

# 降息落地，信贷尚可

## ——5月金融数据分析

### 事件概述

2023年6月13日，中国人民银行公布2023年5月份金融数据。5月新增人民币贷款1.36万亿元，预期1.45万亿元，前值7188亿元；新增社融1.56万亿元，预期1.99万亿元，前值1.22万亿元；社融存量同比9.5%，前值10.0%；M2同比11.6%，前值12.4%；M1同比4.7%，前值5.3%。

### 核心观点

5月金融数据低于预期，主要是去年高基数影响，抛开基数问题，整体表现依然尚可。信贷方面，受去年高基数影响，整体同比少增，不过仍然好于2018、2019年，基本回升至近5年中枢水平；并且企业端中长期贷款延续多增、票据冲量现象不再，贷款结构整体较为健康；而居民端短贷、中长期贷款也出现了不同程度改善。社融方面，同样受制于去年的高基数，同比出现少增，其中信贷、政府债基数效应尤为明显。往后看，在OMO利率调降的情况下，MLF利率、1年和5年LPR或也将跟随性、同幅度下降，进而带动实体融资成本下降，促进房地产预期改善，稳定和扩大有效需求，后续信贷或将延续良好态势。

### ► 新增信贷符合季节性，居民贷款有所改善

总量方面：受去年高基数影响，新增信贷同比少增，不过仍然好于2018、2019年，基本回升至近5年中枢水平。5月新增信贷1.36万亿元，低于市场预期的1.45万亿元，同比少增5300亿元，5月较大幅度的少增主要是受去年高基数影响。

去年5月23日央行召开了主要金融机构货币信贷形势分析会，会议要求“大型国有商业银行要主动发力、多作贡献，股份制银行要充分挖掘潜力，大型城商行要发挥区位优势，共同加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持”<sup>1</sup>。受此影响，去年5月新增信贷1.89万亿元，创近5年同期新高。

分部门来看，企业贷款8558亿元，同比少增6742亿元；居民贷款3672亿元，同比多增784亿元，居民端出现久违改善。

结构方面：企业端，中长期贷款延续多增，短期贷款虽同比少增，但基本符合季节性特征，票据融资延续少增，票据冲量现象不再，企业贷款结构整体仍较为健康；居民端，短贷、中长期贷款均出现不同程度改善。

1) 5月企业贷款8558亿元，同比少增6742亿元。其中企业短期贷款350亿元，同比少增2292亿元；票据融资420亿元，同比少增6709亿元，与去年同期票据大幅冲量形成鲜明对比。中长期贷款7698亿元，同比多增2147亿元，处于近5年同期最高水平，表现依旧亮眼。中长期贷款向好，票据冲量不再，企业端贷款结构仍较为健康。

2) 5月居民贷款3672亿元，较4月(-2411亿元)环比大幅改善，同时同比多增784亿元。其中，居民短贷1988亿元，环比大幅改善，同比多增784亿元，已回归至近5年同期中枢水平。居民中长贷1684亿元，同比多增637亿元，不过与近5年中枢相比仍有一定差距。高频数据显示，5月30大中城市商品房成交面积同比增长25%，较4月的31%进一步

1 货币信贷形势分析会 [https://www.gov.cn/xinwen/2022-05/25/content\\_5692206.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2022-05/25/content_5692206.htm)

步回落。

► **新增社融同比少增，政府债、企业债是主要拖累**

**总量方面：新增社融同比少增，仍然与去年高基数有关。**5月新增社融1.56万亿元，低于市场预期的1.99万亿元，同比少增1.28万亿元，去年高基数是主要原因。存量社融增速9.5%，较上月回落0.5个百分点。

**结构方面：非标是主要支撑，政府债、企业债有所拖累。**1) 社融口径新增人民币贷款1.22万亿元，同比少增6030亿元，少增部分主要由票据贡献，企业中长期贷款延续多增，居民短贷、中长贷出现改善。

2) 政府债券净融资5571亿元，同比少增5011亿元，政府债券的大幅少增与去年基数偏高有关。去年五一假期，监管部门紧急通知地方，要求进一步加快专项债发行节奏，2022年新增专项债券须于6月底前基本发完<sup>2</sup>。因此去年5、6月政府债券净融资额明显增加（5月政府债券净融资1.05万亿元，6月进一步增加至1.62万亿元）。

高基数原因下，5月政府债券大幅少增。WIND数据显示，2023年5月国债净融资-984亿元，同比多减1967亿元，而地方债净融资5705亿元，同比少增3140亿元。

