

## 总量回升、结构待改善

### 事件:

6月10日,央行公布5月货币金融数据:人民币贷款新增1.89万亿元、同比多增3920亿元;新增社融2.79万亿元、同比多增8399亿元,社融存量增速10.5%、较上月回升0.3个百分点;M2同比11.1%,较上月上涨0.6个百分点。

### 点评:

■ **融资总量回升、结构尚待改善,稳增长持续“加力”中,信用修复趋势不改**  
**新增社融超预期、为历史同期次新高。**5月,新增社融2.79万亿元、高于市场预期的2.37万亿元,仅次于2020年同期的3.2万亿元;社融存量增速10.5%、较上月回升0.3个百分点,代表企业中长期资金来源的有效社融增速持平于8.5%。

**社融超预期主因信贷和政府债券支撑,其他分项变化不大。**5月,新增人民币贷款1.82万亿元、同比多增超3900亿元,政府债券新增1.06万亿元、同比多增近3900亿元,两者合计贡献新增社融同比增量的93%。其他分项,非标融资、企业债券和股票融资变化不大,同比分别多增810亿元、969亿元和减少425亿元。

**企业融资放量,以短贷和票据为主,中长贷相对较弱。**5月新增贷款中,企业短贷同比多增超3200亿元,或与补充流动性现金等因素有关,票据冲量至历史新高、近5600亿元,中长贷延续拖累、降幅收窄,同比减少近1000亿元、上月同比减少近4000亿元。资金“滞留”金融体系下,激发企业活力的同时,扩大有效投资带动经济走出“负反馈”,或已成为政策加力、主动释放需求重要抓手。

**居民需求延续弱势,中长贷延续缩量。**5月,新增居民短贷1840亿元、同比相差无几,新增居民中长贷1000亿元左右,连续半年同比少增,与居民购房行为等偏弱等有关。此背景下,5月中旬个人首套房商贷利率下限下调、5年LPR下降进一步降低购房贷款成本,释放稳地产积极信号,后续政策落地效果还需跟踪。

**重申观点:稳增长继续加“水”加“面”中,信用修复趋势不改。**伴随疫情影响逐步消退,经济最差阶段已经过去。除了持续降成本激发需求外,积极挖新项目储备、促消费、稳地产等需求措施已在路上,后续仍需跟踪扩大有效投资等措施效果显现(详情参见《稳增长,继续加“水”加“面”》、《经济“探底”》)。

■ **常规跟踪:社融超预期主因信贷拖累;M1、M2双双回升,缘于基数等支持**  
**新增社融同比超预期,主因信贷和政府债券支撑。**5月,新增人民币贷款1.82万亿元、同比多增超3900元,政府债券同比多增近3900亿元;委托贷款、信托贷款和表外票据同比分别多增276亿元、676亿元和减少142亿元,企业债券和股票融资分别为-108亿元和292亿元,同比分别多增969亿元和减少425亿元。

**信贷同比多增、结构尚待改善,中长贷延续拖累、票据冲量依然突出。**5月,新增贷款1.89万亿元、同比多增3920亿元。其中,居民中长贷新增1000亿元左右、同比减少超3300亿元,短贷同比相差无几;企业中长贷新增5551亿元、同比减少但降幅缩小,短贷同比多增近3300亿元,票据创新高至7100亿元以上。

**5月,M1回落、M2回升。**M1回落0.5个百分点至4.6%,M2回升0.6个百分点至11.1%。M1回落或反映企业活化动力相对不足;存款分项中,居民、企业存款同比多增6300亿元和12200亿元以上,非银存款少增5260亿元以上,财政存款同比少增,或与退税、财政支出加快等有关。

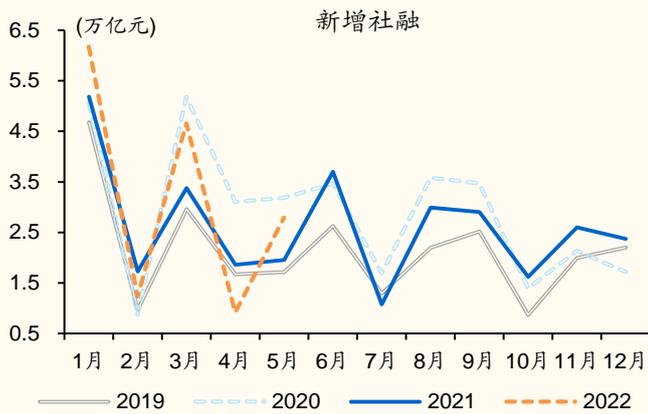
**风险提示:**政策效果不及预期,疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

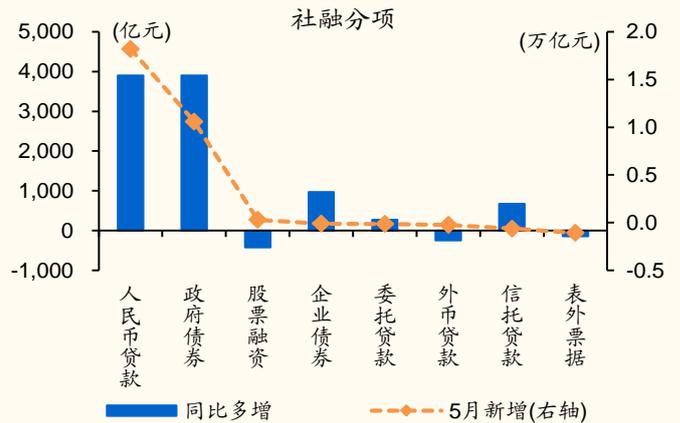
马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 5月, 新增社融 2.79 万亿元、超市场预期



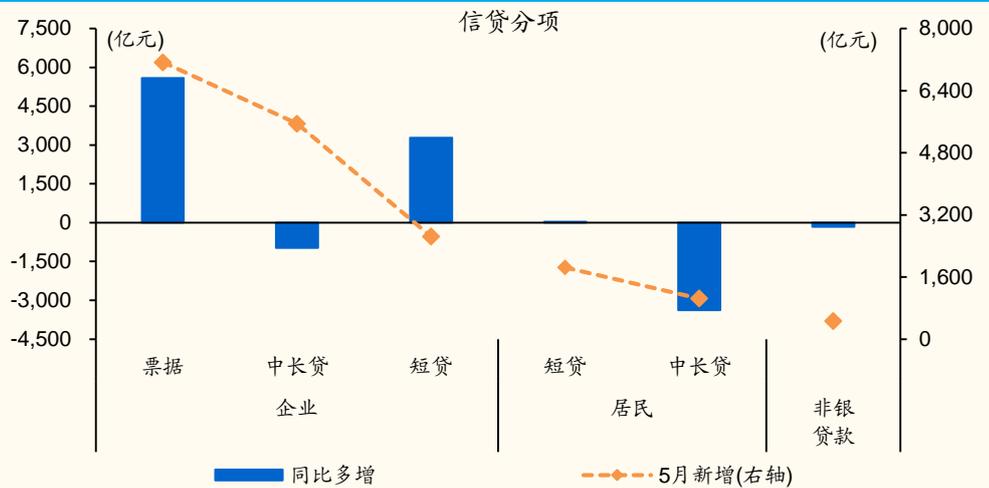
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 社融超预期主因人民币贷款和政府债券支撑



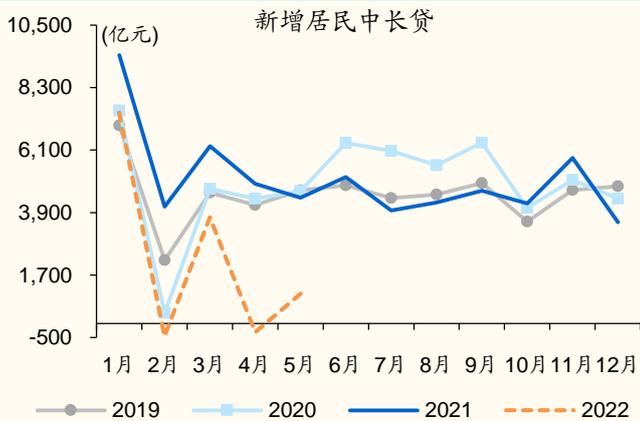
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 5月, 信贷结构尚待改善, 中长贷延续拖累、票据冲量依然突出



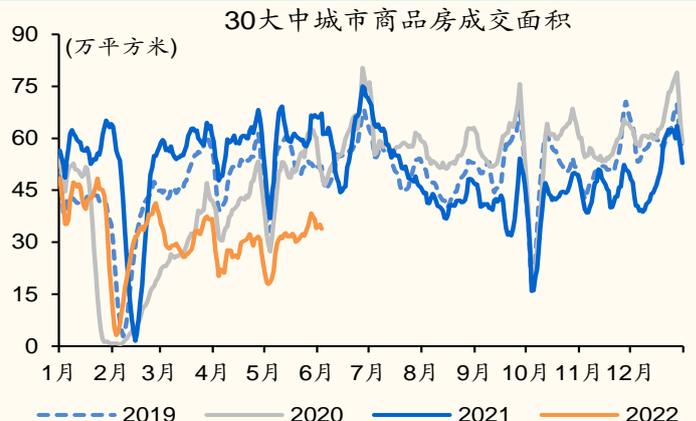
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 5月, 新增企业中长贷延续低迷



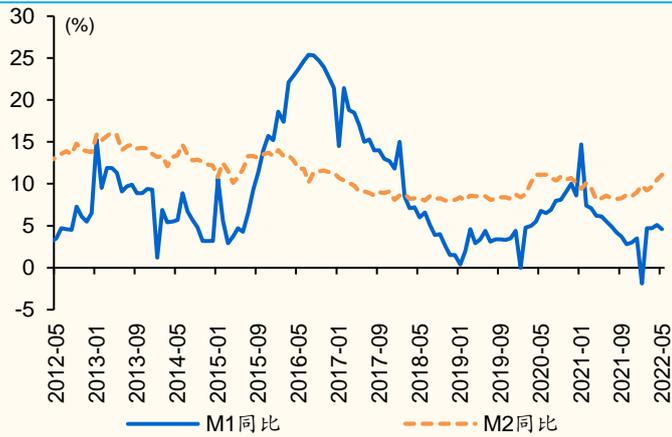
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 30大中城市商品房成交持续低迷



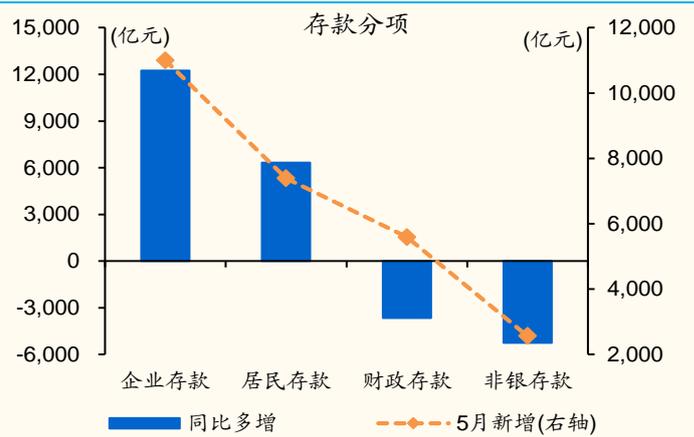
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 5月, M1 回落、M2 回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 5月, 居民、企业存款多增, 财政存款少增



来源: Wind、国金证券研究所

**风险提示:**

- 1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。
- 2、**疫情反复。**国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海                                 | 北京                         | 深圳                                       |
|------------------------------------|----------------------------|--|
| 电话: 021-60753903                   | 电话: 010-66216979           | 电话: 0755-83831378                        |
| 传真: 021-61038200                   | 传真: 010-66216793           | 传真: 0755-83830558                        |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn               |
| 邮编: 201204                         | 邮编: 100053                 | 邮编: 518000                               |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号<br>嘉里建设广场 T3-2402 |