

5月金融数据: 预计下半年仍有降准、降息

核心观点

2023年5月信贷、社融、M2继续走弱,居民超额储蓄相较4月余额继续积累,体现其短期较难向消费、购房大量释放。我们继续提示5月5日年中策略报告《水到渠成,股债双牛》的观点:流动性是驱动“股债双牛”的核心逻辑,一方面,今年下半年经济压力客观存在,但货币政策仍有宽松空间,预计下半年仍有降准、降息,我们预计利率债收益率年内低点或可至2.4%左右,无风险收益率继续下行并带动成长股发力,形成股债双牛的格局;另一方面,我们认为居民大体量超额储蓄淤积金融体系,是导致当前流动性过剩、拥挤交易形成资产荒的核心原因之一,也是后续股市增量资金的最大不确定性来源。

□ 5月信贷新增1.36万亿,信贷较弱符合我们预期

2023年5月,人民币贷款新增1.36万亿,同比少增5418亿元,略低于我们预测的1.5万亿及wind一致预期的1.45万亿。5月信贷增速较前值回落0.4个百分点至11.4%。

5月信贷同比少增主要来自企业票据融资及短期贷款,而企业中长期贷款、居民端贷款实现了同比多增:

5月企业贷款增加8558亿元,同比少增约6742亿元,其中,短期贷款增加350亿元,中长期贷款增加7698亿元,票据融资增加420亿元,同比变动分别约-2292、+2147、-6709亿元。企业中长期贷款保持多增,我们认为基建、制造业(尤其是科创、绿色)、普惠小微等领域是主要投向,地产为边际增量。根据央行4月20日新闻发布会披露数据,一季度基建中长期贷款新增2.16万亿元,同比多增7771亿元;制造业中长期贷款新增1.3万亿元,同比多增6237亿元;房地产业中长期贷款新增6536亿元,同比多增3791亿元。另外,我们认为在利率下行、净息差回落的大环境下,银行倾向于增加企业中长期贷款投放,一方面符合政策引导思路,另一方面也可获得更高的利息收入。5月票据融资大幅同比少增主因去年银行“冲票据”形成的较高基数(7129亿元)。

5月住户贷款增加3672亿元,同比小幅多增约784亿元,其中,短期、中长期贷款分别增加1988、1684亿元,同比分别增加约148和637亿元,5月居民消费活动受假期推动,短期贷款同比改善;地产销售高频仍然低迷,但去年疫情冲击按揭贷线下业务办理,导致居民中长期贷款基数较低,由此今年也实现了多增,预计该特征在后续几个月也将有所延续。

5月非银贷款增加604亿元,同比多增约143亿元,相对符合季节性。

□ 5月社融新增1.56万亿,同比大幅少增

5月社会融资规模增量为1.56万亿(同比大幅少增1.31万亿),低于我们预期的1.98万亿和wind一致预期的2万亿。5月社融增速较前值回落0.5个百分点至9.5%。

结构上,5月同比少增主要来自人民币贷款、政府债券、企业债券和未贴现银行承兑汇票。5月社融口径人民币贷款增加1.22万亿元,较人民币贷款口径信贷少约1400亿元,部分源自非银贷款增加的604亿元,其他部分我们认为可能来自5月外币贷款的增加,预计净增800亿左右体量。

5月政府债券增加5571亿元,同比少增约5011亿元,由于去年专项债发行和使用进度较为前置,有6月底发完、8月底用完的进度安排,去年5、6月社融的政府债券项目分别增加了1.06和1.62万亿,形成高基数,均对今年形成同比压力。进一步,这也意味着今年下半年同比角度大概率将有多增,对社融形成结构性支撑。若按今年年初的财政预算数据,我们估算今年6-12月社融政府债券项目将较去年同期多增约7500亿元。

5月企业债券减少2175亿元,同比少增2541亿元,虽然当前信用债收益率维持低位,但受当前企业融资需求不足及信贷(尤其是企业中长期贷款)的挤出效应

分析师:李超

执业证书号: S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师:孙欧

执业证书号: S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《降息是股债双牛的起点》
2023.06.13
- 2 《5月通胀解读: CPI低位运行, PPI继续下探》
2023.06.09
- 3 《出口回落不慌, 结构重于趋势——2023年5月进出口数据的背后》
2023.06.08

影响，该数据维持低迷，后续仍有赖于需求的恢复。

5月末贴现银行承兑汇票减少1797亿元，同比多减729亿元，5月经济基本面活跃度降低，且票据到期量较大，使得数据回落，根本性仍是经济活跃度的问题。

5月信托贷款、股票融资、委托贷款实现了小幅同比多增。信托贷款增加303亿元，同比多增922亿元，股票融资753亿元，同比多461亿元，委托贷款增加35亿元，同比多增167亿元。信托贷款主要受地产金融政策影响，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，金融机构继续积极落实，支撑信托贷款数据，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的。委托贷款走势稳健，边际增量或来自公积金贷款。

□ M2增速有所回落

5月末，M2增速下行0.8个百分点至11.6%，与我们的预测值11.7%较为相近，wind一致预期为12.1%，数据下行主因信贷转弱及去年基数走高的影响。我们预计至年底数据将波动下行，年末降至10.6%，较2022年末的11.8%和2023年4月的12.4%均有明显回落，但仍明显高于GDP实际增速+CPI增速。从数据走势看，我们认为年内M2的下行速度将是较为缓慢的，财政支出保持韧性、居民超额储蓄难以有效释放是主要原因。

5月人民币存款增加1.46万亿，同比少增1.58万亿元。其中，住户存款增加5364亿元，非金融企业存款减少1393亿元，财政性存款增加2369亿元，非银行业金融机构存款增加3221亿元。

我们想继续提示居民超额储蓄仍在继续积累，预计未来较难大量释放至消费、购房。结合5月居民存款数据，我们估算2020年-2023年5月我国居民超额储蓄体量已增长至6.61万亿，相较上月继续增加约1500亿元，相比去年末则已大幅增加了1.76万亿，也就是说，即使疫情因素消退，居民仍在积累超额储蓄，这符合我们此前的判断。我们认为，经济结构转型升级是导致居民对未来收入预期悲观的根本性原因，疫情在一定程度上掩盖了其影响，也因此居民超额储蓄的释放将是一个较为缓慢的过程。

5月末M1增速较前值下行0.6个百分点至4.7%，虽然去年基数走低叠加今年五一假期居民出行消费相对活跃，但地产销售低迷仍然是拖累。M1的主要影响因素是企业活期存款，其与消费类相关行业的现金流直接关联，由于我们判断居民消费、购房活动修复是渐进的，幅度可能相对较弱，预计M1增速年内后续大概率波动上行，但速度较为缓慢。

5月末M0同比增速9.6%，较前值回落0.9个百分点，主要受去年基数走高影响，当前位置仍然较高，这与2020年、2022年表现相似，体现经济修复的结构性失衡，三四线城市及农村地区经济改善略弱，导致持币需求增加。

□ 6月13日央行降息意味着货币政策宽松基调确认，预计下半年仍有降准、降息

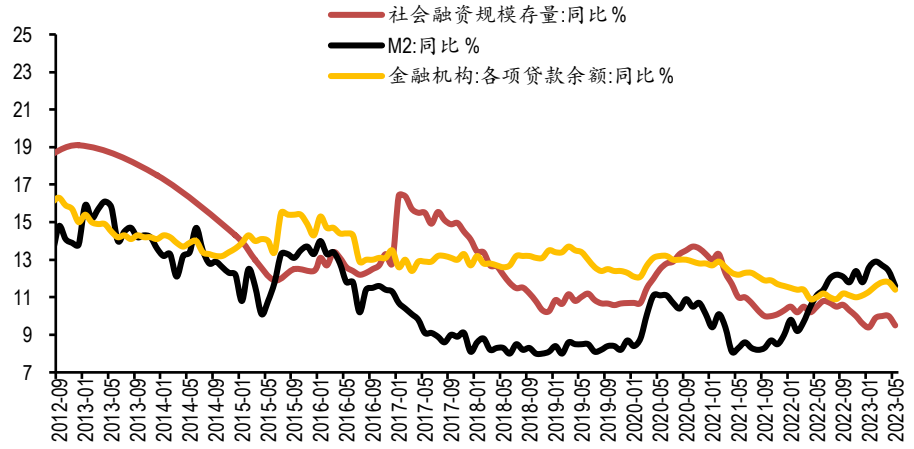
6月13日，央行降低7天逆回购利率10BP，本次降息较为符合我们预期，意味着货币政策宽松基调确认，我们认为其将是股债双牛行情的起点。我们认为降息的核心诉求是为企业降低融资成本，改善经营困境。预计6月15日MLF利率将同幅度调降，进一步带动20日LPR报价下降，但或呈现期限非对称性。展望后续，我们坚持下半年仍有降准、降息的判断。

对于金融数据后续走势，去年6、9月在政策驱动下是信贷极高值，而7月是极低值，即未来几个月相邻月份间的信贷表现波动仍然较大，这也将对今年的各月构成差异化的基数影响，同时由于数据频繁的波动，也将扰动市场对于信用表现的预期，我们预计下半年信贷增量或是同比少增的，信贷增速也将是逐步小幅回落的趋势，预计年末降至10.5%，较2022年末回落0.6个百分点。另一方面，**承压的经济基本面和较低的金融数据可能是触发货币政策进一步宽松的核心驱动力。**结合我们对全年信贷体量的判断，我们测算一季度信贷增量占全年比重或高达45%-47%，处于历史极高值区间，其中也隐含了对下半年可能再次降准的判断。

□ 风险提示

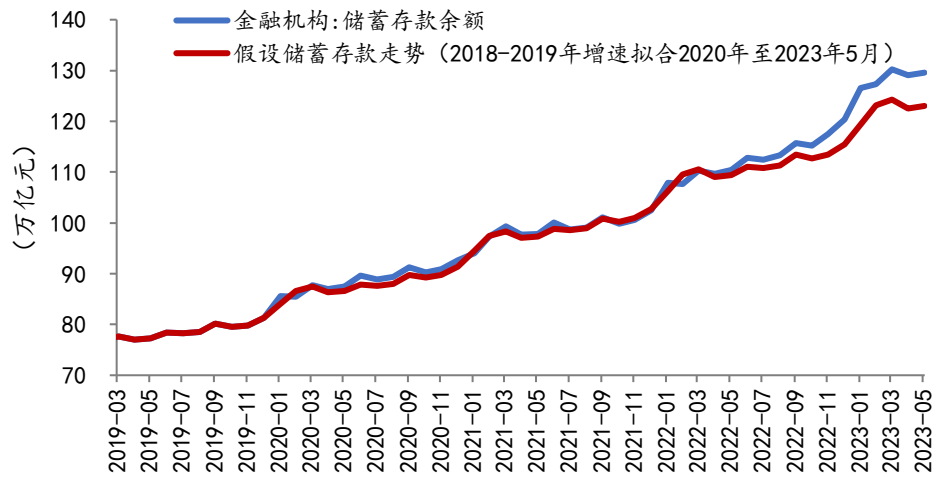
企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 居民超额储蓄持续积累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>