

2023年06月14日

## 关注结构亮点，等待政策东风

固定收益研究团队

——2023年5月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

### ● 5月金融数据中的五个重点信息

**第一，社融延续走弱，受高基数影响少增。**与PMI、CPI等其他宏观数据类似，5月社融数据同比亦录得少增，在2022年5月高基数基础上少增12815亿。几乎各主要分项均同比少增，社融口径人民币信贷和政府债券融资是主要拖累项。5月社融口径人民币贷款投放规模回落，同比少增6030亿；政府债融资5571亿，受2022年政府债发行节奏前置影响，同比少增5011亿，目前第二批专项债项目已开始申报，后续或许会因为稳增长压力而加快发行节奏；企业债券融资规模大幅下降，与城投债近期净融资负增，企业融资需求较弱有关。

**第二，5月信贷总量同比少增，但结构有亮点。**5月新增信贷1.36万亿，同比少增5300亿。首先，2022年5月受疫情压力缓解，复工复产以及稳增长政策发力影响，信贷存在显著的高基数效应；其次，在供给端，央行在Q1贷证报告中要求后续信贷总量适度，大行在一季度信贷冲量后，普遍信贷供给积极性一般；另一方面，居民和企业部门融资情绪仍然有待提振。因此，多因素导致5月信贷同比少增。但企业中长贷依然保持韧性、居民部门融资情绪小幅转好是亮点。

**第三，企业部门信贷同比大幅少增，主要受短贷和票据融资拖累，长贷依然维持正增。**5月企业中长期贷款同比多增2147亿元，创下近5年同期最高值。短期贷款同比减少2292亿元，票据融资同比减少6709亿元，这可能主要是因为央行要求信贷投放“总量适度，结构平稳”，银行冲量减少所致。

**第四，居民部门融资情绪小幅回升。**居民部门融资情绪有所回升。其中，短贷同比增加148亿，居民加杠杆消费意愿从低位有所回升；长贷在低基数上同比多增637亿，5月二手房、新房成交面积继续回落，地产热度持续下降，据百年建筑网统计数据，1114个保交楼项目已交付比例为34%，目前进度差强人意。近期部分城市地产政策在边际上有所发力，LPR大概率也将与MLF同步调降，地产利率有望进一步下调，后续居民融资情绪有望继续好转。我们此前提出，居民风险偏好正在逐渐转好，目前看该趋势并未转向。

**第五，M1与M2均有所回落。**5月M2录得同比11.6%，较5月高位回落0.8个百分点，主要因为企业债、政府债融资缩量、信贷规模较小，引致派生较少、2022年留底退税导致M2高基数等原因。5月M1录得同比4.7%，环比继续下滑0.6个百分点，指向居民和企业依然以预防性需求为主，资金活化程度有待提高。

### ● 稳增长“组合拳”落地可期，后续社融有望回升

此次社融总量转弱属于“预期内的不及预期”，但结构上有超预期的亮点。我们对后续社融保持乐观：首先，2022年二季度由于专项债发行前置影响，社融总量存在高基数效应，高基数将在三季度得到缓解；其次，6月13日降息打出了本轮稳增长政策的“第一拳”，6月LPR或也将随之调降，可以进一步降低实体部门的融资成本，提振企业和居民部门的融资偏好，为地产进一步托底，随着后续稳增长政策组合落地可期，社融总量或将改善，社融增速也有望筑底回升。

### ● 静待政策“组合拳”东风

近期宏观和微观数据全线回落，债市博弈的焦点已从基本面转向博弈稳增长策。6月13日下调OMO利率是本轮稳增长的起点，发改委等四部委于同日强调，推动贷款利率稳中有降，持续发挥LPR改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降。预计6月MLF和LPR利率也将同步调降。但我们认为后续很难形成持续降息预期，一方面，降息是稳增长“组合拳”的开始，而非宽货币的开始，后续很可能会有财政、信用等政策释出，这些对经济有利，而对债市不利；另一方面，人民币汇率最近依然面临较大压力，在6月13日央行宣布降息后，汇率快速走贬近300基点，后续美联储加息仍有不确定性，因此，这将掣肘货币政策进一步宽松空间。后续稳增长组合拳有望在财政、信用、地产等领域发力，可能对债市不利。

