



# 降息落地，期待政策效果显现

## ——5月社融数据点评

### 摘要

- **新增社融增量不及预期，贷款占比明显提升。**从社融存量看，5月末，社融存量同比增长9.5%，较前值回落0.5个百分点。从社融增量看，5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上年同期少1.31万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加1.22万亿元，同比少增6173亿元。受国内复苏进度偏慢以及去年同期的基数影响，新增社融及人民币贷款同比少增量较多，后续在政策加持下，预计金融数据也将有所提振。
- **新增企业债券融资转负，政府债券融资仍为主力。**从社融结构看，直接融资占比明显回落，在新增企业债券融资表现较弱、股票融资偏弱下，5月直接融资占比回落，政府债券仍为主要贡献项。近期财政系统正组织申报2023年第二批专项债项目，发挥专项债带动扩大有效投资、保持经济平稳运行的作用。表外融资占比与上月持平，信托业态持续改善。
- **新增居民中长期贷款转正，企业短期贷款同比少增。**5月，人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元，企业贷款8558亿元，同比少增6854亿元，其中短期贷款350亿元，由上月的负值转正，一方面企业复苏仍需时间，另一方面在一季度企业短期贷款较多的背景下近两个月对短贷需求减弱，企业中长期贷款增加7698亿元，同比多增2147亿元，目前，企业类平均贷款利率、普惠型小微企业平均贷款利率、民营企业平均贷款利率和制造业平均贷款利率仍保持在低位。5月住户贷款增加3672亿元，同比多增785亿元，继上月转负后回正，其中，居民短期贷款增加1988亿元，中长期贷款增加1684亿元，后续随着促消费、稳房地产等政策效果显现，居民贷款或逐渐向好。
- **M2增速回落，居民存款同比少增。**5月，M2同比增长11.6%，增速比上月末回落0.8个百分点。8月人民币存款增加1.46万亿元，同比少增1.58万亿元，其中，5月份财政性存款同比少增3223亿元；住户存款同比少增2029亿元，与假期及购物节等因素有关；非金融企业存款同比多增653亿元。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，在基数作用下，预计M2延续回落态势。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大，房地产市场持续走弱。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. CPI延续弱勢，PPI正在筑底——5月通胀数据点评 (2023-06-11)
2. 国内金融迈入新时代，关注海外风险扰动 (2023-06-09)
3. 全球央行“购金热”的驱动与影响——国际货币体系演变解析之二 (2023-06-08)
4. 出口增速转负，基数和外需是主因——5月贸易数据点评 (2023-06-08)
5. 新兴产业加速布局，短期黄金仍承压 (2023-06-02)
6. PMI继续走低，但结构表现有亮点——5月PMI数据点评 (2023-06-01)
7. 人民币汇率承压，美国债务风险逼近 (2023-05-27)
8. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)
9. 财政加大重点领域支出，海外数据表现分化 (2023-05-21)
10. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？ (2023-05-18)

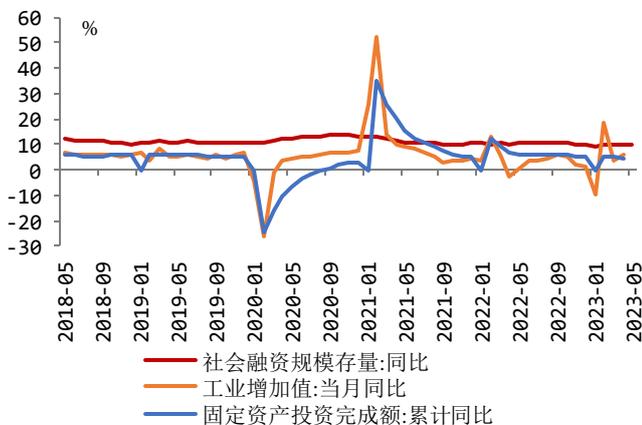
5月，社融增量、新增人民币贷款不及预期，且同比少增，在直接融资偏弱下，人民币贷款的贡献较强。直接融资中企业债券融资转负，政府债券融资仍为主要贡献项，直接融资占比明显回落。贷款方面，企业部门中长期贷款仍同比多增，短期贷款同比少增，居民部门短期贷款及中长期贷款虽然较上月环比都有所改善，但整体偏弱，5月房地产市场继续边际走弱。6月降息落地，后续稳增长政策将继续发力，市场信心或逐渐提振，企业和居民融资需求将继续改善。

## 1 新增社融增量不及预期，贷款占比明显提升

**新增社融不及预期，同比少增明显。**5月末，社会融资规模存量为361.42万亿元，同比增长9.5%，较前值回落0.5个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为225.62万亿元，同比增长11.3%，增速回落0.4个百分点。从结构看，5月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.4%，同比高1个百分点。从社融增量看，5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上年同期少1.31万亿元，环比4月多增3312亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.22万亿元，同比少增6173亿元。5月对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资新增规模的78.2%，占比较上月明显回升41.8个百分点。5月，受国内复苏进度偏慢以及去年同期的基数影响，新增社融及人民币贷款同比少增量较多，5月份中国制造业采购经理指数较4月继续下降0.4个百分点至48.8%，连续两个月处于收缩区间，经济复苏动力依然不足，内需偏弱仍是痛点，加之外需承压。5月下旬，李强表示将采取更有针对性措施扩内需稳外需，后续将加快建设现代化产业体系，扩内需政策有望发力，支持制造业景气度趋稳回升，预计后续金融数据也将有所提振。

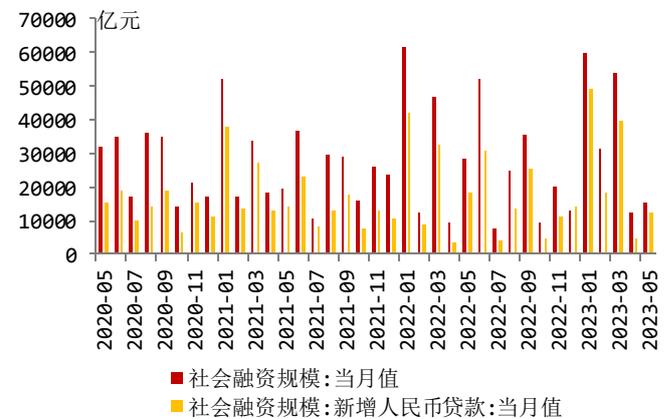
6月13日，央行将7天期逆回购操作利率下调10个基点至1.9%；6月9日，央行官网消息称，央行行长易纲表示，下一步中国人民银行将继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，推动实体经济综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。预计后续在政策的加持下，国内经济持续恢复，金融机构对实体经济让利规模仍将较大，信贷需求有望复苏，但海外修复放缓仍将形成制约，考虑到下月为季末，社融增量或稳中有升。

图 1：社融存量同比增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增社融同比少增



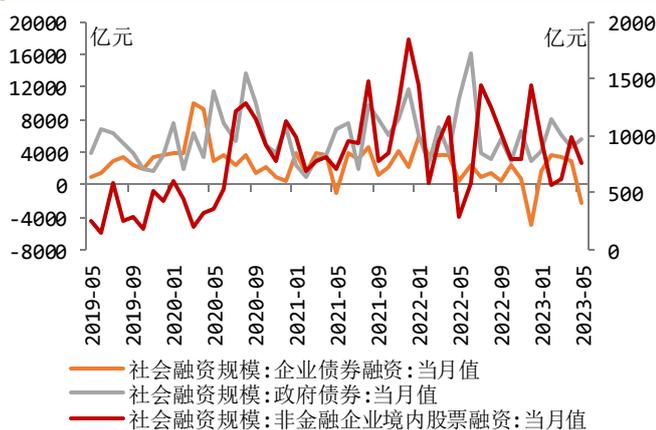
数据来源：wind、西南证券整理

## 2 新增企业债券融资转负，政府债券融资仍为主力

从社融结构看，直接融资占比明显回落，在新增企业债券融资表现较弱、股票融资偏弱下，5月直接融资占比回落，政府债券仍为主要贡献项。5月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为78.2%，较上月回升41.8个百分点；直接融资占比较上月回落，5月新增直接融资4149亿元，同比少增7091亿元，环比也少增4235亿元，较2021年同期少增2192亿元，直接融资本月表现较弱。5月新增直接融资占同期社会融资规模增量的26.6%，较4月回落42.29个百分点。从分项看，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，5月新增政府债券融资5571亿元，同比明显少增5011亿元，环比4月多增1023亿元。与我们之前的点评一致，一季度新增债发行节奏较快，但4、5月新增债发行节奏有所放缓，数据显示，1-5月，地方债发行达3.54万亿元，新增一般债/新增专项债发行占全年限额的49.6%/49.9%，发行进度落后于2022年同期（57.0%/55.7%），快于2021年同期（44.2%/16.0%）；5月单月，全国发行地方债7553.3亿元。其中，新增一般债券264.5亿元，新增专项债2754.6亿元，从专项债券投向来看，城乡基础设施建设、交通基础设施建设、棚户区改造、农林水利、园区建设、民生事业等为主要投向，此外中小银行专项债与去年同期相比发行明显提速。近期财政系统正组织申报2023年第二批专项债项目，发挥专项债券带动扩大有效投资、保持经济平稳运行的作用。**企业债券方面**，5月企业债券融资减少2175亿元，同比多减2541亿元，环比多减5018亿元。5月，非金融企业境内股票融资753亿元，同比多增461亿元，环比少增240亿元。

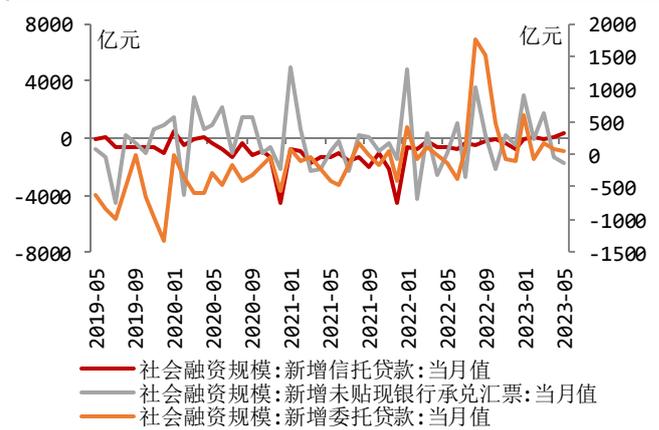
**表外融资占比与上月持平，信托业态持续改善。**5月，表外融资减少1459亿元，同比减少360亿元，环比多减316亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为-9.4%，与上月持平。5月末贴现银行承兑汇票减少1797亿元，同比多减729亿元，环比多减450亿元；5月，委托贷款增加35亿元，同比多增167亿元，环比少增48亿元；信托贷款增加303亿元，同比多增922亿元，信托行业持续改善，表外融资及其分项变化趋势与上月较一致。

图3：5月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图4：5月表外融资分项表现



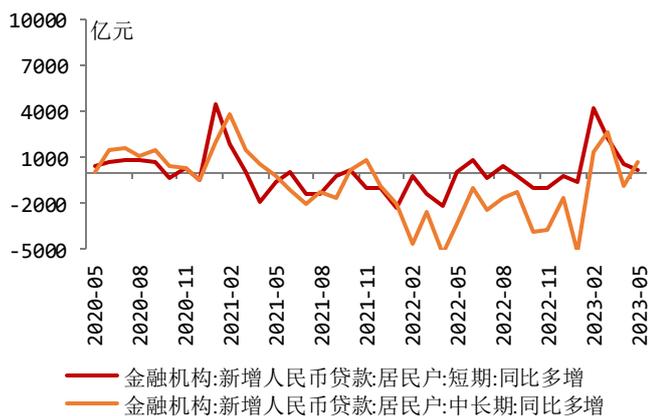
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 新增居民中长期贷款转正，企业短期贷款同比少增

企业中长期贷款韧性较强，短期贷款回正但同比少增。5月，人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加8558亿元，同比少增6854亿元。从贷款结构来看，短期贷款增加350亿元，由上月的负值转正，但同比少增2292亿元，环比4月多增1449亿元，一方面企业复苏仍需时间，另一方面在一季度企业短期贷款较多的背景下近两个月对短贷需求减弱。中长期贷款增加7698亿元，同比多增2147亿元，环比4月多增1029万亿元。目前内外需延续偏紧运行，经济恢复的动能依然不足，制造业PMI连续两个月在荣枯线以下，目前，企业类平均贷款利率、普惠型小微企业平均贷款利率、民营企业平均贷款利率和制造业平均贷款利率仍保持在低位。整体来看，企业中长期贷款依旧是主要支撑，当前银行发放的企业贷款利率普遍在3%-4%之间，甚至有银行对部分企业的贷款利率低至3%以下，中国人民银行发布的数据显示，2022年，我国新发放企业贷款加权平均利率为4.17%，比上年低34个基点，2023年3月，新发放贷款加权平均利率为4.34%，其中企业贷款加权平均利率为3.95%，均处于历史低位。

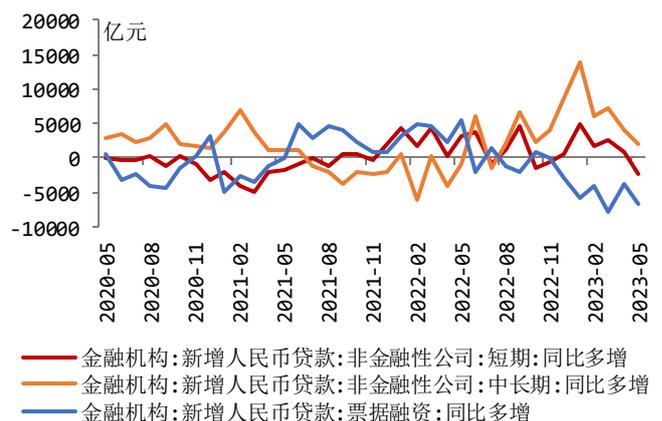
居民端中长期贷款和短期贷款环比好转，同比多增。5月，住户贷款增加3672亿元，同比多增785亿元，继上月转负后回正，其中，居民短期贷款增加1988亿元，同比多增148亿元，中长期贷款增加1684亿元，同比多增637亿元。在五一假期及6月购物节的推动下，对于居民消费需求、短期贷款有一定拉动。另外，5月房地产市场继续放缓，根据克而瑞数据监测，2023年5月百强房企全口径销售金额5492亿元，同比增长5.3%，环比下滑14.5%，全口径面积2952万方，同比下滑23%，环比下滑9.4%。根据统计，目前已有杭州、南京、合肥、郑州、沈阳、厦门、武汉、长沙、济南等14个城市对限购政策进行了优化，采取“一区一策”、“因区施策”等，对于购买力旺盛的住宅区域，继续执行限购政策，而对于一些成交量冷淡、购买力偏弱的区域，逐步放开限购政策。后续随着促消费、稳房地产等政策效果显现，居民贷款或逐渐向好。

图 5：居民部门中长期贷款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比多增

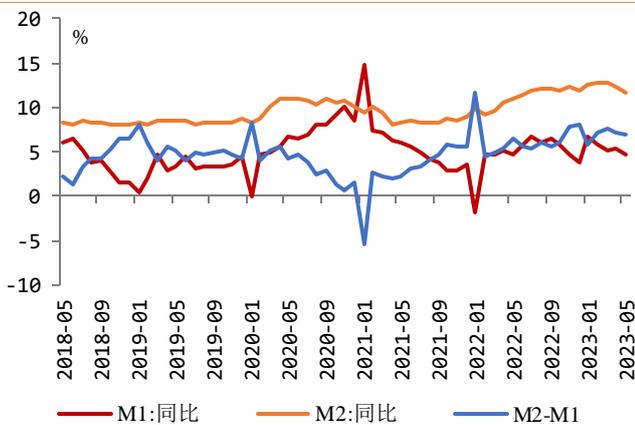


数据来源：wind、西南证券整理

## 4 M2 增速回落，居民存款同比少增

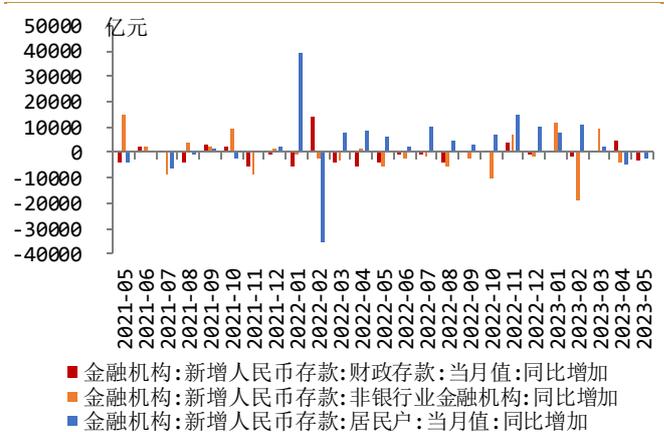
剪刀差继续缩小，M2 同比增速回落。5 月末，广义货币(M2)余额 282.05 万亿元,同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。5 月，人民币存款增加 1.46 万亿元，同比少增 1.58 万亿元。其中，5 月财政性存款增加 2369 亿元，同比少增 3223 亿元；住户存款增加 5364 亿元，同比少增 2029 亿元，与假期及购物节等因素有关；非金融企业存款减少 1393 亿元，同比多减 12393 亿元；非银行业金融机构存款增加 3221 亿元，同比多增 653 亿元。狭义货币(M1)余额 67.53 万亿元,同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 6.9 个百分点，较上月缩小 0.2 个百分点。预计后续货币政策仍将坚持稳健取向，在基数作用下，预计 M2 延续回落态势。

图 7：5 月 M2 增速回落



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：5 月居民存款同比少增



数据来源: wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卜黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn