

# 5月新增融资规模下降 政策微调预期升温 债市安全资产需求料增加

□本报记者 王姣

5月新增社会融资规模超预期跌至7605亿元后，引发政策宽松猜想。不少观点认为，“严监管+紧信用”的格局下，表外融资和债券融资急剧收缩，经济增速下行压力显现。货币政策宜边际放松予以对冲。也有观点称，在经济总体平稳、去杠杆持续推进的背景下，不可对货币宽松抱过高期待。

综合来看，尽管政策微调可期，但延续“定向”支持的概率更大。对债券市场而言，无风险利率趋于下行的大趋势将延续，但若紧信用格局进一步演绎，可能导致信用违约风险上升，而微观分化加剧将导致利率分化、利差扩大，中短久期利率债、高等级信用债仍是优选品种。

## 新增社融超预期大降

“在‘去杠杆+紧信用+严监管’的政策环境下，非标和信用债融资低迷，信贷成为新增社融的主要支柱，这是去年以来的一大趋势。但没想到的是，这一次，新增社融规模，在两年后，再次跌到了万亿以下。”6月12日晚，有业内人士点评称。

当日，央行公布了5月金融统计数据：今年5月份，我国新增社会融资规模7608亿元，创22个月新低，环比少增7992亿元，同比少增3023亿元，社融存量同比增速小幅下行0.2个百分点至10.3%；5月新增人民币贷款11500亿元，同比多增405亿元，略低于预期和前值。此外，5月M1同比增长6%，低于前值7.2%；M2同比增长8.3%，增速与上月末持平。

从结构上看，新增社融超预期下滑，主要是受表外融资和债券净融资拖累。国泰君安证券覃汉团队称，5月份新增社融规模环比几近腰斩，同比大降，表现大幅低于预期。一方面，非标融资持续收缩，5月份委托信贷+信托贷款+未贴现银行承兑汇票合计减少4215亿元，同比少增4504亿元；另一方面，近期信用违约事件频发，不少机构出现评级“洁癖”，对信用债融资产生较大压力，5月份信用债融资3681亿元，环比减少4489亿元，当月债券净融资减少430亿元左右。

市场人士认为，5月新增社会融资数据大降，除季节性因素外，主要还有两方面原因，其一，表外融资大幅收缩仍是主要拖累项，这意味着监管趋严对市场的影响正在逐渐深化，资管新规出台后，表外转表内，通道业务短期内持续收缩，委托贷款和信托贷款可能继续拖累新增社融规模，而银行表内信贷额度扩张并不明显。其二，经济内生动能仍显疲软，信用风险暴露加剧企业融资难度，部分企业陷入融资困境。

分析人士认为，5月社融数据进一步验证了紧信用格局，在去杠杆持续推进的



过程中，未来社融增速可能将继续回落。

## 政策宽松预期升温

由于社会融资增速是名义GDP增速重要的领先指标，不少机构判断，社融存量增速的下降可能在2018年下半年引起名义GDP增速下行。而面对经济增速下行压力，很多机构认为，货币政策宜边际放松予以对冲。

“展望未来，实体经济将受到紧信用多方面影响，经济增速势必放缓。”平安宏观固收组陈晓团队指出，非标融资的快速收缩可能是个趋势，根据银保监会“银行表外8亿非标资产，三年整改清理完毕”的监管定调，月均非标融资收缩额可能在2000亿元以上。

尽管5月份以来，无论是发电耗煤、水泥价格走势等微观指标，还是PMI数据等中观指标，均显示5月份经济的总体情况并不弱，但市场人士分析称，社融增速下降对实体经济的影响体现在结构性上。

国金证券宏观边泉水团队指出，社融下降主要由信托贷款、委托贷款和未贴现承兑汇票拖累，这部分融资主要对应基建和房地产投资的资金来源，资金来源压力对需求端的基建投资和房地产投资的影响已比较明显。信用收缩导致的资金来源压力上升，对总需求形成的向下压力将不断加大，经济增速下行压力在不断累积。

不少机构认为，政府将会考虑到紧信用可能产生的负反馈循环，尤其是紧信用对民营经济的打击，适度的政策支持可能会提上日程。如广发证券首席宏观分析师郭磊表示，预计未来政策会通过一系列举措修正信用市场的负面影响。6月初以来MLF扩大抵押品范围、联合授信机制落地只是开始，未来还会有什么其他风险对冲政策落地，同时货币端利率将维持中性，不会太紧，目的均在于防范信用风险扩散传染。

