

结构分化仍然明显，政策加码开始落地

——国内观察：2023年5月金融数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜
gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**6月13日，央行发布5月金融数据。5月M2同比11.6%，前值12.4%，M1同比4.7%，前值5.3%。新增人民币贷款1.36万亿元，前值为7188亿元。社会融资规模增量1.56万亿元，前值为1.22万亿元。社融存量增速为9.5%，前值10%。
- **核心观点：**总的来看，5月金融数据低于预期，而分项中基数比较高的票据融资以及政府债券融资拖累相对较大，同时企业债券融资较为疲弱。结构上企业强、居民弱的格局仍然存在。虽然高基数是重要原因，一季度高增的信贷也有所透支，但总体上融资需求不强也是事实。在出口动能也有所放缓的背景下，OMO降息代表了政策预期加码开始进入兑现期。
- **企业中长期贷款维持高增，票据融资明显拖累。**5月企业中长期贷款增加7698亿元，同比多增2147亿元，主因基建端受政策主导，可能仍在发力，其中政策性金融工具仍然具有惯性作用。票据融资新增仅420亿元，同比大幅少增6709亿元，体现银行票据冲量的动力不足，但去年同期由于疫情后融资需求的带动首先由高增的票据融资带动，形成了较高的基数。
- **居民贷款在低基数效应下表现不强。**5月居民部门贷款增加3672亿元，同比多增784亿元。从结构上来看，短期贷款增加1988亿元，同比多增148亿元，考虑到去年同期消费场景受限导致基数不高，短贷所反映的居民消费整体表现依然不强。中长期贷款增加1684亿元，同比多增637亿元，与去年同期相比虽有明显增长，但同样存在低基数效应。另外需要注意的是，结合此前地产资金来源中按揭贷款的到位资金来看，提前还贷现象仍然存在。
- **社融受人民币贷款及债券融资拖累。**从社融结构来看，人民币贷款增加12200亿元，同比少增6030亿元，主因票据融资的高基数。政府债券融资增加5571亿元，同比少增5508亿元，同样来源于发行节奏引起的高基数，去年要求6月底之前当年专项债基本发行完毕，故二季度发行节奏明显提速。而今年整体发行节奏慢于去年，据wind数据，1-5月累计发行专项债约1.79万亿元，占全年额度的47%左右。此外企业债券融资减少2175亿元，虽然有季节性原因，但城投债发行减少可能也有影响，另外企业贷款高增对债券融资可能仍存替代效应。
- **M2明显回落。**M2受基数抬升的影响在持续，此外整体的信贷投放也是弱于去年同期的，叠加财政缴款等因素。M1在基数下行的情况下有所回落，体现出经济活力仍然不足。从存款来看，居民存款虽然在增加，但同比少增，说明预防储蓄的现象总体在缓解；财政存款同比少增；企业存款同比多减幅度较大主要受高基数影响。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；一季度社融高增对全年的透支风险；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

正文目录

1. 企业中长期贷款维持高增，票据融资明显拖累.....	4
2. 居民贷款在低基数效应下表现不强	4
3. 社融受人民币贷款及债券融资拖累	5
4. M2 明显回落	5
5. 核心观点	5
6. 风险提示	6

图表目录

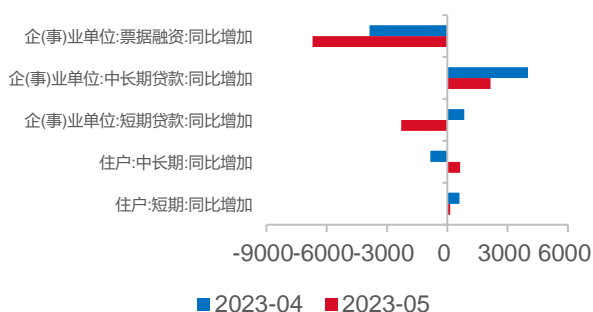
图 1 4/5 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 4 房地产开发资金来源个人按揭贷款当月值, 亿元.....	4
图 5 企业债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 6 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 7 4/5 月存款同比多增结构, 亿元.....	5
图 8 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %.....	5

事件: 6月13日, 央行发布5月金融数据。5月M2同比11.6%, 前值12.4%, M1同比4.7%, 前值5.3%。新增人民币贷款1.36万亿元, 前值为7188亿元。社会融资规模增量1.56万亿元, 前值为1.22万亿元。社融存量增速为9.5%, 前值10%。

1. 企业中长期贷款维持高增, 票据融资明显拖累

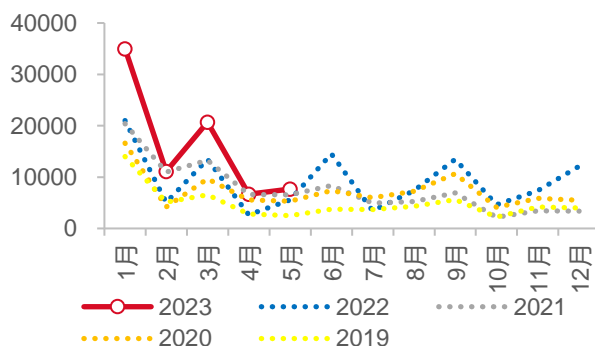
企业中长期贷款维持高增, 票据融资明显拖累。5月企业中长期贷款增加7698亿元, 同比多增2147亿元, 主因基建端受政策主导, 可能仍在发力, 其中政策性金融工具仍然具有惯性作用。票据融资新增仅420亿元, 同比大幅少增6709亿元, 体现银行票据冲量的动力不足, 但去年同期由于疫情后融资需求的带动首先由高增的票据融资带动, 形成了较高的基数。

图1 4/5月人民币贷款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元

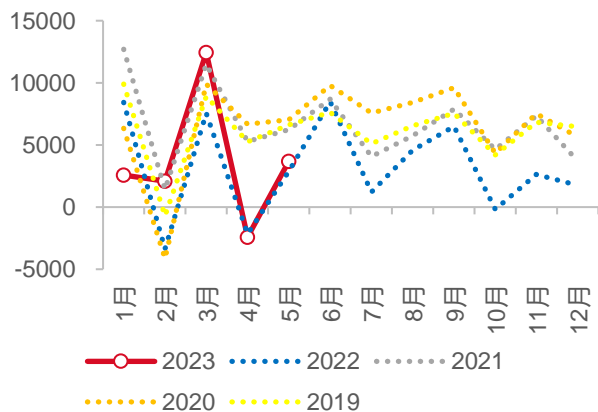


资料来源: 央行, 东海证券研究所

2. 居民贷款在低基数效应下表现不强

居民贷款在低基数效应下表现不强。5月居民部门贷款增加3672亿元, 同比多增784亿元。从结构上来看, 短期贷款增加1988亿元, 同比多增148亿元, 考虑到去年同期消费场景受限导致基数不高, 短贷所反映的居民消费整体表现依然不强。中长期贷款增加1684亿元, 同比多增637亿元, 与去年同期相比虽有明显增长, 但同样存在低基数效应。另外需要注意的是, 结合此前地产资金来源中按揭贷款的到位资金来看, 提前还贷现象仍然存在。

图3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图4 房地产开发资金来源个人按揭贷款当月值, 亿元

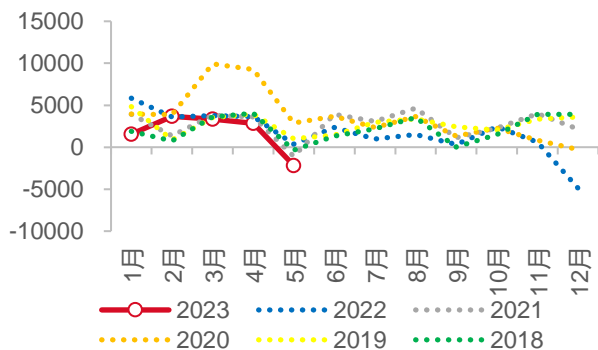


资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.社融受人民币贷款及债券融资拖累

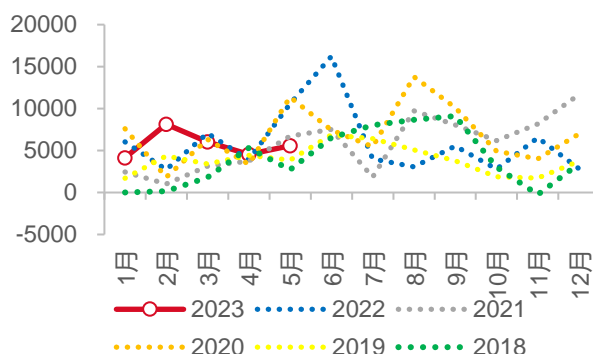
社融受人民币贷款及债券融资拖累。从社融结构来看，人民币贷款增加 12200 亿元，同比少增 6030 亿元，主因票据融资的高基数。政府债券融资增加 5571 亿元，同比少增 5508 亿元，同样来源于发行节奏引起的高基数，去年要求 6 月底之前当年专项债基本发行完毕，故二季度发行节奏明显提速。而今年整体发行节奏慢于去年，据 wind 数据，1-5 月累计发行专项债约 1.79 万亿元，占全年额度的 47% 左右。此外企业债券融资减少 2175 亿元，虽然有季节性原因，但城投债发行减少可能也有影响，另外企业贷款高增对债券融资可能仍存替代效应。

图5 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图6 政府债券融资季节性规律，亿元

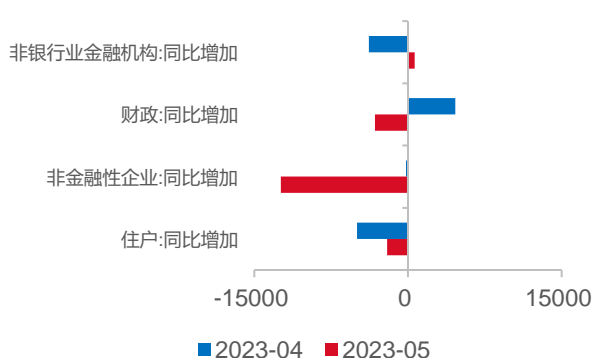


资料来源：央行，东海证券研究所

4.M2 明显回落

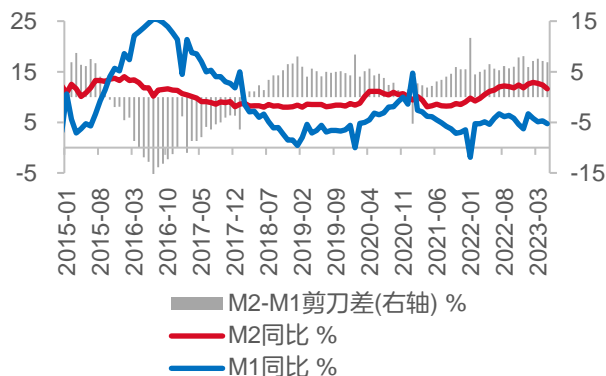
M2 受基数抬升的影响在持续，此外整体的信贷投放也是弱于去年同期的，叠加财政缴款等因素。M1 在基数下行的情况下有所回落，体现出经济活力仍然不足。从存款来看，居民存款虽然在增加，但同比少增，说明预防储蓄的现象总体在缓解；财政存款同比少增；企业存款同比多减幅度较大主要受高基数影响。

图7 4/5 月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 M2 与 M1 同比及剪刀差，%，%



资料来源：央行，东海证券研究所

5.核心观点

总的来看，5 月金融数据低于预期，而分项中基数比较高的票据融资以及政府债券融资拖累相对较大，同时企业债券融资较为疲弱。结构上企业强、居民弱的格局仍然存在。虽然

高基数是重要原因，一季度高增的信贷也有所透支，但总体上融资需求不强也是事实。在出口动能也有所放缓的背景下，OMO 降息代表了政策预期加码开始进入兑现期。

6.风险提示

稳增长政策落地不及预期，可能会导致经济恢复不及预期。

一季度社融高增对全年的透支风险，下半年社融增长可能不及预期。

高利率环境下，海外金融市场风险，引发全球系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089