

社融和信贷走弱，政策进一步发力可期

2023年5月金融数据点评

报告摘要

5月社会融资规模增量为1.56万亿元（前值1.22万亿元），不及市场预期的1.99万亿元。5月社融存量增速+9.5%，较4月-0.5PCTS。5月社融增速的走缓与5月不及预期的官方PMI数据、进出口数据和依然疲软的通胀数据相互印证，进一步表明5月经济内在动能边际走弱。5月以来，货币市场短端利率继续低位运行，同时，5月各级信用利差继续保持相对平稳，结合5月长端收益率继续下行所显示出的债市投资者对经济复苏前景预期不佳，可以看到5月在市场流动性相对充足的情况下，市场主体融资意愿的不足是社融走弱的主因。

5月金融机构各项贷款余额增速+11.4%（前值+11.8%），低于市场预期的+11.7%，金融机构新增贷款1.36万亿元（前值7188亿元），低于市场预期的1.45万亿元。

5月居民户新增短期和中长期贷款均为正值，且均实现同比多增，显示居民贷款有所改善。但另一方面，5月居民新增中长期贷款较4月改善的同时，较3月的同比多增2600亿元左右和2月的同比多增1300亿元左右仍有不小差距，显示居民加杠杆购房意愿仍然不算强，与高频数据反映的5月以来一手房销售面积同比较4月继续下滑、二手房成交量环比下跌相吻合。5月企业部门短期贷款和票据融资分别同比少增2300亿元左右和6700亿元左右，企业部门中长期贷款同比多增2150亿元左右。5月企业中长期贷款虽然仍同比多增2000亿元以上，但同比多增幅度较今年前4个月明显下滑，表明企业对经济的中长期预期亦出现了边际走弱，融资意愿受到了抑制。

5月M2增速+11.6%（前值+12.4%），低于市场预期的+12.1%。存款结构中，居民存款增加高于近10年除去年外所有年份的5月同期值，或意味着居民消费倾向在5月仍然不算高，企业存款减少1393亿元，与企业效益相对不景气和银行信贷投放放缓相关，财政存款增加2400亿元左右，录得2017年以来历年5月最小值，与5月政府债券发行降速相对应。5月M1同比4.7%，前值5.3%，M1增速的下降显示企业预期有待进一步改善。5月M2增速和M1增速的下行，综合反映了实体经济融资需求走弱和政府融资速度放缓的影响，宽货币向宽信用的转化仍需进一步推进。

总体而言，5月的PMI、通胀、进出口以及金融数据综合显示5月经济动能继4月之后，继续边际转弱，内需不足、市场主体预期转弱仍是制约经济进一步复苏的核心原因。

6月13日和6月14日央行相继调降逆回购利率和SLF利率，6月15日MLF利率调降已是大概率事件。往后看，稳经济仍需政策进一步发力，后续货币政策上继续降准降息、财政政策上中央政府继续加杠杆、产业政策上新举措出台值得期待。

主要数据

上证指数	3233.6734
沪深300	3864.9074
深证成指	10955.9599

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-06-14
内需不足仍是核心矛盾 —2023-06-11
出口同比增速由正转负，再次明显偏离市场预期 —2023-06-09