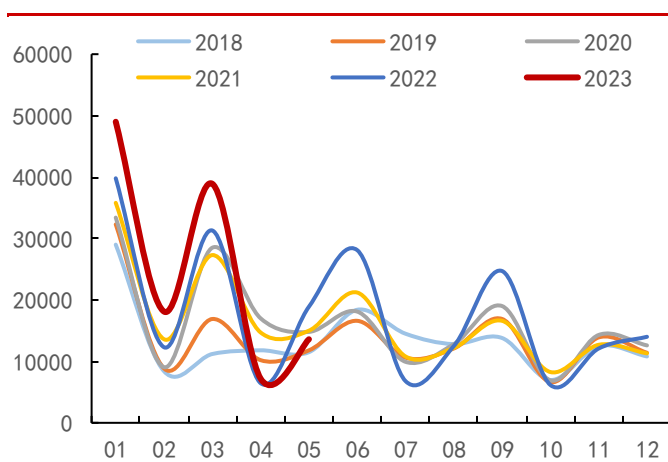
3) 非标方面，同比少减360亿元：其中新增未贴现票据同比多减729亿元，而新增委托贷款同比多增167亿元、新增信托贷款同比多增922亿元，是非标的主要支撑项；。

4) 直接融资同比少增2080亿元，企业债是要拖累。直接融资中，股票融资753亿元，同比多增461亿元；企业债券净融资-2175亿元，为今年以来首次转负，同比多减2541亿元。

► **M2、M1回落，剪刀差收窄**

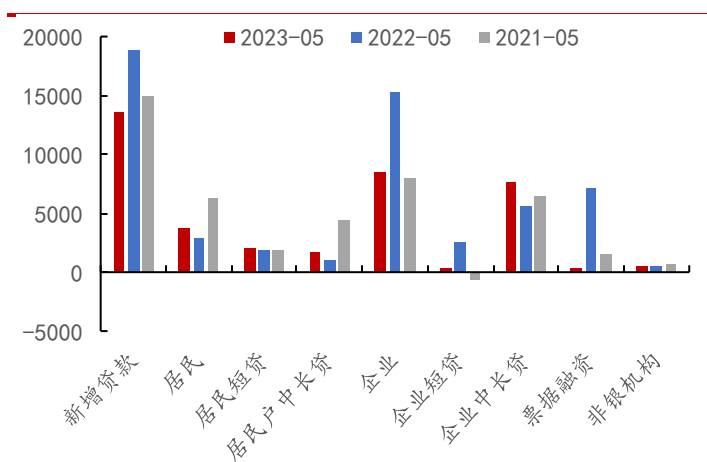
5月M2同比增速11.6%，较上月回落0.8个百分点，企业、居民存款减少是主要原因；M1增速4.7%，较上月回落0.6个百分点，M1与M2剪刀差较上月收窄0.2个百分点，资金活化程度有所提升。

图1 新增信贷回升至近5年中枢水平（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

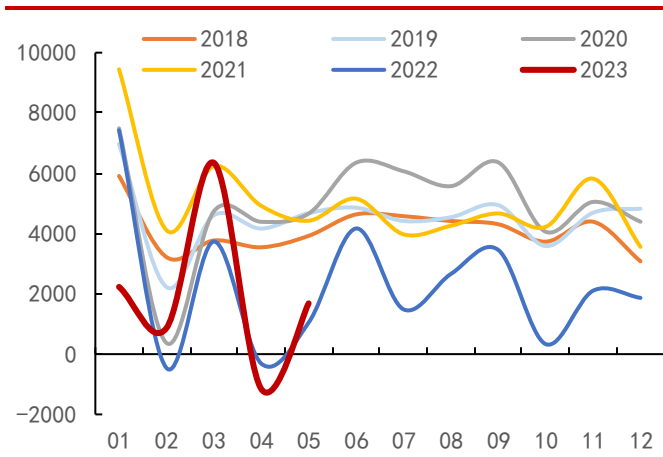
图2 企业中长贷延续多增，居民端出现改善（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

