



Research and
Development Center

5 月社融和信贷不及预期，稳增长仍需发力

银行

2023 年 06 月 14 日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

联系电话: 16621184984

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

5月社融和信贷不及预期，稳增长仍需发力

2023年06月14日

本期内容提要:

- **5月社融低于预期，主要源于直融和信贷乏力。**5月社融新增1.56万亿元，低于市场预期（万得一致预测1.99万亿元）。新增社融同比少增1.31万亿元，主要源于票据融资和政府债券拖累，而企业中长期贷款仍为主要动力。5月末社融存量同比增速较上月下降0.5pct至9.5%。
- **信贷需求不足，但结构有所优化。**5月对实体经济发放的人民币贷款增加1.22万亿元，低于市场预期（万得一致预测1.45万亿元），同比少增6173亿元。分部门看：**1) 居民信贷回暖转正，同比多增784亿元。**其中，居民短期贷款同比多增148亿元，或得益于假期消费需求提升；居民中长期贷款同比多增637亿元，主要得益于去年基数偏低，其次或得益于商品房销售回暖和提前还款压力边际减轻。**2) 企业信贷在高基数下同比少增6742亿元。**其中，企业短期贷款同比少增2292亿元，票据融资同比少增6709亿元，主要源自去年同期票据冲量创历史新高，而今年监管部门调控信贷节奏，冲量需求下降；企业中长期贷款同比多增2147亿元，或仍以基建、制造业、服务业为主要投向。
- **直接融资为主要拖累，表外融资同比改善。**5月直接融资同比少增7091亿元，其中政府债券同比少增5011亿元，是本月社融的主要拖累项，或源于去年同期政府债集中发行基数偏高；企业债同比少2541亿元，或源于融资需求偏弱环境下受到低价信贷的挤压。5月表外融资同比少减360亿元，其中未贴现银行承兑汇票同比多减729亿元；委托贷款和信托贷款合计同比多1089亿元，非标处于改善通道。
- **存款增速放缓，M2-M1剪刀差收窄。**5月末，人民币存款余额同比增长11.6%，增速比上月末低0.8pct。5月人民币存款同比少增1.58万亿元，主要源自非金融企业存款同比少增1.24万亿元，或与去年5月留抵退税导致的高基数有关。居民存款同比少增2029亿元，或源于消费、资本和理财市场回暖及提前还贷。M1同比增长4.7%，增速较上月末下降0.6pct，反应资金活化程度有所下降；M2同比增长11.6%，增速较上月末下降0.8pct；M2-M1剪刀差6.9%，较上月末收窄0.2pct。
- **投资建议：**5月社融和信贷继续低于市场预期，我们认为一定程度上源于去年高基数效应和今年财政、信贷前置发力，但本质还是源于当前经济内生动能偏弱、需求不足，市场信心有待提振，稳增长政策仍需发力。我们认为，当前银行所处政策环境较为友好，监管部门着力呵护银行息差和盈利能力，引导存款利率下行，缓解了市场对银行单边让利的担忧。未来随着经济复苏，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。个股方面，建议关注一是“中特估”主线下基本面稳健、低估值、高股息的国有大行，如**中国银行、农业银行、邮储银行**；二是有望享受区域红利的优质个股，如**宁波银行、江苏银行、瑞丰银行**。
- **风险因素：**经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发

目 录

一、5月社融和信贷不及预期，稳增长仍需发力	4
1.1、5月社融低于预期，主要源于直融和信贷乏力	4
1.2、居民信贷再次转正，企业信贷高基数下回落	5
1.3、直接融资为主要拖累，表外融资同比改善	7
1.4、存款增速放缓，M2-M1剪刀差收窄	8
二、投资建议：期待政策发力，首选国有大行	9
三、风险因素	9

表 目 录

表 1：新增社会融资规模结构	5
表 2：监管部门有关信贷投放节奏的表态	5
表 3：新增贷款结构	7
表 4：表外融资和直接融资结构	8

图 目 录

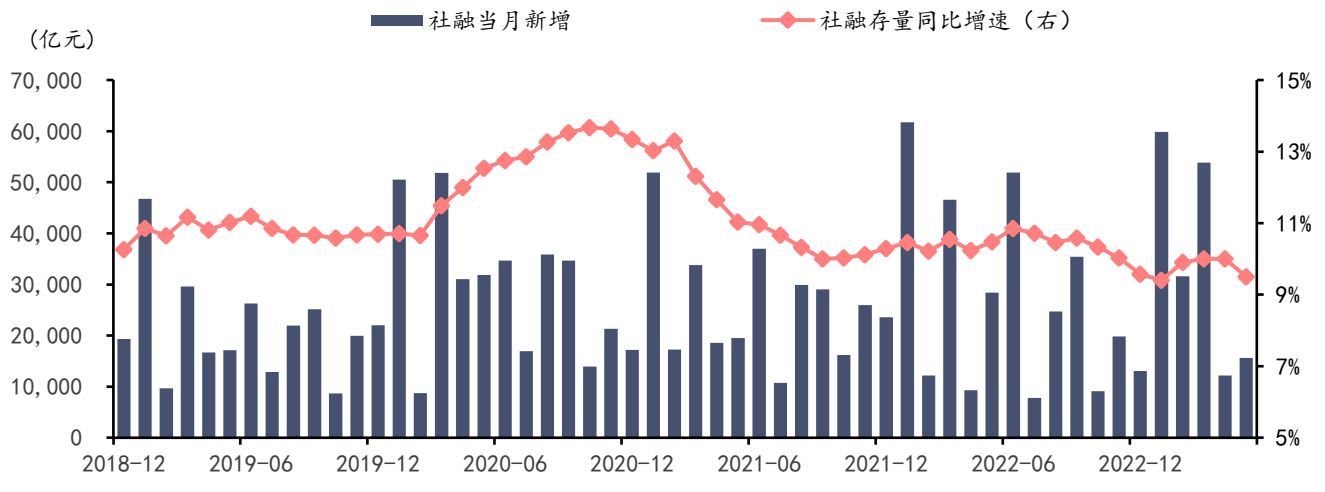
图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速	4
图 2：社融结构（同比多增）	4
图 3：信贷结构（同比多增）	6
图 4：信贷结构——居民端（同比多增）	6
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）	6
图 6：直接融资结构（同比多增）	7
图 7：表外融资结构（同比多增）	8
图 8：M1 和 M2 同比增速	9

一、5月社融和信贷不及预期，稳增长仍需发力

1.1、5月社融低于预期，主要源于直融和信贷乏力

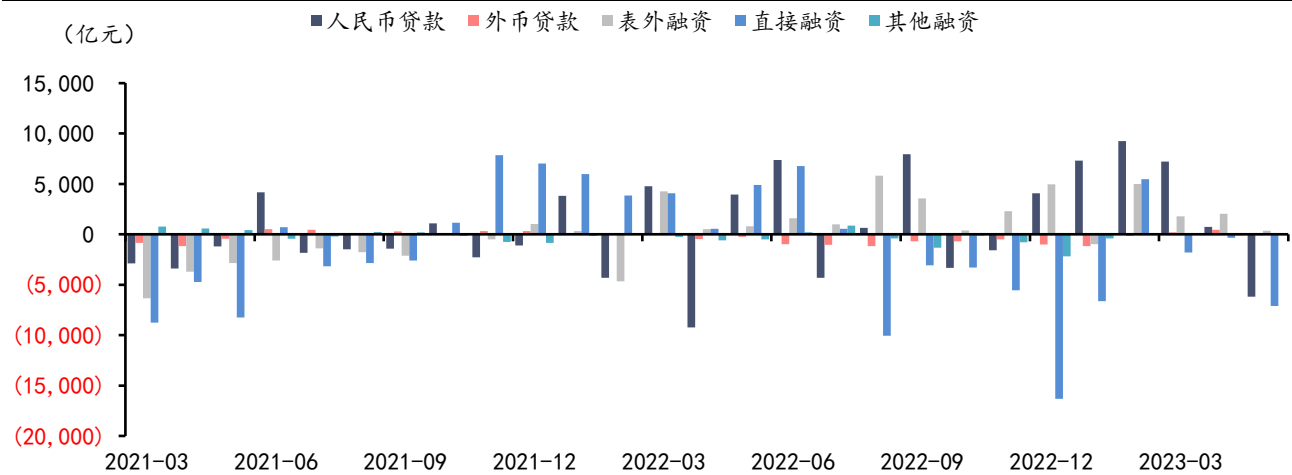
5月社融新增1.56万亿元，低于市场预期（万得一致预测1.99万亿元），主要源于直接融资和人民币贷款乏力。5月新增社融同比少增1.31万亿元，主要源于票据融资同比少增6709亿元和政府债券同比少增5011亿元，主要正面贡献仍源自企业中长期贷款同比多增2147亿元。5月末社融存量同比增长9.5%，增速较上月下降0.5pct。

图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 2：社融结构（同比多增）



资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 1：新增社会融资规模结构

当月值 (亿元)	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
社会融资规模	13058	59871	31620	53845	12171	15600
人民币贷款	14401	49314	18184	39487	4431	12200
外币贷款	(1665)	(131)	310	427	(319)	(338)
表外融资	(1419)	3485	(80)	1922	(1145)	(1459)
直接融资	(635)	6657	12381	9963	8384	4149
其他融资	2376	546	825	2046	820	1048
同比多增 (亿元)	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
社会融资规模	(10522)	(1959)	19500	7079	2729	(13100)
人民币贷款	4051	7308	9241	7196	729	(6173)
外币贷款	(1016)	(1162)	(170)	188	441	(98)
表外融资	4969	(996)	4973	1787	2029	360
直接融资	(16327)	(6646)	5464	(1819)	(346)	(7091)
其他融资	(2199)	(463)	(8)	(273)	(124)	(98)

资料来源：WIND、信达证券研发中心

1.2、居民信贷再次转正，企业信贷高基数下回落

5月对实体经济发放的人民币贷款增加1.22万亿元，低于市场预期（万得一致预测1.45万亿元），同比少增6173亿元，主要是票据融资在去年高基数下回落所致。**分部门来看：**

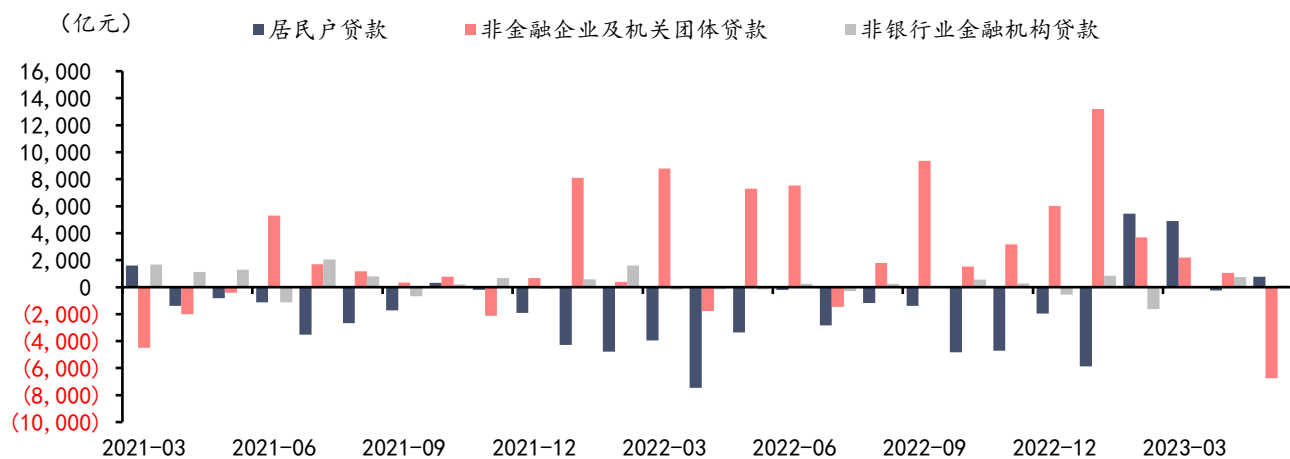
1) 居民端信贷表现回暖，信贷结构优化：5月居民贷款新增3672亿元，同比多增784亿元，较4月有所改善。其中，①居民短期贷款增加1988亿元，同比多增148亿元，或与五一假期消费需求回暖有关；②居民中长期贷款增加1684亿元，同比多增637亿元，主要得益于去年基数偏低，其次或得益于5月30大中城市商品房成交面积同比增长24.5%和提前还款压力边际减轻。6月以来多地出台房地产优化政策，主要集中在降低首付比例、优化公积金、优化限购等方面，未来或将一定程度上改善居民信贷需求。

2) 企业端信贷同比少增，高基数为主因：5月企业贷款新增8558亿元，同比少增6742亿元。其中，①企业短期贷款新增350亿元，同比少增2292亿元，票据融资新增420亿元，同比少增6709亿元，主要源自去年同期票据冲量创历史新高，而今年信贷投放明显前置的情况下，3月以来监管部门开始调控信贷节奏，要求总量适度、节奏平稳，信贷冲量需求下降；②企业中长期贷款新增7698亿元，同比多增2147亿元，或仍以基建、制造业、服务业为主要投向。

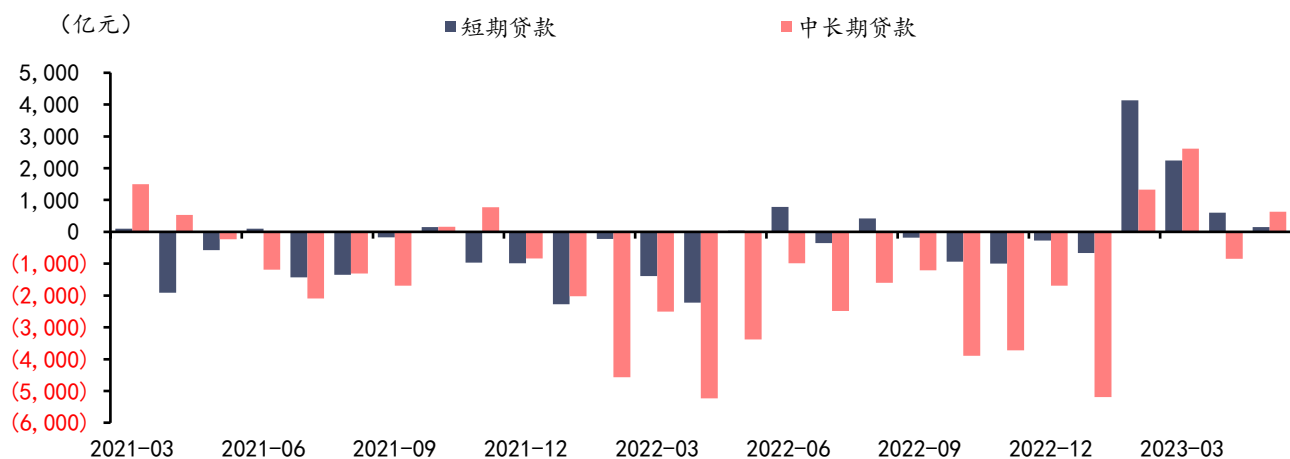
表 2：监管部门有关信贷投放节奏的表态

时间	部门	会议	相关内容
2023年3月3日	国新办	新闻发布会	货币信贷的总量要适度，节奏要平稳
2023年3月5日	人民银行	两会	不盲目追求信贷高增长
2023年4月7日	人民银行	一季度货币政策例会	保持信贷合理增长、节奏平稳
2023年5月15日	人民银行	2023Q1货币政策执行报告	保持货币信贷合理增长……引导金融机构更加注重把握好节奏与力度，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性

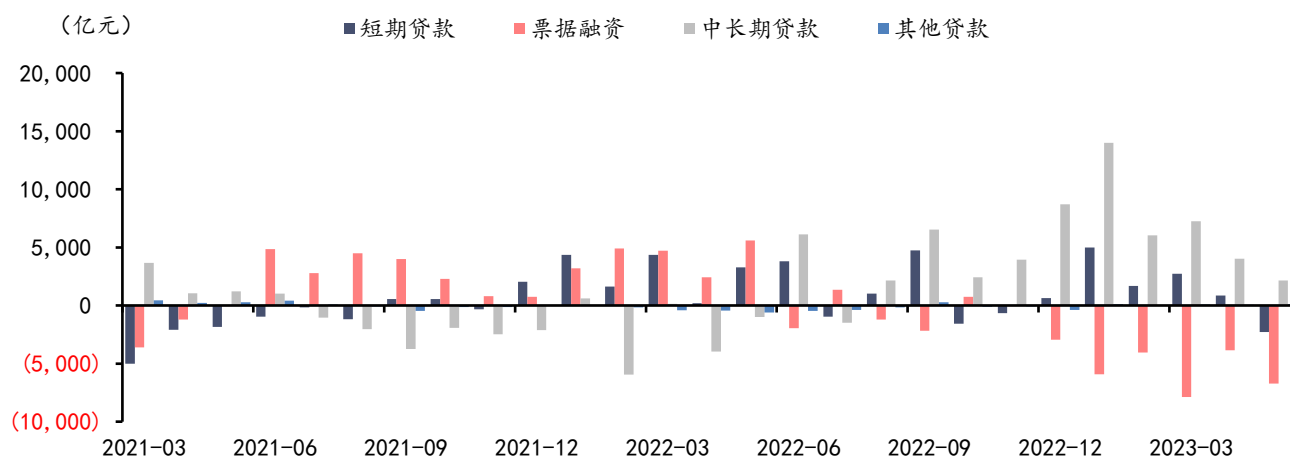
资料来源：国新办、人民银行、财联社、信达证券研发中心

图 3：信贷结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 4：信贷结构——居民端（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 3：新增贷款结构

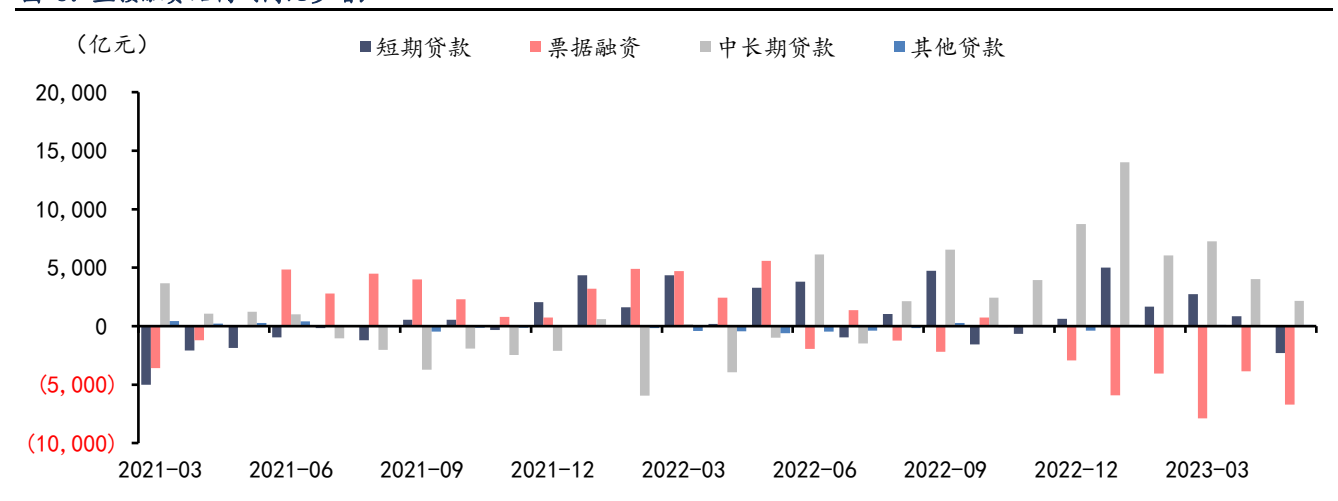
当月值 (亿元)	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
居民户贷款	1753	2572	2081	12447	(2411)	3672
短期贷款	(113)	341	1218	6094	(1255)	1988
中长期贷款	1865	2231	863	6348	(1156)	1684
非金融企业及机关团体贷款	12637	46800	16100	27000	6839	8558
短期贷款	(416)	15100	5785	10815	(1099)	350
票据融资	1146	(4127)	(989)	(4687)	1280	420
中长期贷款	12110	35000	11100	20700	6669	7698
其他贷款	(203)	827	204	172	(11)	90
同比多增 (亿元)	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
居民户贷款	(1963)	(5858)	5450	4908	(241)	784
短期贷款	(270)	(665)	4129	2246	601	148
中长期贷款	(1693)	(5193)	1322	2613	(842)	637
非金融企业及机关团体贷款	6017	13200	3700	2200	1055	(6742)
短期贷款	638	5000	1674	2726	849	(2292)
票据融资	(2941)	(5915)	(4041)	(7874)	(3868)	(6709)
中长期贷款	8717	14000	6048	7252	4017	2147
其他贷款	(397)	115	19	96	57	112

资料来源：WIND、信达证券研发中心

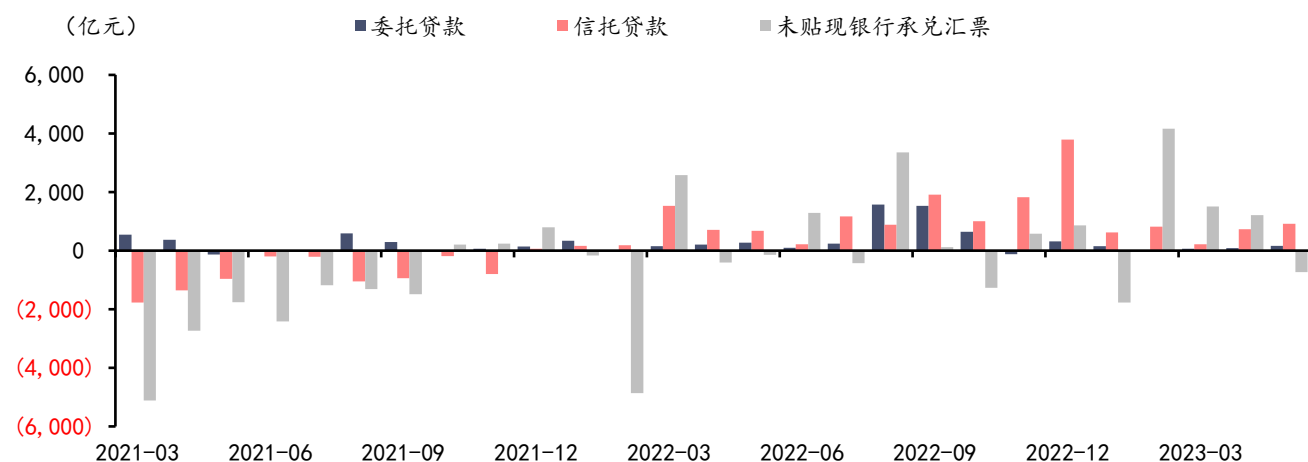
1.3、直接融资为主要拖累，表外融资同比改善

5月直接融资新增4149亿元，同比少增7091亿元，其中政府债券新增5571亿元，同比少增5011亿元，是本月社融的主要拖累项，或源自去年同期政府债集中发行基数偏高；企业债减少2175亿元，同比少2541亿元，或源于融资需求偏弱的环境下，受到了低价信贷的挤压。

5月表外融资减少1459亿元，同比少减360亿元，其中未贴现银行承兑汇票减少1797亿元，同比多减729亿元；委托贷款和信托贷款合计新增338亿元，规模较小，同比多1089亿元，非标处于改善通道。

图 6：直接融资结构 (同比多增)


资料来源：WIND、信达证券研发中心

图 7：表外融资结构（同比多增）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

表 4：表外融资和直接融资结构

当月值 (亿元)	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
表外融资	(1419)	3485	(80)	1922	(1145)	(1459)
委托贷款	(101)	584	(77)	175	83	35
信托贷款	(764)	(62)	66	(45)	119	303
未贴现银行承兑汇票	(554)	2963	(69)	1792	(1347)	(1797)
直接融资	(635)	6657	12381	9963	8384	4149
企业债券融资	(4887)	1553	3672	3334	2843	(2175)
非金融企业境内股票融资	1443	964	571	614	993	753
政府债券	2809	4140	8138	6015	4548	5571
同比多增 (亿元)	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05
表外融资	4969	(996)	4973	1787	2029	360
委托贷款	315	156	(3)	68	85	167
信托贷款	3789	618	817	214	734	922
未贴现银行承兑汇票	865	(1770)	4159	1505	1210	(729)
直接融资	(16327)	(6646)	5464	(1819)	(346)	(7091)
企业债券融资	(7054)	(4285)	62	(416)	(809)	(2541)
非金融企业境内股票融资	(408)	(475)	(14)	(344)	(173)	461
政府债券	(8865)	(1886)	5416	(1059)	636	(5011)

资料来源：WIND、信达证券研发中心

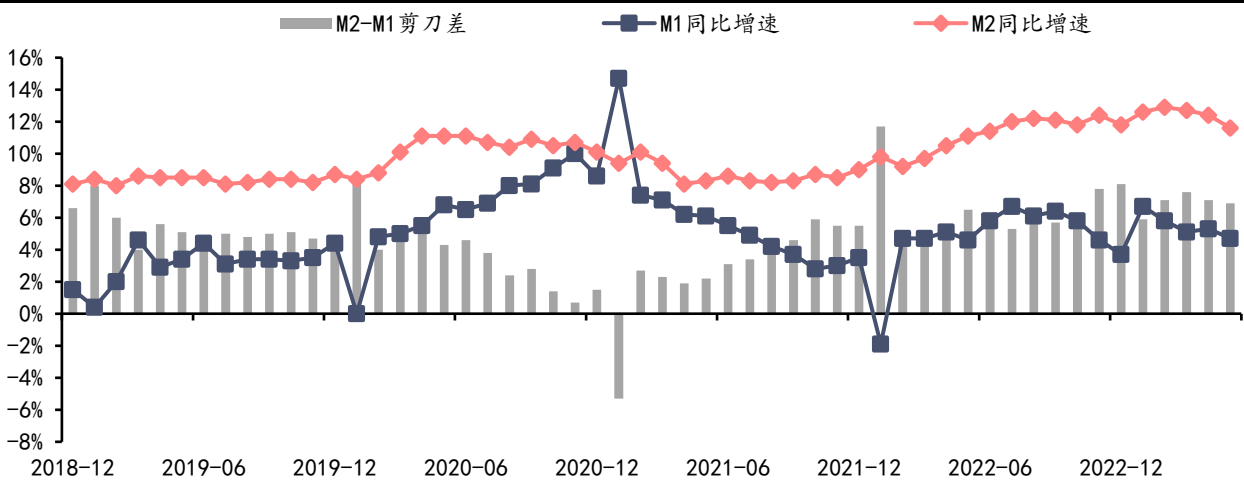
1.4、存款增速放缓，M2-M1 剪刀差收窄

5 月末，人民币存款余额同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8pct。5 月人民币存款增加 1.46 万亿元，同比少增 1.58 万亿元，主要源自非金融企业存款同比少增 1.24 万亿元，或与去年 5 月留抵退税导致的高基数有关。居民存款新增 5364 亿元，同比少增 2029 亿元，或源于消费、资本和理财市场回暖及提前还贷。

5 月末，M1 同比增长 4.7%，增速较上月末下降 0.6pct，反应资金活化程度有所下降；M2 同比增长 11.6%，增速

较上月末下降 0.8pct；M2-M1 剪刀差 6.9%，较上月末收窄 0.2pct。

图 8：M1 和 M2 同比增速



资料来源：WIND、信达证券研发中心

二、投资建议：期待政策发力，首选国有大行

5 月社融和信贷继续低于市场预期，我们认为一定程度上源于去年高基数效应和今年财政、信贷前置发力，但本质还是源于当前经济内生动能偏弱、需求不足，市场信心有待提振，稳增长政策仍需发力。我们认为，当前银行所处政策环境较为友好，监管部门着力呵护银行息差和盈利能力，引导存款利率下行，缓解了市场对银行单边让利的担忧。未来随着经济复苏，银行信贷需求和风险水平有望逐步改善。个股方面，建议关注以下两条投资主线：一是“中特估”主线下基本面稳健、低估值、高股息的国有大行，如中国银行、农业银行、邮储银行；二是有望享受区域红利的优质个股，如宁波银行、江苏银行、瑞丰银行。

三、风险因素

经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

机构销售联系

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。