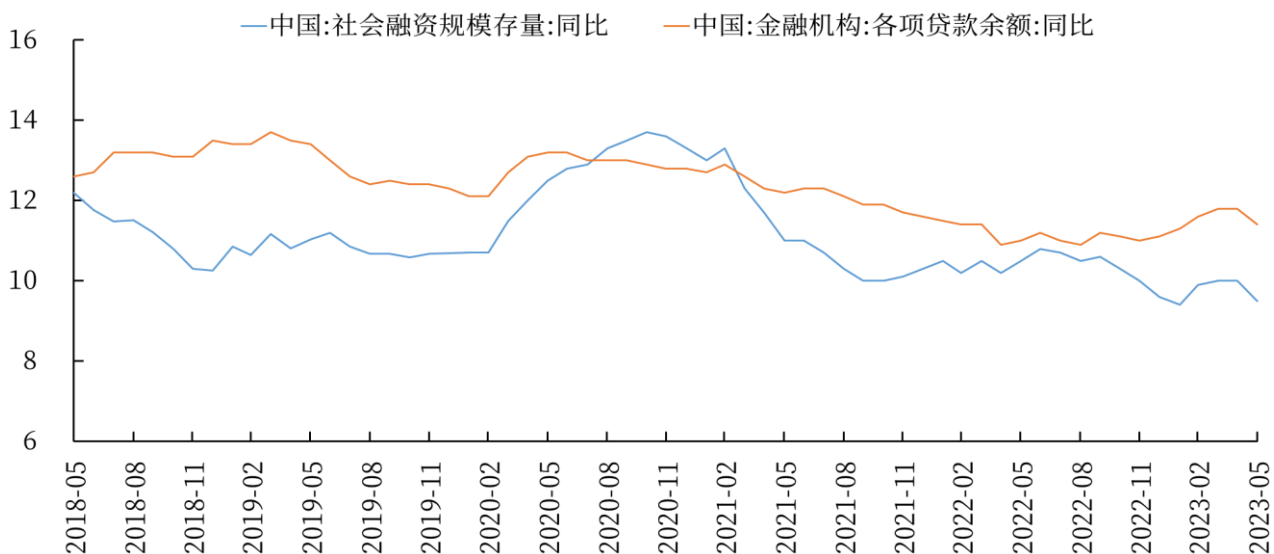
一、流动性虽充足、但市场主体融资意愿不足下，5月社融增量不及预期

5月社会融资规模增量为1.56万亿元（前值1.22万亿元），不及市场预期的1.99万亿元。5月新增社融同比少增1.28万亿元，今年2月以来首次同比少增，同时，5月社融存量增速+9.5%，较4月-0.5PCTS，社融增速的走缓与5月不及预期的官方PMI数据、进出口数据和依然疲软的通胀数据相互印证，进一步表明5月经济内在动能边际走弱。

从结构上看，5月新增社融同比少增主要受信贷拖累，除信贷外，5月政府债券融资和企业债券融资对社融亦有拖累，具体来看：5月社融中的新增人民币贷款（社融口径）为1.22万亿元，同比少增近6000亿元，而4月为同比多增近800亿元左右。5月新增委托贷款、信托贷款与未贴现银行承兑汇票总体同比少减360亿元，对5月社融同比变化影响不大。5月政府债券同比少增5000亿元左右，带动前5月累计新增政府债券已较去年同期少增约1900亿元，财政对基建的带动作用有所减弱。5月企业债券融资同比多减约2500亿元，非金融企业境内股票融资同比多增461亿元，两项直接融资合计同比多减2000亿元左右，对社融亦有一定拖累。

5月以来，货币市场短端利率继续低位运行，1年期AAA同业存单利率继续明显下行，与MLF利率的偏离幅度继续加大，反映继4月之后，5月银行间流动性继续处于偏松格局。同时，5月各级信用利差继续保持相对平稳，结合5月长端收益率继续下行所显示出的债市投资者对经济复苏前景预期不佳，可以看到5月在市场流动性相对充足的情况下，市场主体融资意愿的不足是社融走弱的主因。

图1 社融存量和信贷存量增速（%）



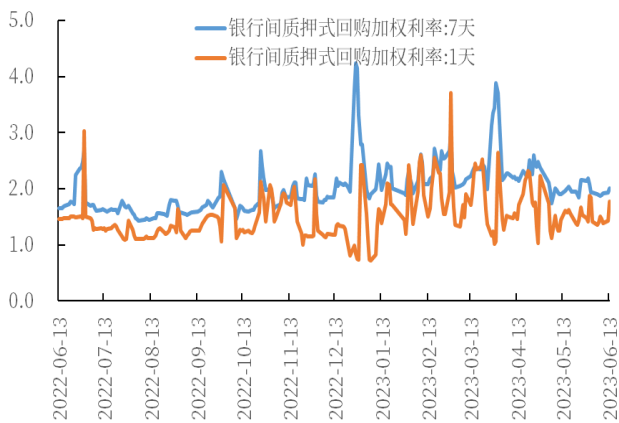
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

