

2023年06月13日

实体部门负债增速快速下降

主题报告

5月金融数据综述

投资要点

- ◆ 第一，实体部门5月末债务余额同比增速录得9.6%，大幅低于前值10.1%，基本符合预期。结构方面，政府和非金融企业负债增速均低于前值，家庭负债增速则趋于平稳。非金融企业负债方面，以余额增速衡量，中长期贷款和非标均有不同程度上升，信用债、短期贷款和票据则有所下行。我们维持之前的观点，即今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在4月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，现有高频数据显示，6月政府和实体部门负债增速仍将继续大幅下行。按照两会目标，今年底政府部门负债增速大约在10.5%，今年名义经济增速目标在大约7%。我们维持之前的观点，非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。
- ◆ 第二，具体来看，家庭部门5月负债增速录得6.0%，前值5.9%；其中中长期贷款余额同比增长4.8%，前值4.6%，短期贷款余额同比增长9.9%，前值9.9%。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦整体平稳。
- ◆ 第三，政府部门负债增速5月录得10.4%，前值11.5%。按目前发债数据计算，6月末政府负债增速或继续下行。
- ◆ 第四，非金融企业负债增速5月录得10.8%，前值11.3%。从结构上来看，贷款余额增速下降；中长期贷款余额增速上升0.1个百分点至18.2%，或已触及顶部，非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；信用债、短期贷款和票据余额同比增速则有所下行。5月PPI同比增速有所下行，部分与去年基数有关，剔除掉基数效应，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。
- ◆ 第五，金融机构方面，还需后续数据验证，但根据现有数据，5月货币政策边际上较4月或基本平稳。对于6月的降息，我们认为与2022年1月和8月的降息情景类似，均是被动式降息，并且都是一轮财政引发扩张周期结束的确证，而非新一轮宽松周期的开启。我们认为，目前的资金面处于较为宽松的状态，后续资金面边际收敛的概率大于扩张。对于货币政策整体的判断没有改变，2022年11月底货币政策或已收敛到位，今年有望维持震荡中性。
- ◆ 第六，资产配置方面，我们维持之前的观点，即“目前市场主线已非常清晰。股债性价比向债券偏，权益风格向价值偏；在经济增速转头下行或政策重新扩张之前，都不必改变上述判断。”5月下旬，权益市场表现出对经济的极度悲观，6月1日以来，随着相关数据的陆续公布，这种过度悲观的预期正在逐步修正。从资金量价的角度，我们提请投资者警惕资金面边际收敛的风险，以及其对于金融市场的冲击。中期来看，我们对国家资产负债表两端的判断没有变化，影响市场的核心变量是负债端收敛，资产端实际产出只要没有下行，就会挤压包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，上证50代表的价值板块或可逢低介入；债市配置窗口开放，久期策略占优，重申去年底我们对今年十债收益率的区间

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001
luoyunfeng@huajinsec.com

相关报告

山河转债(123199.SZ)申购分析 2023.6.12

恒邦转债(127086.SZ)申购分析 2023.6.12

资产配置周报(2023-6-10)-警惕资金面边际收敛 2023.6.11

转债策略回测系列报告(一)-双低躺平策略以外，可以选择什么 2023.6.9

5月进出口数据点评 2023.6.7



判断，即 2.6%-2.9%。

◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

目录

一、5月金融数据综述	4
二、风险提示	7

图表目录

表 1: 各部门债务情况 (贷款加债券)	4
表 2: 各部门债务情况 (贷款、债券加非标)	5
表 3: 货币供给同比	5
表 4: 各部门存款余额同比	5

一、5月金融数据综述

我们拆解的数据显示，考虑非标后，实体部门5月末债务余额同比增速录得9.6%，大幅低于前值10.1%，基本符合预期。结构方面，政府和非金融企业负债增速均低于前值，家庭负债增速则趋于平稳。非金融企业负债方面，以余额增速衡量，中长期贷款和非标均有不同程度上升，信用债、短期贷款和票据则有所下行。我们维持之前的观点，即今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在4月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，现有高频数据显示，6月政府和实体部门负债增速仍将继续大幅下行。按照两会目标，今年底政府部门负债增速大约在10.5%，今年名义经济增速目标在大约7%。我们维持之前的观点，非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。

具体来看，政府部门负债增速5月录得10.4%，前值11.5%。按目前发债数据计算，6月末政府负债增速或继续下行。非金融企业负债增速5月录得10.8%，前值11.3%。从结构上来看，贷款余额增速下降；中长期贷款余额增速上升0.1个百分点至18.2%，或已触及顶部，非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；信用债、短期贷款和票据余额同比增速则有所下行。5月PPI同比增速有所下行，部分与去年基数有关，剔除掉基数效应，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。家庭部门4月负债增速录得6.0%，前值5.9%；其中中长期贷款余额同比增长4.8%，前值4.6%，短期贷款余额同比增长9.9%，前值9.9%。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦整体平稳。

金融机构债务余额同比增速方面，5月份有所上升；不过，在我们观察的广义金融机构债务规模中该数据占比约三成，还需关注后续广义金融机构债务数据。根据现有数据，5月货币政策边际上较4月或基本平稳。对于6月的降息，我们认为与2022年1月和8月的降息情景类似，均是被动式降息，并且都是一轮财政引发扩张周期结束的确证，而非新一轮宽松周期的开启。我们认为，目前的资金面处于较为宽松的状态，后续资金面边际收敛的概率大于扩张。对于货币政策整体的判断没有改变，2022年11月底货币政策或已收敛到位，今年有望维持震荡中性。

表 1：各部门债务情况（贷款加债券）

		2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05
家庭	债务余额（万亿元）	75.2	75.4	76.6	76.4	76.8
	同比	4.5%	5.3%	5.9%	5.9%	6.0%
政府	债务余额（万亿元）	83.9	84.8	85.7	86.3	86.9
	同比	9.7%	10.5%	11.2%	11.5%	10.4%
非金融企业	债务余额（万亿元）	151.3	152.9	155.5	156.1	156.7
	同比	13.5%	13.4%	12.7%	12.6%	12.0%
金融机构	债务余额（万亿元）	48.1	48.6	48.8	49.7	50.1
	同比	7.7%	5.8%	5.1%	7.6%	8.1%
全社会	债务余额（万亿元）	358.5	361.7	366.6	368.6	370.5
	同比	9.8%	9.9%	9.9%	10.2%	9.8%
实体	债务余额（万亿元）	310.4	313.1	317.8	318.8	320.4
	同比	10.2%	10.6%	10.6%	10.7%	10.1%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2: 各部门债务情况 (贷款、债券加非标)

		2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05
家庭	债务余额 (万亿元)	75.2	75.4	76.6	76.4	76.8
	同比	4.5%	5.3%	5.9%	5.9%	6.0%
政府	债务余额 (万亿元)	83.9	84.8	85.7	86.3	86.9
	同比	9.7%	10.5%	11.2%	11.5%	10.4%
非金融企业	债务余额 (万亿元)	169.4	170.9	173.7	174.2	174.7
	同比	11.4%	11.7%	11.2%	11.3%	10.8%
金融机构	债务余额 (万亿元)	48.1	48.6	48.8	49.7	50.1
	同比	7.7%	5.8%	5.1%	7.6%	8.1%
全社会	债务余额 (万亿元)	376.6	379.7	384.8	386.6	388.5
	同比	9.1%	9.3%	9.3%	9.8%	9.4%
实体	债务余额 (万亿元)	328.4	331.1	336.0	336.9	338.3
	同比	9.3%	9.9%	10.0%	10.1%	9.6%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

货币供给方面, 5月 M2 同比增长 11.6%, 低于前值 12.4%。分结构来看, M0、家庭、政府、非金融企业存款余额增速均低于前值; 非银金融机构存款余额增速则基本平稳。合并来看, 实体部门存款余额同比增速低于前值。

表 3: 货币供给同比

	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05
M0 同比	7.9%	10.7%	11.0%	10.7%	9.6%
实体部门存款余额同比	12.8%	13.9%	13.2%	13.2%	12.4%
非银金融机构存款余额同比	13.2%	5.1%	9.0%	6.3%	6.2%
M2 同比	12.6%	12.9%	12.7%	12.4%	11.6%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 各部门存款余额同比

	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05
家庭	17.2%	18.3%	18.0%	17.7%	17.4%
政府	0.7%	-1.7%	-1.9%	6.6%	0.6%
非金融企业	7.9%	9.1%	8.7%	8.7%	7.5%
非银金融机构	11.9%	3.1%	7.3%	5.5%	5.7%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

数据显示, 按照最新口径, 总规模为 361.4 万亿的社融余额 5 月末同比增长 9.5%, 前值 10.0%。我们测算的总规模为 370.5 万亿的贷款加债券余额 5 月末同比增长 9.8%, 前值 10.2%; 进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资后, 5 月末总债务余额为 388.5 万亿, 同比增长 9.4%, 前值 9.8%。

从结构上看, 5 月非金融企业贷款加债券余额同比增速低于前值; 如果加入信托贷款、委托贷款和未贴现票据三项非标融资, 则录得类似降幅。5 月家庭部门债务余额同比增速基本稳定在 6.0%; 政策层面“房住不炒”的指导目标未变, 后续家庭部门负债增速或维持区间震荡, 对应

房地产亦整体平稳。政府部门债务余额同比增速 5 月录得 10.4%，低于前值 11.5%，存款余额增速则有所下降，显示 5 月财政边际上有所收敛，但力度小于负债端显示的情况。金融机构方面，目前我们能观察到的金融机构债务约为 50 万亿，占广义金融机构债务规模的约三成，因此其代表性较差，根据现有数据，我们倾向于判断 5 月广义金融机构债务余额同比增速或低于前值。

货币供给方面，M2 同比增速低于前值，缴准基数余额环比上升，M0、财政存款环比双双一降一升，结合央行公开市场操作和同业存单数据分析，5 月超额备付金率或与 4 月基本相当。5 月非银金融机构存款余额同比增速基本平稳，其负债同比增速则有上升，合并来看其流动性压力略有增加。家庭存款余额同比增速略有下降，去杠杆下的后续变化值得关注；非金融企业活期存款储备同比增速小幅下降；财政存款余额同比增速则大幅下降，政府债务余额同比增速亦有所下降。合并来看，5 月财政边际上有所收敛，但力度小于负债端显示的情况。

（1）5 月实体部门存款余额同比增速下降，非银金融机构存款余额同比增速平稳。

5 月 M2 同比增长 11.6%，前值 12.4%；M0 同比增长 9.6%，前值 10.7%。剔除掉 M0 之后，5 月存款余额同比增长 11.7%，前值 12.4%。我们考虑计入 M2 的存款，5 月底非银金融机构存款余额同比增长约 6.2%，前值增长 6.3%；家庭和非金融企业存款余额同比增长约 12.4%，前值 13.2%。

5 月 M1 同比增长 4.7%，前值同比增长 5.3%。剔除掉 M0 之后，5 月非金融企业活期存款余额同比增长 3.8%，前值同比增长 4.3%。

分部门来看，5 月底家庭存款余额同比增长 17.4%，前值 17.7%；5 月底非金融企业存款余额同比增长 7.5%，前值 8.7%；5 月底政府存款余额同比增长 0.6%，前值 6.6%。5 月底非银金融机构存款余额同比增长 5.7%，前值增长 5.5%。

（2）4 月实体部门负债增速快速下降。

家庭部门 5 月负债增速录得 6.0%，前值 5.9%；其中中长期贷款余额同比增长 4.8%，前值 4.6%，短期贷款余额同比增长 9.9%，前值 9.9%。我们认为，后续家庭部门负债增速或维持区间震荡，对应房地产亦整体平稳。

非金融企业负债增速 5 月录得 10.8%，前值 11.3%。从结构上来看，贷款余额增速下降；中长期贷款余额增速上升 0.1 个百分点至 18.2%，或已触及顶部，非标（信托贷款、委托贷款、未贴现票据）余额同比增速亦有上升；信用债、短期贷款和票据余额同比增速则有所下行。5 月 PPI 同比增速有所下行，部分与去年基数有关，剔除掉基数效应，我们预计其未来或低位震荡，难以拐头上行，后续非金融企业融资意愿很难主动改善。

5 月非银金融机构贷款余额同比增长 23.9%，前值同比增长 23.3%；综合考虑贷款和债券，我们估算的数据显示，5 月底非银金融机构债务余额同比增长 4.3%，前值同比增长 2.0%。5 月底银行（含政策银行）债券余额同比增长 8.6%，前值同比上涨 8.1%。综合来看，5 月底金融机构负债同比增长 8.1%，前值同比上涨 7.6%。目前我们能观察到的金融机构债务约为 50 万亿，

占广义金融机构债务规模的约三成，因此其代表性较差，根据现有数据，我们倾向于判断 5 月广义金融机构债务余额同比增速或低于前值。

不考虑债务置换影响，政府部门负债增速 5 月录得 10.4%，前值 11.5%。按目前发债数据计算，6 月末政府负债增速或继续下行。

贷款和债券合计，5 月末全社会负债余额同比增长 9.8%，前值 10.2%；其中实体部门负债同比增长 10.1%，前值 10.7%。进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资，5 月末全社会负债余额同比增长 9.4%，前值 9.8%；其中实体部门负债同比增长 9.6%，前值 10.1%。

5 月末家庭和非金融企业贷款中的中长期贷款占比 67.3%，前值 67.2%。

二、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn