

宏观利率

社融偏弱，降息开启

——2023年5月金融数据点评兼论利率影响

2023年6月13日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

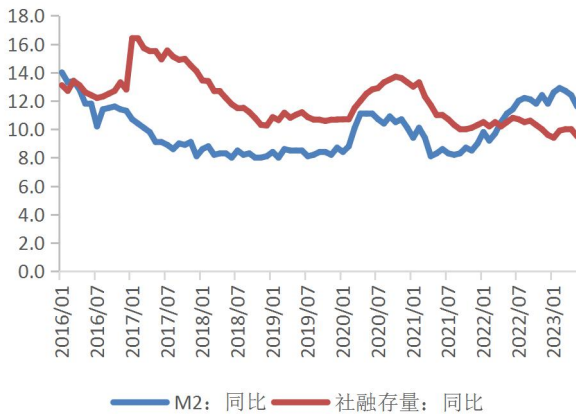
邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：下半年经济负循环概率下降，债券收益率中枢将低于上半年。** 5月社融总量偏弱，结构上看，在住户贷款尚未明显恢复的情况下，企业端贷款量出现放缓信号，企业中长期贷款增速斜率也略有放缓。结合本月PMI、通胀等数据，经济偏弱格局未变，PPI、CPI下半年大概率继续“磨底”。这种情况下，逆周期政策调控适时开启，经济负循环概率降低。存款利率和7天逆回购利率下调10bp后，MLF和LPR也有较大概率下调，进一步稳增长政策值得期待。下半年经济将演绎“L”型的后半段。判断下半年收益率中枢将低于上半年。短期看，伴随政策利率下降，债券收益率短期下冲后或进入低斜率回升阶段。
- **5月新增社融偏弱，企业经营活力依然不足。** 5月社融存量361.42万亿元，同比增长9.5%（前值10.0%）。5月社融新增1.56万亿元，略低于wind一致预期，也是2017年以来次低值。5月M2增速为11.6%（前值12.4%），低于wind一致预期值的12.1%。M2和社融增速差由上月的2.4%继续回落至2.1%，连续四个月回落，仍处于2016年以来的高位，显示流动性比较宽松。M1增速回落至4.7%，和M2增速差-6.9%（前值-7.1%），显示企业经营活力依然不足。
- **贷款依然是社融主力，企业债券融资下降具有季节性。** 5月新增人民币贷款1.22万亿元，为2020年以来最低值，但略高于2019年同期。5月人民币贷款同比增速11.3%，高位回落0.4个百分点。表外三项合计减少1459亿元，主要是新增未贴现银行承兑汇票减少1797亿元。企业债券新增融资减少2175亿元。5月企业债券融资减少具有季节性，2017年、2018年、2021年同期信用债券新增融资也曾为负值。从发行利率看，企业债券发行利率5月走升，中票发行利率下行放缓。5月地方政府专项债新增5571亿元，低于2020年-2022年同期。
- **企业贷款今年首次转弱，住户贷款仍在低位。** 5月企业新增贷款增加8558亿元，2018年以来仅低于2022年同期。企业贷款存量同比增速14.2%，2022年四季度以来首次高位回落。住户贷款存量增速7.14%，仍处于低位且增速斜率较上月略有放缓。5月住户贷款增加3672亿元，高于去年同期784亿元。存款角度看，5月住户存款增加5364亿元，存款增加幅度低于去年同期2029亿元，存款存量增速17.41%，连续三个月回落但仍处于高位。
- **企业中长期贷款仍偏强，住户中长期贷款增速持续筑底。** 5月企业中长期贷款增加7698亿元，依然是2018年以来同期最高值，高于去年同期2147亿元。5月企业中长期贷款存量增速达到18.23%，为2021年以来企业中长期贷款增速的高点，但斜率有所放缓。5月住户中长期贷款增加1684亿元，较2018年以来同期偏弱，住户中长期贷款存量增速5.31%，年初以来持续筑底。
- **风险提示：** 超预期的稳增长政策。

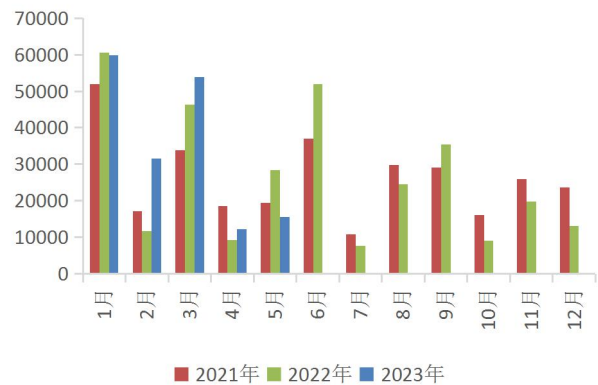


图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



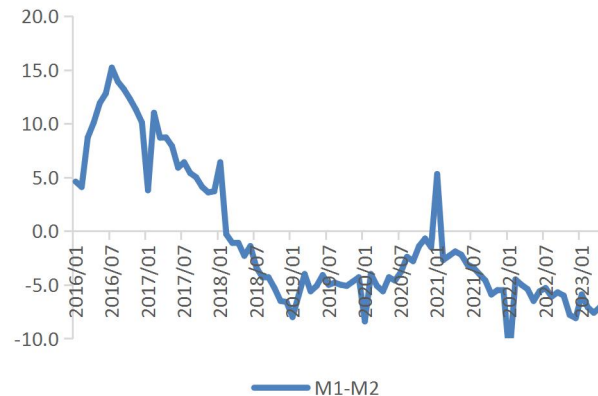
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：M2-社融（%）



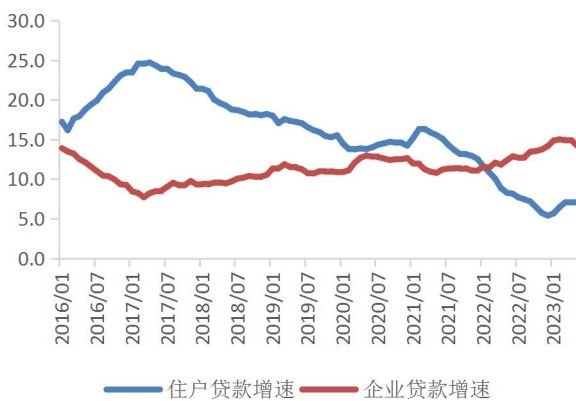
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M1-M2（%）



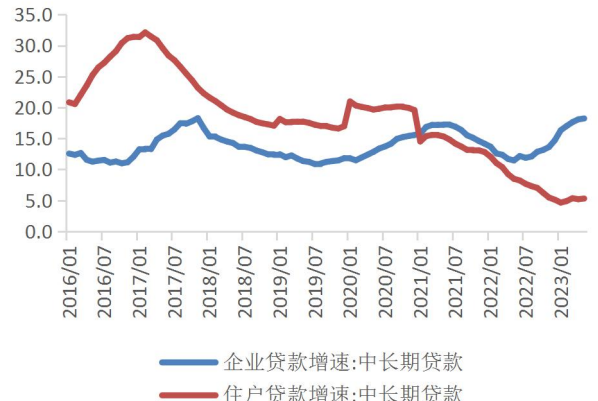
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：企业贷款和住户贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：企业中长期贷款和住户中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