降息只是政策“组合拳”的开始，在政策的托底下，居民的风险偏好有望加速扭转，企业去库存接近拐点，经济可能会迎来“L型”拐点。

● **风险提示：**政策变化超预期、疫情扩散超预期。

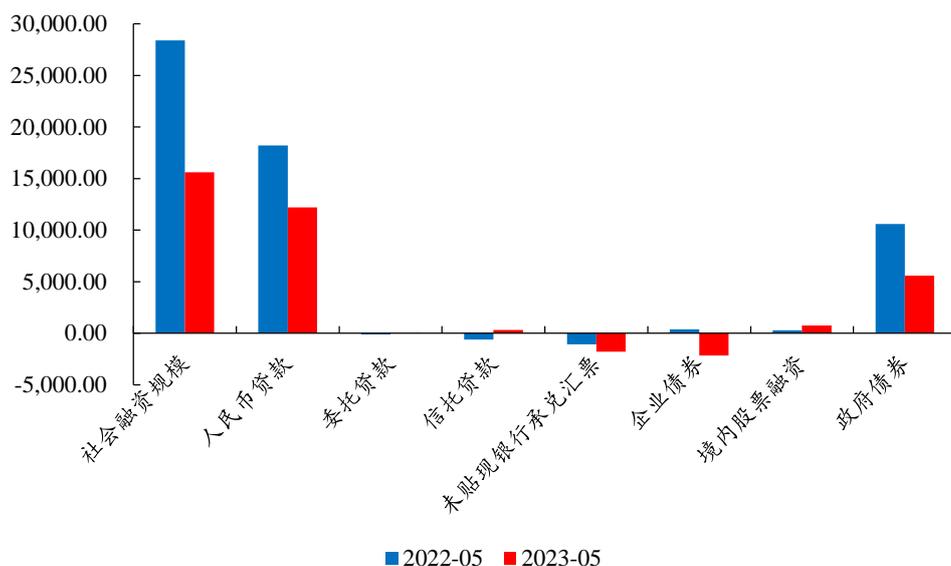
### 相关研究报告

《此次降息是新一轮稳增长的开始——6月13日降息点评》-2023.6.13

《CPI-PPI 差值高位或不会持续——2023年5月价格数据点评》-2023.6.12

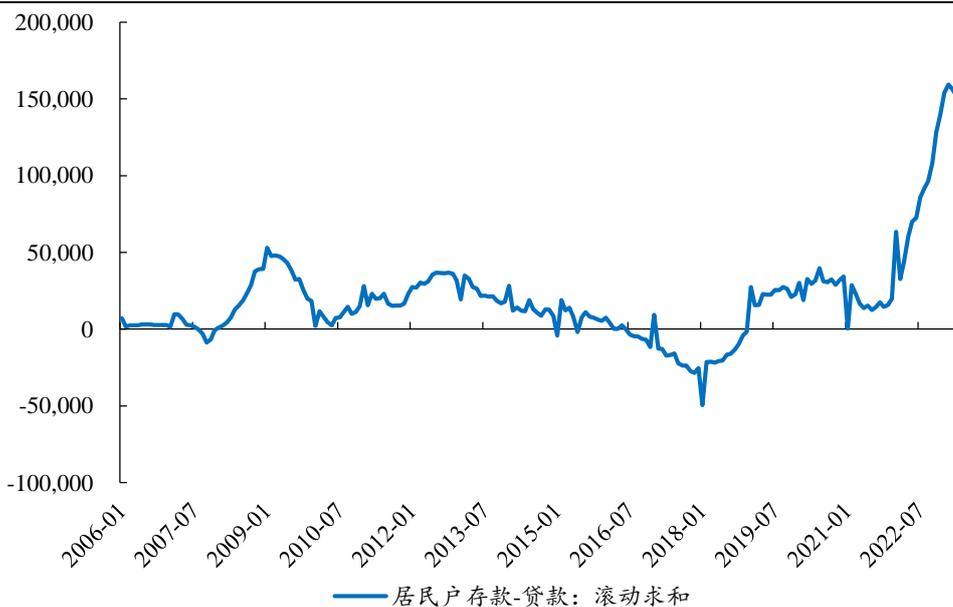
《成长风格调整，高价转债估值压缩——可转债周报》-2023.6.11

附图 1：5 月社融延续走弱（亿元）



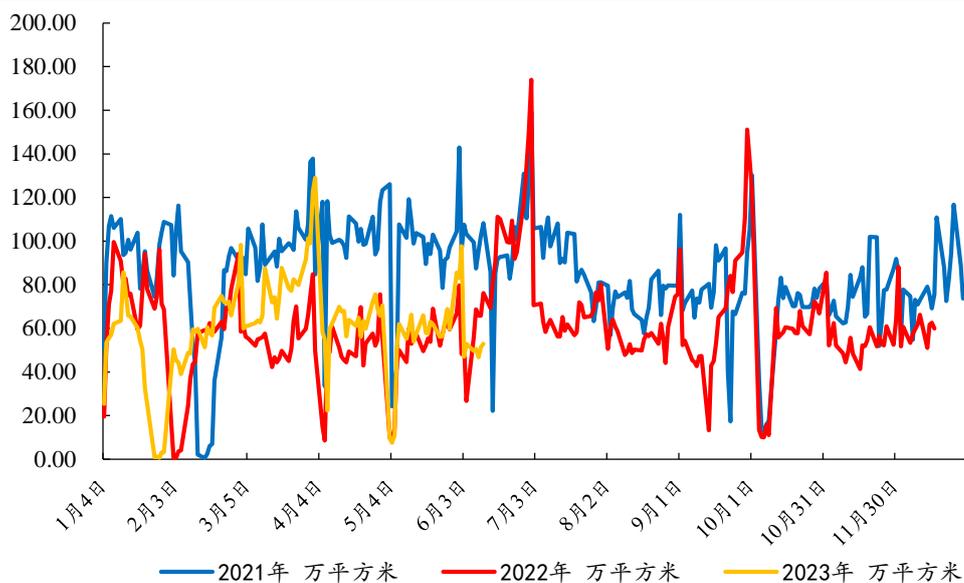
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：居民存款-贷款增长斜率持续放缓（亿元）



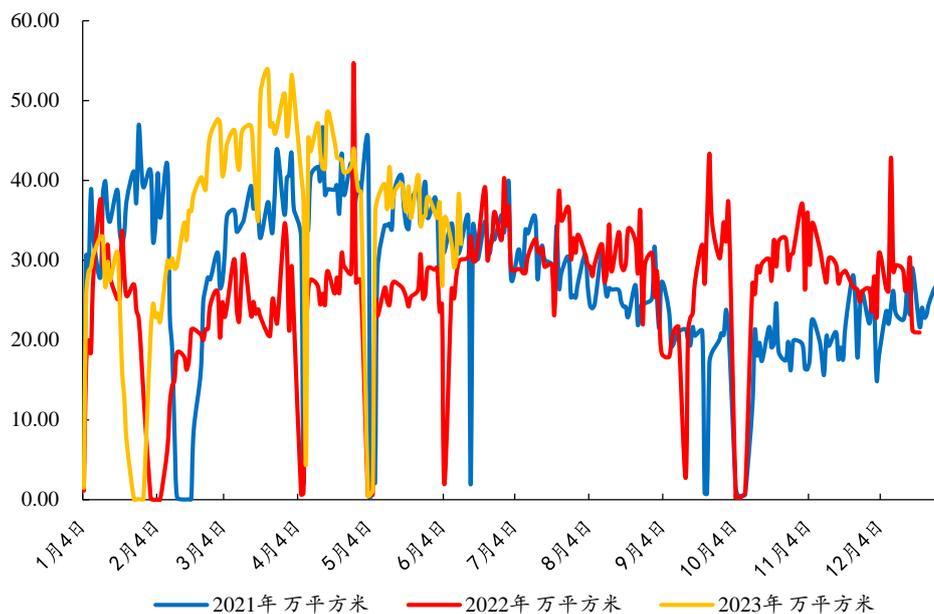
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3: 35 城新房成交面积在 4 月后持续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 18 城二手房成交面积在 4 月后也有所回落



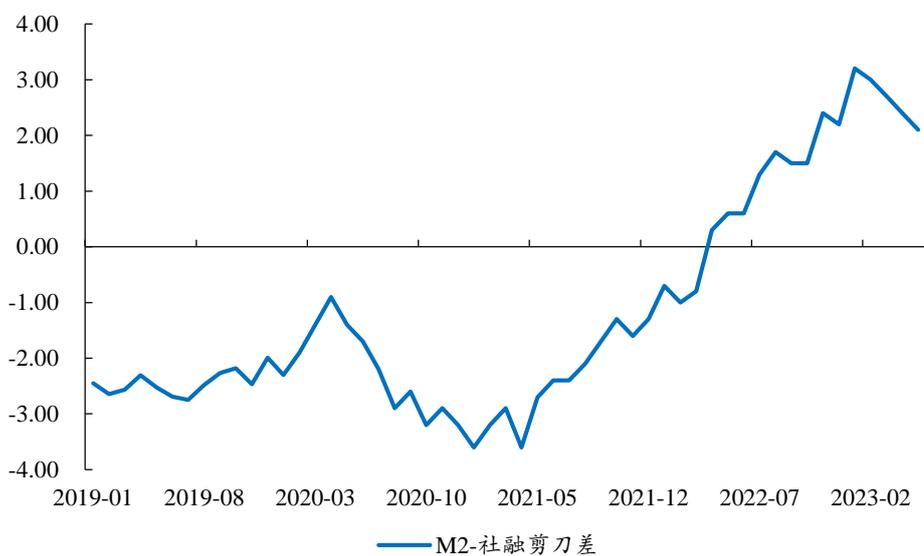
数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 3-5月保交楼已交付占比

区域	3月	5月	差值
全国	23%	34%	11%
华东	27%	40%	13%
华南	27%	46%	19%
西南	5%	15%	10%
华中	11%	16%	5%
华北	28%	32%	4%
东北	29%	33%	4%
西北	19%	26%	7%

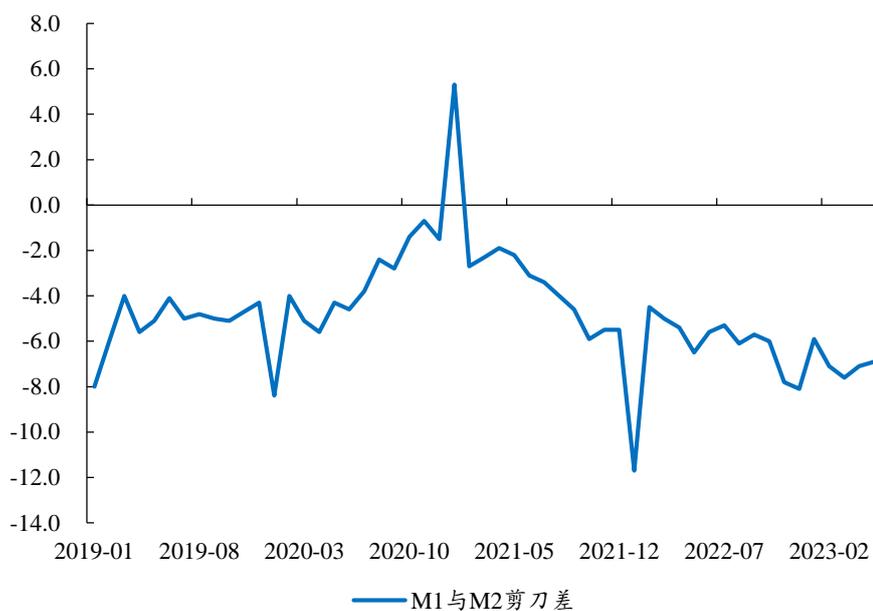
资料来源：百年建筑网、开源证券研究所

附图 5: M2 与社融剪刀差收敛 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6: M1 与 M2 剪刀差环比收敛 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn