PPI 同比增速进一步回落至-3.7%。但我们认为,国内并不存在通缩或通胀的基础。CPI 增速的进一步走低应无悬念,而随着国内经济的复苏, PPI 同比增速也将筑底回升,年内 CPI 和 PPI 走势有望从分化走向收敛。

针对国内政策的取向,我们认为,尽管 CPI 增速下行,货币宽松的制约因素减少。但是,2020 年 5 月的流动性边际收紧,表明制约货币宽松的,主要不是通胀水平或汇率,而是当前货币政策目标要兼顾稳增长和防风险等多重目标,大水漫灌下不利于稳杠杆、防止资金空转、防止资产价格泡沫,

更何况总量上的宽松政策效果如何也值得怀疑。因此，国内央行难以效仿欧美央行大水漫灌，当前国内货币政策将以宽信用和降成本为主，通过精准的“滴灌”，支持实体企业的复苏，过于期待货币政策的进一步宽松，恐怕并不明智。

对于宏观经济的走势，尽管国内经济仍受制于总需求不足，特别是海外经济拖累外贸部门，但4月以来国内经济明显复苏，基建投资显著回升，房地产和汽车等中游行业需求回补，外贸部门保持韧性。信用条件持续改善，消费和投资者信心有所回升，随着海外经济的复工，我们认为国内经济具备“V”型复苏的基础，对于下半年的经济走势，可以更为乐观一点。

对于国债期货的走势，我们在5月的报告中提到，“但货币政策将保持定力，效仿海外央行大水漫灌式的强刺激情形将很难看见。”“国内货币政策整体稳健，财政政策加大了对冲力度，预计国内经济将进一步改善，当前国债市场恐处于牛熊转换阶段。预计十年期国债期货再创新高的可能性不大，建议投资者择机做空。”5月以来国债期货的走势证实了我们的判断。我们预计，尽管国内货币政策难以持续收紧，但基调上仍将保持稳健，“宽信用”优先于“宽货币”，而国内经济仍有望持续改善，整体环境偏利空。因此，在大幅调整后，近期国债期货大概率维持震荡格局，仍然推荐逢高做空的策略。

【免责声明】

西南期货有限公司具有期货投资咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：023-67070520

023-63605636

邮编：400023