

5 月金融数据延续回落，政策性降息落地将推动 6 月宽信用进程再提速

——2023 年 5 月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：6 月 13 日，央行公布数据显示，2023 年 5 月新增人民币贷款 1.36 万亿，同比少增 5418 亿；5 月新增社会融资规模 1.56 万亿，同比少增 1.31 万亿。5 月末，广义货币 (M2) 同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点。

基本观点：

整体上看，在上年同期高基数及当月新增信贷、社融规模较为温和的双重影响下，5 月金融数据延续了 4 月的放缓势头，符合市场预期。背后是一季度集中靠前发力后，二季度以来宽信用进程转入节奏回调阶段，旨在保持全年金融资源投放规模合理增长、节奏平稳，在稳增长与防风险之间把握好平衡。

具体来看：

一、5 月新增贷款环比季节性回升，但受上年同期高基数、以及当月新增势头放缓双重影响，同比大幅少增 5418 亿，延续上月开始的放缓势头。

5 月新增人民币贷款 1.36 亿，环比回升符合季节性规律，而同比大幅少增 5418 亿，延续了 4 月以来的放缓势头。主要原因在于，一季度信贷投放集中靠前发力，二季度转入节奏回调期。这已在 4 月信贷数据中有所体现，并在 5 月持续。另外，二季度宏观经济修复力度稳中放缓，也不排除实体经济融资需求受到一定影响。另外，5 月 MLF 加量续作幅度仅为 250 亿，延续 4 月的地量水平，也指向当月信贷投放力度偏弱。

从结构上来看，5 月新增信贷同比大幅少增，主要源于表内票据融资拖累，同比少增约 6700 亿。背后是近期票据利率不仅环比走高，同比也明显高于上年同期水平，企业通过票据融资的需求下降；另外，伴随经济转入复苏过程，银行风险偏好也在提升，更愿意向企业发放短期和中长期贷款。票据融资占比下降，代表信贷结构优化，与当前经济复苏走势相符，也有助于后期经济复苏势头进一步增强。5 月企业中长期贷款连续十个月保持同比多增，意味着短期内基建投资和制造业投资仍会保持较强韧性，这也是宏观政策延续稳增长取向的一个重要标志。当月企业短期贷款同比少增，主要源于上年同期基数偏高。

居民贷款方面，5 月新增居民短期贷款 1988 亿，同比小幅多增 148 亿，折射当前消费修复势头整体温

和，未出现报复性反弹现象。这也意味着下一步促消费政策发力空间较大，特别是可适度加大对新型消费和服务消费的金融支持力度。5月以房贷为主的居民中长期贷款恢复正增长，新增1684亿，同比小幅多增637亿。背后是3月房贷集中发放的影响在4月基本消化完毕，5月新增房贷恢复正增长。不过，5月新增居民中长期贷款整体上仍然偏弱，显示当月楼市还在延续二季度以来的降温过程，与房地产市场高频数据相吻合。

整体上看，在5月新增信贷同比大幅少增影响下，5月末各项贷款余额增速降至11.4%，较上月末放缓0.4个百分点，回到近两年平均增长水平附近。这也是宽信用进程阶段性调整的一个标志。我们判断，后期根据经济修复态势，信贷投放节奏还会灵活调整；总体上看，适度宽信用将是今年的主基调，并有望延续至年底，主要目标是为经济回升向上提供必要的融资支持，同时保持宏观杠杆率处于合理水平。

二、5月社融环比季节性回升，同比大幅少增1.31万亿，主要受投向实体经济的人民币贷款及政府和企业债券融资三项拖累，而上年同期处于疫后的政策发力期，高基数也是一个重要影响因素。

5月新增社融1.56万亿，环比多增符合季节性规律，同比出现1.31万亿的大幅少增，主要源于投向实体经济的人民币贷款同比少增6030亿，以及企业和政府债券融资合计同比少增7552亿，其他各类表外融资表现低位平稳，对社融影响不大。5月新增企业债券融资为-2175亿，意味着当月偿还量显著高于发行量，净融资为大规模负值。背后除了受年报披露周期影响，5月企业债券发行处于季节性低位外，主要源于在严控地方政府隐性债务背景下，城投债发行面临严监管——我们判断，后期为保持基建投资处于较快增长水平，今年有可能再度启用政策性金融工具。另外，当前房地产行业仍处于调整阶段，尽管有“第二只箭”等支持政策，但房企发债依然面临较大困难。这是今年以来企业债券融资持续低迷的另一个重要原因。5月新增政府债券融资5571亿，同比大幅少增5011亿，主要原因是去年同期处于地方政府专项债发行高峰期，而今年专项债发行节奏后移，5月发行规模较上年同期明显下降。

三、5月末M2增速较快回落，上年同期高基数及当月信贷投放放缓影响存款派生是主要原因；当月M1增速低位下行，主要受房地产市场低位运行拖累。

5月末M2同比增速为11.6%，较上月回落0.8个百分点，但较上年同期高0.5个百分点，处于近两年来的平均增长水平附近。一方面，上年同期稳增长政策发力、信贷大幅高增，以及持续推进大规模退税，大幅推高2022年5月末M2增速至11.1%，较前月加快0.6个百分点；高基数效应下，今年5月末M2增速下行属于正常波动。另一方面，今年5月新增信贷同比大幅少增，存款派生相应减少，也会带动M2增速下行。值得一提的是，5月财政存款同比少增3223亿，显示当月财政支出力度加大，会对M2增速起到一定推升作用。

5月末M2增速回落至近两年的平均增长水平附近，但仍比上年同期高0.6个百分点。这意味着尽管近期宽信用过程出现节奏性回调，但从货币供应量角度看，金融推动经济回升力度仍然处于较高水平；同时该指标也预示，当前我国物价水平偏低属于短期现象，后期持续陷入通缩的风险不大。

5月末M1同比增速为4.7%，较前值放慢0.6个百分点，继续处于明显偏低水平。考虑到上年同期增速基数仅为4.6%，较前值回落0.5个百分点，因此5月末M1增速低位下滑与基数效应无关。我们判断，在近期企业经营活跃度逐步改善背景下，5月末M1增速延续年初以来的低位徘徊局面，主要源于当前房地产市场处于调整阶段，居民购房款转化为房企的活期存款规模偏低。可以看到，一季度楼市回暖幅度较为有限，整体上仍未摆脱筑底阶段，而且4月和5月楼市销量再现回落势头，这是近期M1增速持续低位运行的重要原因。

我们认为，当前M2和M1增速剪刀差较大，意味着宽货币向稳增长传导不畅，某种程度上也代表了“金融空转”程度。后期需要通过有效扩大内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式扭转，而非单纯依靠加码宽货币、宽信用的方式解决。我们也认为，与货币政策相比，接下来财政政策在促消费、扩投资方面的效果会更为明显。这包括较大规模发放消费券和消费补贴、支持基建投资保持较快增长等。

整体上看，在上年同期高基数及当月新增信贷、社融规模较为温和的双重影响下，5月金融数据延续了4月的放缓势头，符合市场预期。背后是一季度集中靠前发力后，二季度以来宽信用进程转入节奏回调阶段，旨在保持全年金融资源投放规模合理增长、节奏平稳，在稳增长与防风险之间把握好平衡。

展望未来，6月13日央行7天期逆回购利率下调0.1个百分点，至1.9%，考虑到政策利率体系往往联动调整，预计6月15日1年期MLF操作利率也将有相同幅度下调，随后20日LPR报价也会跟进下调。由此，伴随政策利率和贷款市场基准利率先后下调，叠加近期银行存款利率调降，将会带动企业和居民实际贷款利率更大幅度下行，进而刺激信贷需求。更为重要的是，本次政策利率下调，释放了明确的稳增长信号，将有效提振市场信心，并有望改变4月和5月新增信贷放缓势头，推动宽信用进程再度提速。我们判断，6月新增信贷规模有望与去年政策发力期的高水平基本持平，从而结束5月较大规模同比少增现象。这将为三季度经济复苏势头转强积蓄力量。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料,其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责,东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查,但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性,东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致,并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见,并非是对某种决策的结论或建议;投资者应审慎使用本研究报告,自行对投资行为和投资结果负责,东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用,且该等使用者必须按照授权确定的方式使用,相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告,东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。