项目	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
总 当月新增社会融资规模	-12,815.00	2,844.00	7,280.00	19,450.00	-1,888.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,642.00	6,385.00	-5,181.00	-2,967.00	14,909.00
表内												
新增人民币贷款	-6,030.00	815.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00	-1,573.00	-3,321.00	7,981.00	631.00	-4,303.00	7,358.00
新增外币贷款	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00	-514.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-992.00
表外												
新增委托贷款	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00	315.00	-123.00	643.00	1,580.00	1,578.00	240.00	94.00
新增信托贷款	922.00	734.00	214.00	817.00	618.00	3,789.00	1,825.00	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00
新增未贴现银行承兑汇票	-729.00	1,210.00	1,505.00	4,159.00	-1,170.00	865.00	574.00	-1,170.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00
直接												
企业债券融资	-2,541.00	-809.00	-416.00	62.00	-4,285.00	-7,054.00	-3,402.00	152.00	-792.00	-3,377.00	-2,311.00	-1,581.00
非金融企业境内股票融资	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00	-506.00	-58.00	250.00	-227.00	499.00	-367.00
其他												
政府债券	-5,011.00	636.00	-1,059.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00	-1,838.00	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 短期银行间回购加权利率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 MLF 与银行同业存单收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 3 年期信用利差走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 长端国债收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、5月新增信贷不及预期，市场主体预期转弱

5月金融机构各项贷款余额增速+11.4%(前值+11.8%)，低于市场预期的+11.7%，金融机构新增贷款 1.36 万亿元（前值 7188 亿元），低于市场预期的 1.45 万亿元。5月金融机构新增贷款同比少增 5300 亿元，去年 12 月以来首次同比少增，主要系企业端信贷同比少增的拖累。具体来看，5 月居民户新增信贷同比多增 780 亿元左右，企业端新增信贷少增 6700 亿元左右。

5 月居民户新增短期和中长期贷款均为正值，且均实现同比多增，显示居民贷款有所改善。但另一方面，5 月居民新增中长期贷款仅同比多增 637 亿元，虽较 4 月的同比多减 842 亿元有所改善，但较 3 月的同比多增 2600 亿元左右和 2 月的同比多增 1300 亿元左右仍有不小差距，显示居民加杠杆购房意愿仍然不算强，与高频数据反映的 5 月以来一手房销售面积同比较 4 月继续下滑、二手房成交量环比下跌相吻合。

5 月企业部门短期贷款和票据融资分别同比少增 2300 亿元左右和 6700 亿元左右，企业部门中长期贷款同比多增 2150 亿元左右。企业短期融资同比少增主要系地产行业预期仍然较差同时制造业受内外需走弱影响而经营活动转弱，与 5 月不算合意的官方 PMI 数据和出口数据互相印证。5 月企业中长期贷款虽然仍同比多增 2000 亿元以上，显示企业端中长期融资仍具一定韧性，但同比多增幅度较今年前 4 个月明显下滑，表明企业对经济的中长期预期亦出现了边际走弱，融资意愿受到了一定抑制。

图7 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化（亿元）

项目	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	
总	新增人民币贷款	-5,300.00	734	7500	5800	9200	2700	-600	-1110	8100	300	-4010	6900
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-8853	-2418.13	2902	1762	-580	-573	-699	-748	2380	232	42	2645.87
	新增人民币贷款:中长期	2784	3174.72	9865	7370	8807	7024	232	-456	5829	537	-3966	5140.72
居民	新增人民币贷款:居民户	784.00	-241	4908	5450	-3858	-963	-710	-827	-383	-175	-2842	-203
	新增人民币贷款:居民户:短期	148	600.87	2246	4129	-665	-270	-992	-938	-181	426	-354	781.87
	新增人民币贷款:居民户:中长期	637.00	-842.28	2613	1322	-5193	-693	-718	-889	-211	-601	-2488	-989.28
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-6,742.00	1955	2200	3700	13200	6017	3158	1525	9370	1787	-457	7525
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-2292	849	2726	1674	5000	438	-351	-555	4741	1028	-969	3815
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2147	4017	7252	6048	14000	8717	3950	2433	6540	2138	-478	6130
	新增人民币贷款:票据融资	-6,709.00	-3868	-7874	-4041	-5915	-2941	-56	745	-2180	-222	1365	-951

资料来源：wind，中航证券研究所

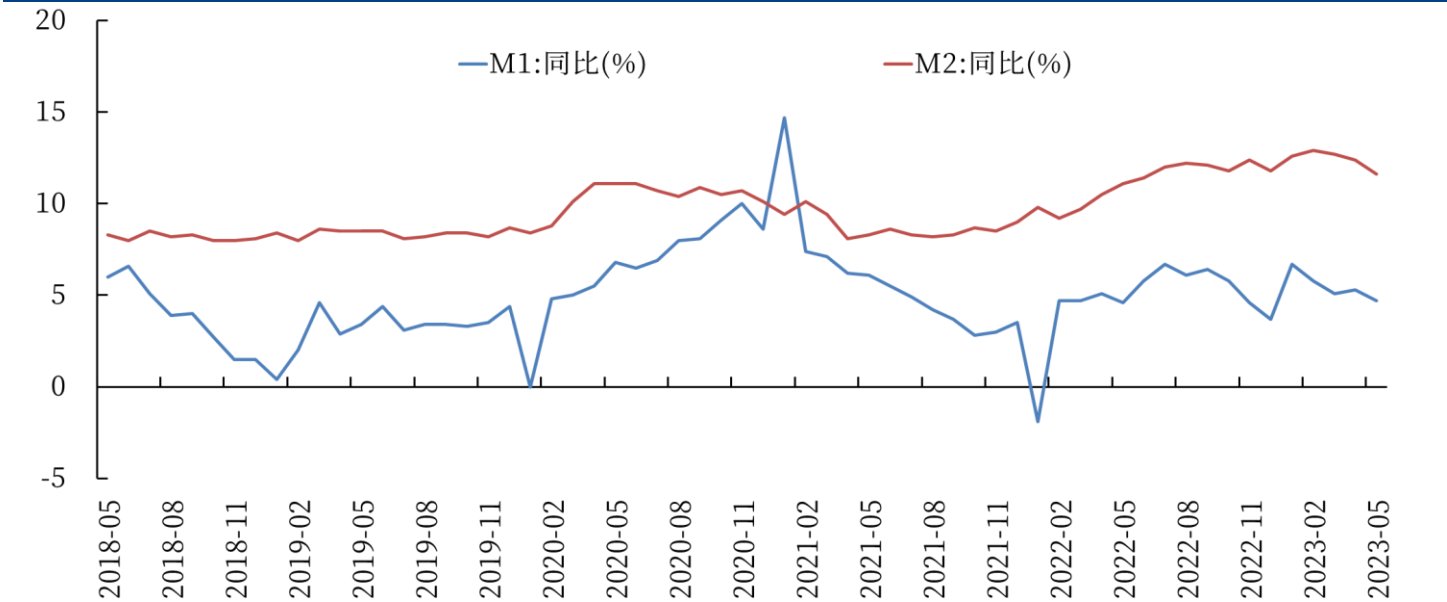
三、M2 与 M1 剪刀差回升，经济活性边际改善

5 月 M2 增速+11.6%（前值+12.4%），低于市场预期的+12.1%。存款结构中，居民存款增加 5400 亿元左右，虽然低于去年同期的 7400 亿元左右，但高于近 10 年除去年外所有年份的 5 月同期值，或意味着居民消费倾向在 5 月仍然不算高。5 月企业存款减少 1393 亿元，与企业效益相对不景气和银行信贷投放放缓相关。5 月财政存款

增加 2400 亿元左右，录得 2017 年以来历年 5 月最小值，与 5 月政府债券发行降速相对应。5 月 M1 同比+4.7%，前值+5.3%，M1 增速的下降显示企业预期有待进一步改善，具体行业上对应着地产和制造业预期边际走弱。

总体来看，5 月 M2 增速的下行，综合反映了实体经济融资需求走弱和政府融资速度放缓的影响，宽货币向宽信用的转化仍需进一步推进。

图8 M2 和 M1 增速走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637