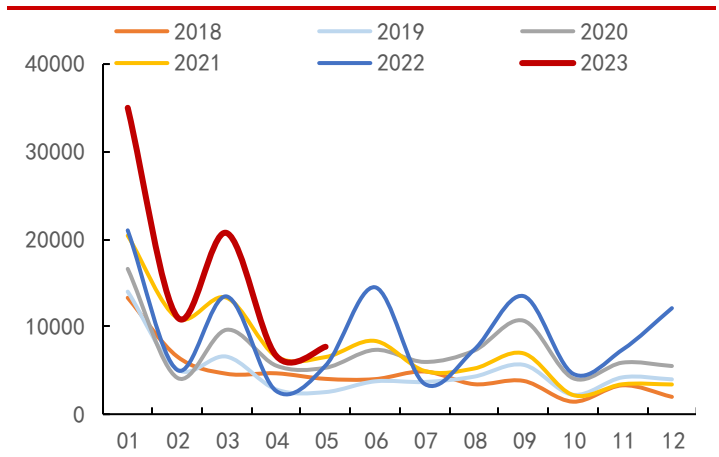
2 2022年新增专项债券须于6月底前基本发完 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1738028668789509571&wfr=spider&for=pc>

图3 居民中长贷出现改善 (亿元)



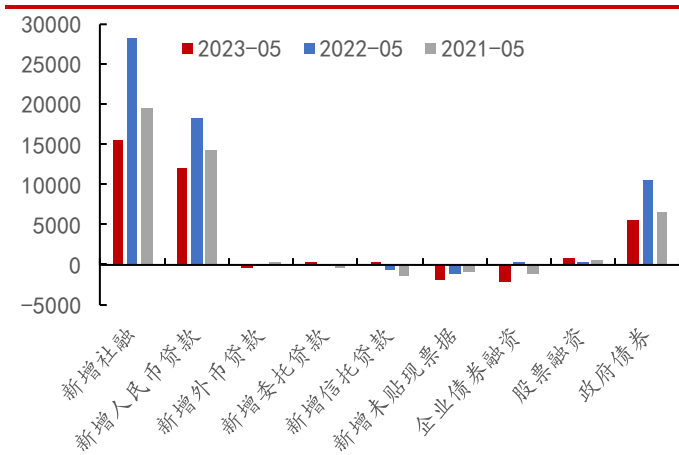
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图4 企业中长贷仍好于近5年同期 (亿元)



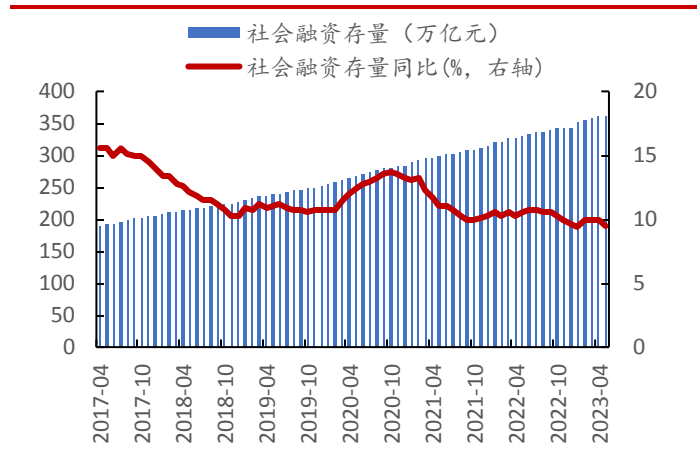
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图5 政府债、企业债是社融的主要拖累 (亿元)



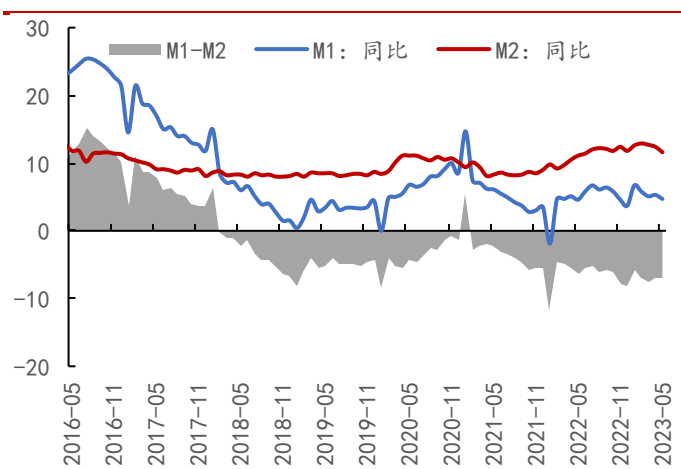
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图6 社融存量同比有所回落



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图7 M2、M1 回落, 剪刀差收窄 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

### 风险提示

经济活动超预期变化。

**宏观首席分析师：孙付**

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

**宏观研究助理：丁俊菘**

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。