

2023年06月13日

5月社融：防御当下，然“黎明”依然可期

策略研究团队

——投资策略点评

张弛（分析师）

zhangchi1@kysec.cn

证书编号：S0790522020002

吴慧敏（分析师）

wuhuimin@kysec.cn

证书编号：S0790522110001

2023年5月社融、新增人民币贷款规模分别1.56万亿/1.36万亿，均低于市场一致预期1.99万亿/1.45万亿；5月社融存量增速为9.5%，增速环比4月回落0.5pct。

● 国内经济复苏程度依然较弱，企业实际生产、扩张需求偏低

虽然，企业中长期信贷扩张速度维持较高水平。2023年5月新增企业中长期信贷7698亿元，同比多增2147亿元，累计同比70.2%，已经连续5个月处于65%以上，表面企业具备潜在生产、扩张的意愿；然而，M1增速仅有4.7%，叠加1~4月工业用电回升力度依然偏弱，意味着企业实际生产、扩张需求依然偏低，或主要受到高库存及弱需求掣肘。从微观角度来看，目前我国经济尚处于主动去库的尾声，PPI处于负值扩张区间，导致企业实际利率成本攀升，回报率下降，从而影响到微观生产者的积极性，并通过向宏观传导，短期内对国内经济复苏增强形成掣肘。我们早在《短期人民币仍有贬值压力，6月偏谨慎》中提出：降息预期增强及关注6月窗口。事实上，6月13日央行宣布7天逆回购利率下降10BP，未来仍有望下调MLF及LPR利率，一定程度加快企业盈利能力修复。

● 国内经济仍处于复苏通道之中，无需过于悲观

一方面，企业短融累计同比继续回落，反应企业现金流趋于改善。2023年5月短融累计同比-47.2%，增速环比回落13.1pct，意味着企业现金流趋势性改善，往往可以作为企业未来盈利修复的先行指标。另一方面，居民短期贷款在消费抑制释放之后依然保持正增长，且存款增速进一步放缓，或反应内需仍在缓慢修复。2023年5月居民新增短贷1988亿元，同比多增148亿元；存款累计同比17.6%，增速环比4月回落4.7pct。我们判断后续政策发力焦点或仍将围绕“薪资与就业”，从根本上促使居民敢于消费、愿意消费。此外，居民中长期信贷出现企稳迹象，将有利于地产销售逐步筑底。2023年5月居民中长期贷款累计同比-12.8%，增速环比4月回升7.4pct，自3月以来居民中长期贷款累计降幅已明显收窄至“低双位数”水平。一旦该指标企稳回升，预计房地产销售面积将大概率筑底，并有望走出趋势性改善。

● A股市场短期仍有调整压力，但下行空间已较为有限

我们对于A股市场及配置观点如下：一是中美利差“倒挂”或将继续扩大，人民币汇率短期仍有贬值压力，或对A股表现形成掣肘；二是国内经济仍处于复苏通道之中，复苏程度实质性提升只是时间问题，预计市场进一步调整空间较为有限，“反转行情”有望出现在2023H2；三是建议不宜追高，待进一步调整后右侧“进攻”；四是维持“拥抱成长”观点，短期难以出现风格切换，建议配置盈利确定性与性价比，可以关注我们的“底部反转”三类策略。

● **风险提示：**消费能力回升弱于预期、库存去化慢于预期、M1及工业用电修复持续弱于预期。

相关研究报告

《挖掘“洼地”中机会，构建三类“底部反转”策略—投资策略周报》-2023.6.11

《人民币贬值周期回溯与启示：防御当下，布局长远—投资策略周报》-2023.6.4

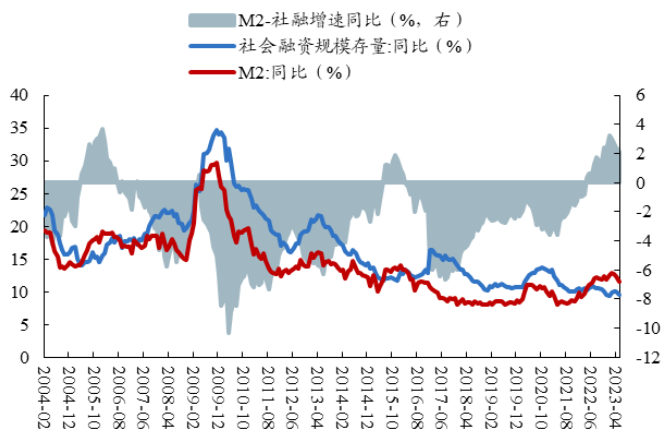
《开源金股，6月推荐—投资策略专题》-2023.5.30

附图 1: 市场剩余流动性仍趋于缓慢回升



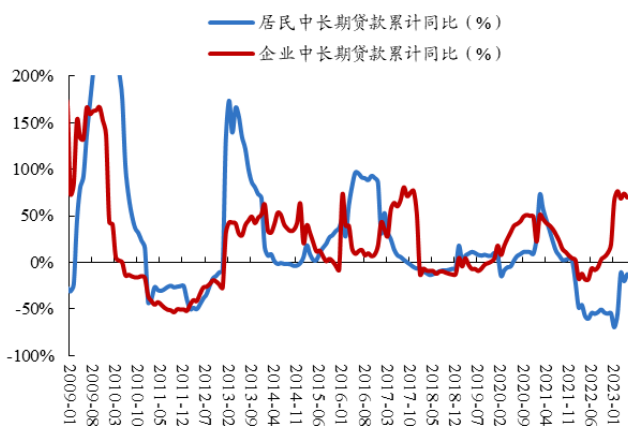
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 5 月社融增速回落, M2-社融收敛



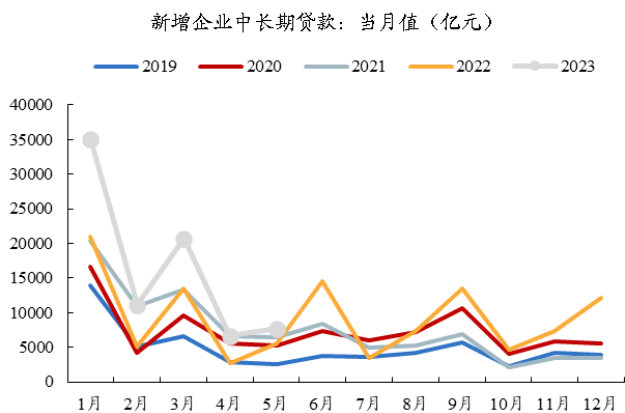
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 5 月企业和居民中长期贷款增速继续分化



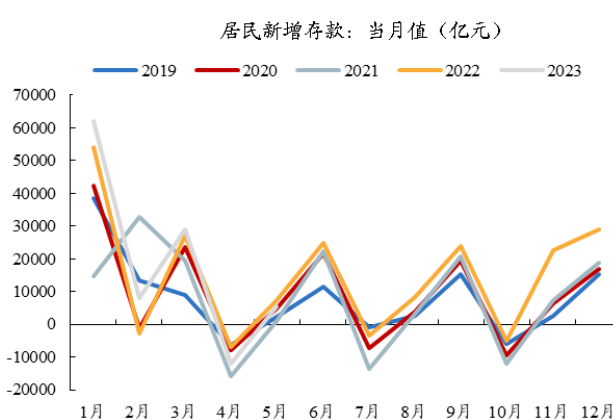
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 2023 年 5 月新增企业中长期贷款好于历史均值



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 2023 年 5 月居民存款存在季节性回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn