

会是新一轮降息周期的开始吗？

5月金融数据兼OMO利率下调点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：何帅辰

邮箱：heshuaichen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

⊕事件：2023年6月13日，中国人民银行公布2023年5月份金融数据显示：2023年5月新增人民币贷款1.36万亿元，预期1.55万亿元，去年同期7188亿元；新增社融1.56万亿元，预期1.9万亿元，去年同期1.22万亿元；社融增速9.5%，前值10%；M2同比11.6%，前值12.4%；M1同比4.7%，前值5.3%。同日，央行下调OMO和SLF政策利率各10bp。

⊕对此我们点评如下：

5月货币供需两端均出现明显回落，新增信贷、社融等主要分项均出现不同程度的下降。主要是由于经济复苏动能明显放缓，居民、企业融资需求意愿不高；且一季度信贷的强势表现对信贷造成的透支效应仍未消除。5月M1、M2同比均大幅回落，且M2-M1剪刀差仍然较阔，这可能指向实体活力依然不足，且资金使用效率仍旧不高。

同日央行宣布下调OMO政策利率10BP，现在会是新一轮降息周期的开始吗？我们认为，此次政策利率的下调更多体现了“稳增长”背景下，央行对于经济的呵护，以及信心预期的提振作用。

总的来看，近期无论是存款利率还是逆回购利率的下调都是对银行负债成本的调降，这种调降，一方面可以释放贷款利率的调降空间（MLF利率和LPR的报价也有跟随调降的空间），另一方面，在当前美债利率预期达到顶部的时间窗口，对我国的负面影响相对也更小。因此，我们认为，政策的预期作为积极变量的力量在增强，这种预期对市场会产生正面影响，但在目前相对明确的政策定力基调下，也需要警惕政策预期差对未来带来潜在的波动风险。

⊕风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

事件：

2023年6月13日，中国人民银行公布2023年5月份金融数据显示：

2023年5月新增人民币贷款1.36万亿元，预期1.55万亿元，去年同期7188亿元；

新增社融1.56万亿元，预期1.9万亿元，去年同期1.22万亿元；

社融增速9.5%，前值10%；M2同比11.6%，前值12.4%；M1同比4.7%，前值5.3%。

同日，央行下调OMO和SLF政策利率各10bp。

核心观点：

5月货币供需两端均出现明显回落，新增信贷、社融等主要分项均出现不同程度的下降。主要是由于经济复苏动能明显放缓，居民、企业融资需求意愿不高；且一季度信贷的强势表现对信贷造成的透支效应仍未消除。5月M1、M2同比均大幅回落，且M2-M1剪刀差仍然较阔，这可能指向实体活力依然不足，且资金使用效率仍旧不高。

同日央行宣布下调OMO政策利率10bp，现在会是新一轮降息周期的开始吗？我们认为，此次政策利率的下调更多体现了“稳增长”背景下，央行对于对经济的呵护，以及信心预期的提振作用。

总的来看，近期无论是存款利率还是逆回购利率的下调都是对银行负债成本的调降，这种调降，一方面可以释放贷款利率的调降空间（MLF利率和LPR的报价也有跟随调降的空间），另一方面，在当前美债利率预期达到顶部的时间窗口，对我国的负面影响相对也更小。因此，我们认为，政策的预期作为积极变量的力量在增强，这种预期对市场会产生正面影响，但在目前相对明确的政策定力基调下，也需要警惕政策预期差对未来带来潜在的波动风险。

1. 信贷规模弱于预期

5月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元。分部门看，住户贷款增加3672亿元，其中，短期贷款增加1988亿元，中长期贷款增加1684亿元；企（事）业单位贷款增加8558亿元，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；非银行业金融机构贷款增加604亿元。

5月信贷数据结束了今年初以来持续同比多增的趋势，首次转为同比少增。从5月份以来的票据利率等方面已经提前暗示出信贷数据或将表现一般，但实际数据依然低于市场预期。总的来看，5月信贷延续乏力反映出目前基本面复苏运转的不畅。

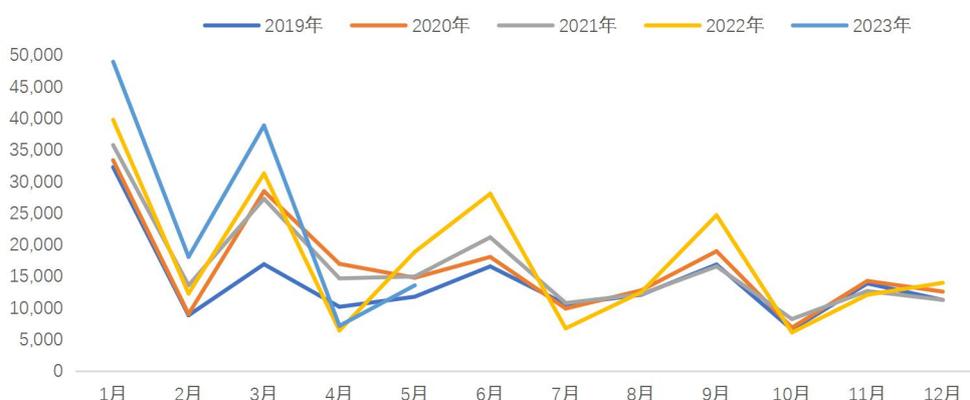
一方面，4月以来经济复苏动能明显放缓，居民、企业融资需求意愿不高；另外一方面，一季度信贷的强势表现对信贷造成的透支效应仍未消除，银行在完成一季度央行靠前发力的指导后，供给端投放意愿也逐步回归正常，银行票据冲量的意愿也不高。此外，地产销售持续偏弱，居民继续加杠杆意愿不强。

分部门来看，居民部门贷款同比多增785亿元。具体来看，五一黄金周居民旅游出行相对火热，带动短期贷款增加1988亿元，同比小幅多增。但消费仍主要集中于服务等相关领域，对整体居民新增信贷的支持较为有限。中长期贷款增加1684亿元，同比多增637亿元，主要

与去年同期基数较低有较大关系。相较 2021 年同期来看依然偏低，也于 5 月份地产销售面积表现疲弱相呼应。在居民收入预期未能有效改善前，短期居民中长期信贷或延续偏弱的表现。

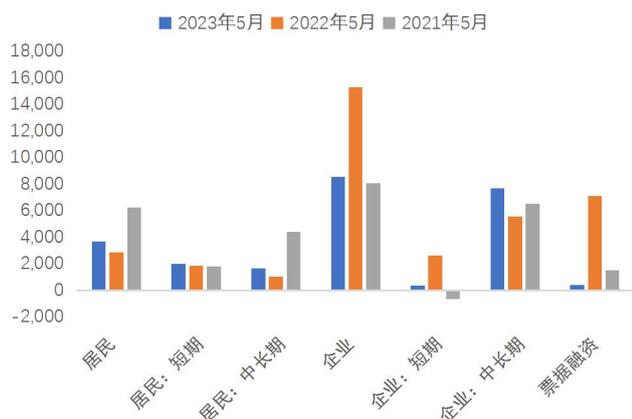
企业贷款同比少增 6742 亿元，延续“短期弱，长期强”的特征。其中，短期贷款同比少增 2292 亿元；中长期贷款同比多增 2147 亿元，但同比多增幅度有所回落。主要原因：当前多数行业处在“主动去库存”的周期中，5 月制造业 PMI 数据表现不佳，制造业供需两端景气度延续回落，显示出企业对未来经营预期偏谨慎的情况下，主动扩产意愿不强。票据融资同比大幅少增 6709 亿元。一方面，是由于 2022 年 5 月票据融资冲量带来的较高基数，但从经验来看，在贷款需求不足时，银行往往会通过票据等方式冲量，但 5 月票据融资远低于季节性水平，或也说明银行净息差环比收窄的背景下，信贷供给意愿也出现了下滑。

图 1：5 月新增信贷规模情况（亿元）



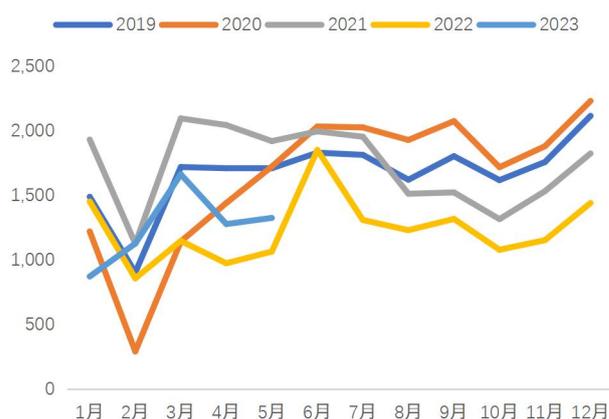
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 2：5 月新增信贷分项情况（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 3：5 月 30 大中城市商品房成交面积情况(万平方米)



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

2. 社融同比少增，企业、政府融资放缓

5 月社会融资规模增量为 1.56 万亿元，同比少增 1.31 万亿元。社融存量的同比增速较上月下行 0.5 个百分点至 9.5%。社融的同比少增主要来源于信贷、政府债券和企业债券。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.22 万亿元，同比少增 6173 亿元；对实体经济发放的外币

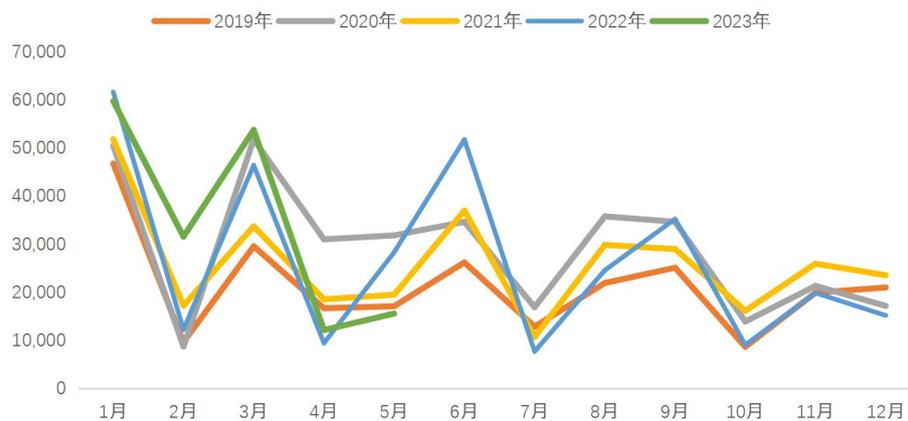
贷款折合人民币减少 338 亿元，同比多减 98 亿元；委托贷款增加 35 亿元，同比多增 167 亿元；信托贷款增加 303 亿元，同比多增 922 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1797 亿元，同比多减 729 亿元；企业债券融资净减少 2175 亿元，同比少 2541 亿元；政府债券净融资 5571 亿元，同比少 5011 亿元；非金融企业境内股票融资 753 亿元，同比多 461 亿元。

企业债方面，5 月企业债净融资规模同比进一步多减，一方面源于企业主动去库存下融资需求并不旺盛；另一方面在“遏制增量、化解存量”地方政府债务的背景下，城投融资监管趋严，导致城投债较前两个月发行明显放缓。

政府债方面，在年初财政靠前发力过后，目前地方债发行节奏逐步平稳，叠加去年同期政府专项债大幅放量的高基数，导致今年 5 月政府债净融资同比大幅多减。

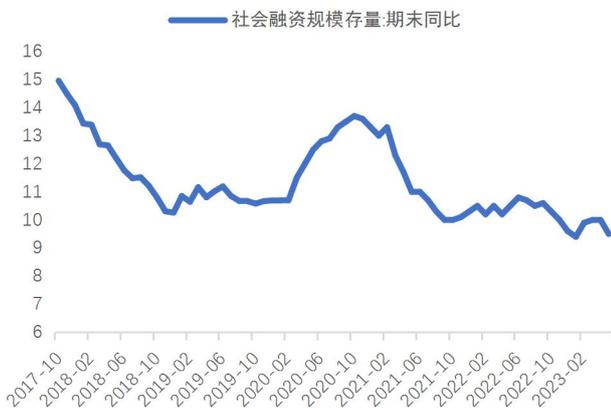
表外三项少增 1459 亿元，同比少减 360 亿元，主因信托贷款同比多增 922 亿元。5 月信托贷款规模增加，或主要与信托业“三分类”新规 6 月开始实施有关，信托公司有一定程度上“抢发行”的动机。此外委托贷款的小幅正增长，也反映了监管对于在合理范围内的表外融资需求的压降有所减弱。

图 4：新增社融规模情况（亿元）



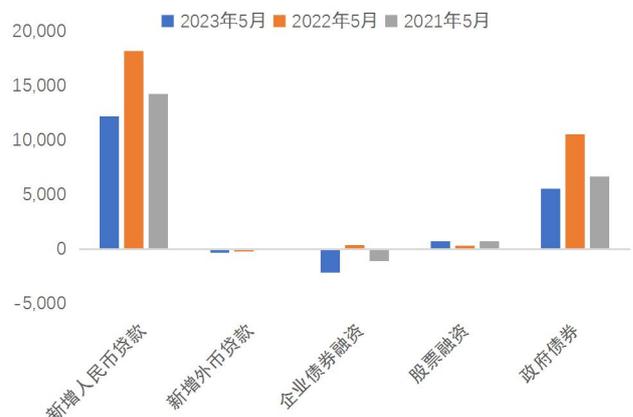
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 5：社融存量规模情况（%）



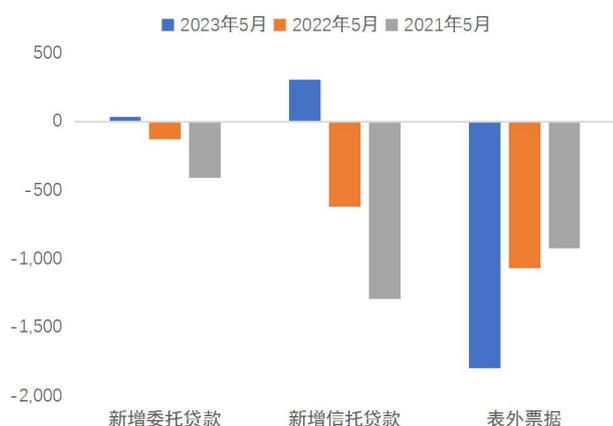
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 6：社融结构情况（亿元）



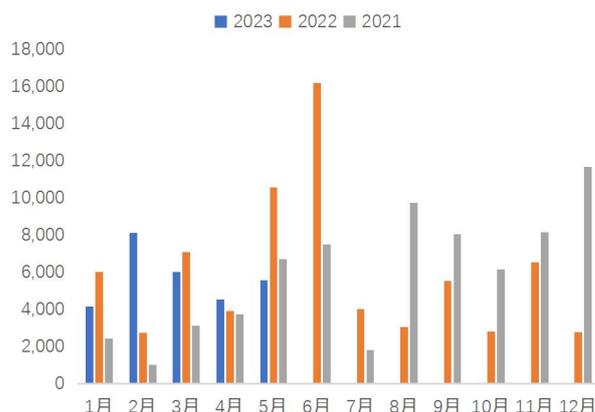
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：表外三项融资情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8：政府债券融资规模情况（亿元）



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

3. M2 延续回落

5 月份人民币存款增加 1.46 万亿元，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。

5 月末，广义货币(M2)余额 282.05 万亿元,同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。狭义货币(M1)余额 67.53 万亿元,同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。

5 月居民存款较去年同期少增 2029 亿元。一方面，反映出近期多家金融机构逐步下调存款利率，表内储蓄对居民的吸引力进一步降低，叠加居民 5 月出行、旅游等消费需求相对旺盛，但仍明显高于 2021 年同期情况，反映当前居民储蓄释放依然较缓慢。而非银存款同比延续多增，或反映居民资金在正逐渐增加储蓄替代性的金融资产投资，也对应 4 月以来现金管理、固定收益类理财等产品规模上的持续修复。而财政性存款同比少增 3223 亿元，或指向财政收入明显减少（地产下行的背景下，财政收入也受到较大影响），且与政府债同比融资下滑有关。

M2 增速延续回落。一方面，5 月信贷扩张乏力，对 M2 的支撑作用不强。另外，居民、企业存款分别同比少 2029、12393 亿，对 M2 也形成一定拖累。并且，去年 5 月 M2 同比增速较 4 月抬升 0.6 个百分点，基数的升高也有较强影响。后续随着基数逐步抬升，M2 增速或将继续回落。M1 增速回落，M1 与 M2 剪刀差收窄至-6.9%、但差值依然较大，指向实体经济活力依然不足。

图 9: M2-M1 剪刀差有所收窄 (%)



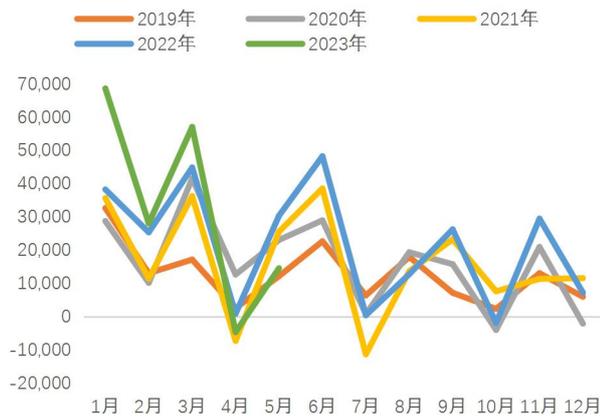
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 10: M2 与社融存量增速情况 (%)



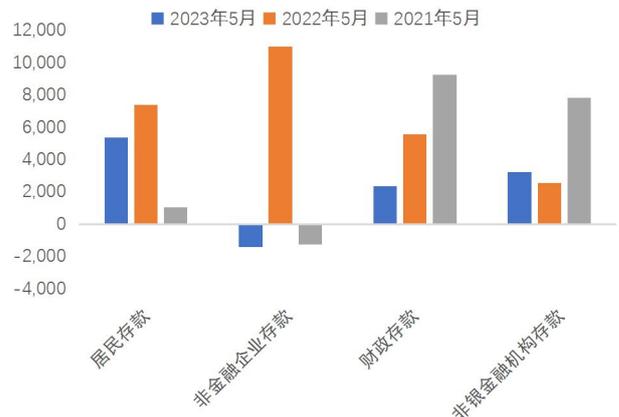
资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 11: 5月新增存款规模情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 12: 非银、财政、企业和居民部门存款情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

4. 当前会是新一轮降息周期的开始吗?

本次降息之前, 央行行长易纲已经在上周的上海调研中强调央行下一步将“加强逆周期调节”。随之央行宣布下调 OMO 政策利率 10bp, 体现了稳增长背景下, 央行对于当前广大呼声的回应和对实体经济的呵护, 更多的是对当前市场偏弱预期下, **信心预期的提振**。我们认为, 银行负债成本的调降, 释放了贷款利率的调降空间, **6月 MLF 利率和 LPR 的报价大概率跟随调降, 进而推动贷款利率的下行**。

但想扭转当前实体融资需求偏弱、居民和企业预期不强的现状, 这可能需要看到负债成本的明显降低或者投资回报率的明显提升。但是当前**银行面临息差收窄的压力, 并且从 2018 年以来“逆周期”政策导向偏保守**, 因此从债券市场表现来看, 并未定价再次降息。OMO 利率下调之后, 当日 10 年国债收益率从 2.67% 下行 4-5bp 至 2.63% 左右, 与后续 MLF 利率等量下调之后的 2.65% 较为接近。而去年 8 月 15 日 MLF 利率下调 10bp 至 2.75% 时, 10 年国债收益率从 2.73% 下行至 2.65% 附近, 隐含了政策利率再次下调的预期。两者差异也反映债市情绪对进一步降息仍较谨慎。

总的来看, 近期无论是存款利率还是逆回购利率的下调都是对银行负债成本的调降, 这种

调降，一方面可以释放贷款利率的调降空间；另一方面，在当前美债利率预期达到顶部的时间窗口，对我国的负面影响相对也更小。因此，我们认为，政策的预期作为积极变量的力量在增强，这种预期对市场会产生正面影响，但在目前相对明确的政策定力基调下，也需要警惕政策预期差对未来带来潜在的波动风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告，本报告清晰准确的反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。