覃汉团队认为，融资数据下滑对经济的压力加大，信用风险有愈演愈烈的趋势，因此三季度央行货币政策将进一步宽

所提升，今年企业的分化也明显加大。鉴于去杠杆是政策的主基调，预计无论是货币政策还是金融监管政策都不可能出现明显的放松，但为了缓解局部的压力，可能会有定向的微调政策。

“MLF、信贷政策的定向倾斜、差别化动态准备金调整等结构性政策工具都将迎来更大空间。”平安宏观固收组陈晓团队表示。

市场人士指出，若经济下行压力显现，货币政策边际趋松的预期得到验证，无风险利率趋于下行仍是大概率事件，届时债市做多热情很可能再度爆发。但也要提醒投资者，考虑到政策结构性微调的基调，利率分化、信用利差扩大将难以避免。

“无论从资金供需角度还是企业经营角度，我们认为利率已经到筑顶区间，以社融-M2同比缺口作为前瞻指标走势来看，今年三季度开始，可以择机期待利率下行，但信用利差将维持高位，信用风险的释放与化解仍在路上。”民生证券宏观固收研究主管张瑜表示。

海通证券姜超团队进一步指出，刚兑的打破意味着中国利率将出现显著分化，有违约风险的债券利率会出现明显上升，导致市场风险偏好下降，债市投资向真正的安全资产集中。这意味着以国债、国开债、高等级企业债为代表的安全资产需求将大幅上升，推动无风险利率下降，信用利差上升。

“宏观总量不弱，但微观分化加剧，使得债券投资层面需要更注意对不同类型债券进行区分，尤其是收益率曲线陡峭，信用利差扩大，利率也随之分化局面下，选择中短久期利率债将是较为稳妥的投资策略。”中金固定收益研究团队指出。

## 观点链接

### 民生证券：社融增速将继续回落

经济转型背景下，社融有天然下行趋势：一是经济结构性升级的过程中消费成为经济增长主要拉动力，经济对重资本投入产业的依赖度下降，社融增速亦随之回落；二是供给侧结构性改革与去杠杆背景下，工业企业利润整体改善并且有主动减缩杠杆的意愿，导致社融增速回落；三是金融监管在合理挤出不必要的成本，表外融资大幅下降是社融下行的另一原因；四是5月为季节性社融回落时点，受年报因素影响本身新增额减小；五是除国内融资渠道，我国企业境外发行债券的融资规模日益增长腾挪内债空间。因此，预期未来社融增速继续回落，或突破到个位数向M2增速靠拢。

### 平安证券：紧信用将影响经济

5月社融数据进一步验证了紧信用格局：一是社会融资下降，委托贷款和信托贷款合计收缩2474亿元，这是今年以来非标融资

显著萎缩；二是“表外回表”并不理想，银行表内面临额度控制和资本金约束，至多维持表内信贷的平稳增长，很难有余力吸纳表外资产回归表内；三是随着银行部门缩表，违约事件频发，信用风险攀升，这进一步打击了信用债市场。5月企业债券融资收缩434亿元，大量信用债发行失败。展望未来，实体经济将受到紧信用环境多方影响，经济增速料放缓。

国泰君安：货币政策宜边际趋松

货币政策宜边际趋松，对冲金融监管和宏观审慎带来的收紧压力。作为相机调控的重要工具，根据经济金融条件的动态变化而主动开展适应性调整是货币政策的神圣使命。下一阶段货币政策仍有必要边际放松，对冲金融监管和宏观审慎推进带来的被动收紧压力，最终将货币金融环境保持在稳健中性的区间。从这个意义上，我们认为6-7月央行有必要再次推出降准置换MLF操作。（王姣 整理）

## 债市仍有反弹空间

周三（6月13日），债券期货、现货市场午后均明显反弹，10年期国债期货主力合约上涨0.24%，10年期国债活跃券下行1BP。市场人士指出，5月金融数据低于预期，尤其新增社融增速大幅下滑，令市场对经济增速下行、货币政策适度放松的预期升温，投资者情绪受到提振，尽管后续仍需观察经济数据和央行动向，但不少机构对债市预期已转向乐观。

### 午后反弹收高

13日在美联储加息及我国5月份经济数据公布有可能会演变为利空出尽的逻辑。”国泰君安固收首席分析师覃汉表示，利率近期确实由于利空因素的影响出现了持续调整，10年国开债180205从5月底的4.33%低点到目前最多已调整了16BP，但美联储加息及经济数据也很难出现超预期的利空。当利空落地时，大概率会演化为利空出尽，长端利率将打开向下的空间。

申万宏源证券固收首席分析师孟祥娟表示，当前经济需求边际弱化，而伴随去杠杆政策持续发力，再融资收紧进一步加大经济增速下行压力，同时考虑到下半年至2019年底，企业存量债务大量到期，违约压力将持续。此外，预计后续货币政策将聚焦在改善再融资环境，重点关注信贷和非标渠道，预计总量边际放松加结构性政策引导为主，但短期实体经济融资成本仍然易上难下。

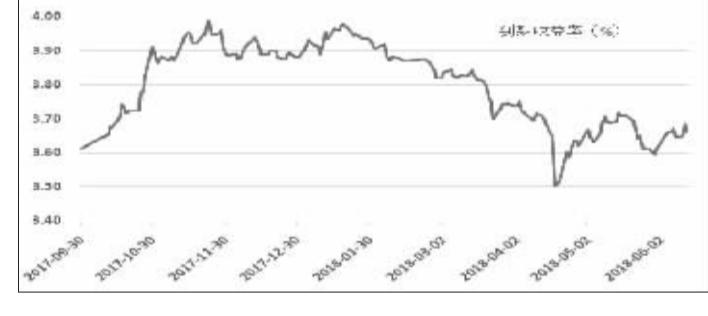
“维持看好利率债和高等级信用债的观点不变，维持全年10年国债收益率3.4%-4.0%的区间判断不变，维持全年节奏波动呈U型的判断不变。”孟祥娟表示。

中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛则持相对谨慎观点。黄文涛表示，未来1-2个季度仍然坚持债市处于相持阶段的基本观点：一方面，通胀中枢的稳定低位和中国经济的下行趋势决定了国债收益率并无较大的中长期上升风险，另一方面，降准后的市场已经部分透支下半年的行情，加上短期内仍面临供给提速与货币政策中性、美国加息与美国国债收益率上升等考验，短期内债市机会不大。（马爽）

### 乐观预期增强

北京时间6月14日，美联储FOMC议息会议决议揭晓，中

## 10年期国债到期收益率走势



## 农发行增发债需求较旺

中国农业发展银行13日招标的3期增发金融债，中标收益率均低于中债估值，投标倍数超3倍，需求较旺。

农发行昨日招标的是该行今年第一期7年期、第六期10年期和第七期1年期金融债的增发债，本次计划发行规模分别为40亿元、60亿元和70亿元。招标结果显示，此次1年期增发债中标收益率3.8565%，全场倍数3.11；7年期增发债中标收益率4.4870%，全场倍数3.33；10年期增发债中标

收益率4.5818%，全场倍数3.07。据中债农发债到期收益率数据，6月12日，1年、7年、10年期农发债到期收益率分别为3.9966%、4.5756%、4.6322%。

此次3期农发债发行收益率均低于二级市场水平，且认购倍数均超过3倍，显示需求较好。

市场人士表示，5月金融数据显示去杠杆环境下，融资环境继续收紧，后续对经济增长的不利影响可能逐渐显现，从而提振了债市多头情绪。（王姣）

## 两国债中标利率较低

6月13日，财政部招标发行的两期固息国债，中标收益率均低于二级市场水平，投标倍数尚可，需求平稳。

财政部此次招标的是第八期2年期和第九期5年期附息国债的续发券，计划发行规模分别为290亿元、450亿元。招标结果显示，此次2年期国债中标收益率3.2784%，边际中标利率3.3113%，全场倍数2.19；5年期国债中标收益率3.4763%，边际中标利率3.4957%，全场倍数2.64。两期国债续发收益率均低于二级市场水平。

据中债到期收益率数据，6月

### 评级追踪

## 廊坊银行评级上调至AA+

联合资信日前发布跟踪评级报告，将廊坊银行股份有限公司主体信用等级由AA上调为AA+，评级展望为稳定。

联合资信指出，近年来，廊坊银行建立了现代股份公司治理架构和与自身发展阶段相适应的公司治理和内部控制体系，高风险管理制度体系逐步完善，增资扩股将使其资本实力进一步增强。（王姣）

组织架构得以进一步优化；坚持“一体两翼”的发展战略，立足本地市场并依托京津冀协同发展国家战略，贷款业务实现快速发展，资产规模增长较快，盈利水平较好；随着各项业务的快速发展，资本消耗较快，新一轮增资扩股将使其资本实力进一步增强。（王姣）

## 企业遭遇发债难 风险释放进行时

□本报记者 马爽

据统计，今年半年不到，已有255只、约2300亿元债券取消或推迟发行，4月以来，这类现象更加明显。发行难度加大、成本上升，成为当前信用债融资市场的突出问题，背后反映的是去杠杆环境下，企业融资环境收紧。分析人士认为，信用债市场需求弱化及风险偏好下降的趋势难以快速扭转，信用债风险释放仍处于进行时，未来高等级债券分化料进一步加大。

### 取消发行现象增多

今年以来，债券发行失败或推迟的情况多发，尤其是4月份以来数量明显增多。据Wind的统计数据，今年以来不到半年时间，已有356只债券取消或推迟发行，计划发行规模合计2270.36亿元。其中，4月以来取消或推迟发债的数量和金额分别为185只/1166.36亿元。

而从中国货币网刊登的相关公告来

看，6月以来，已有21只短融中票取消或推迟发行，计划发行规模合计153.3亿元。这其中绝大部分是取消发行，按业内人士的解释，债券取消发行通常是因为未能募集成功，发行失败。

除此之外，还有一些债券实际发行规模明显不及预期，典型的如东方园林的2018年第一期公司债。5月20日，东方园林披露2018年公开发行公司债券（第一期）的发行结果，原计划两个品种共发行不超过10亿元，最终只有品种一发行0.5亿元，发行利率为定价上限7%。

信用债高价发行的案例也不少。记者根据Wind数据，统计了今年以来短融超短融、中票、企业债和公司债的相关数据，发现票面利率达到及超过7%的债券共计421只，在全部已披露票面利率的债券中的占比达到17.3%，其中有35只债券票面利率高于8%，最高的为天津市房地产信托集团有限公司发行的公司债18房信02，当期票面利率达9.5%。

近期信用债发行难度加大，发行失败的案例增多，即便是完成发行，发行利率也普遍走高，融资成本上升，这些都是当前信用债发行呈现的突出问题，反映出信用债融资环境在收紧。

### 需求萎缩增加融资难度

业内人士认为，信用债券发行难，与当前信用创造放缓、社会融资萎缩的趋势一致，是对去杠杆和金融严监管的反应。另外，近期信用事件多发，也进一步加大了企业尤其是中低评级民企发债的难度。

券商研报指出，银行理财在过去几年的快速扩张，本质上是金融体系加杠杆的过程，其扩容创造了更大的信用空间，给信用债市场带来了两三年的“配置牛市”，也使融资企业享受了很长时期的低利率大规模的信用融资环境。如今金融体系步入严监管、去杠杆的阶段，上述过程逆转，必然会带来信用创造的收缩和风险偏好的下降。一方面，信用创造收缩，意味

着信用债边际需求力量减弱；另一方面，以理财为代表的广义基金类投资者扩张放缓，甚至步入缩量阶段，意味着市场上高风险偏好资金萎缩，市场整体风险偏好下降，对中低等级债券的需求萎缩更快。

这一过程中，信用债需求弱化，加大企业发债难度，尤其是中低信用等级的企业发债难度更大。

4月以来，信用违约等负面事件较多，又进一步加重市场风险规避情绪，导致中低等级信用债更加难发。一个突出的现象是，近期中低等级民企债销售难度很大，发行失败的案例中相关债券占比很高，而发行成功的债券多为高等级债，信用债供给结构发生了显著的变化。

“有的民企即使提高发行利率也发不成功。”有市场人士表示。

业内人士认为，信用债市场需求弱化及风险偏好下降的趋势难以快速扭转，低资质信用债风险尚未释放完毕，未来信用债二级市场分化可能继续加重。

□本报记者 马爽

6月13日，央行连续第二日通过公开市场操作实施流动性净投放，净投放量小幅增加。业内人士称，央行搭配运用多种期限逆回购，连续开展资金净投放，对冲税期等因素影响，月中资金面有望保持平稳。

### 操作力度加大

临近税期高峰，央行继续加大公开市场操作力度。13日早间，央行开展了1300亿元逆回购操作，包括600亿元7天期、400亿元14天期和300亿元28天期，资金投放量较上一日增加300亿元，在对冲日内到期的600亿元到期逆回购之后，实现净投放700亿元，为连续第二日净投放，且净投放量较上一日增加400亿元。

有交易员表示，从过去三个交易日的情况看，市场资金面尚未见明显收紧迹

象，央行较早重启资金净投放，有助于稳定市场流动性预期，防范市场利率波动。