

社融拐点到来

核心观点：

5月M1同比-4.2%，M2同比7.0%。新增社融2.1万亿元，对实体发放人民币贷款8157亿元。5月金融数据基本符合wind一致预期，与我们的预测也偏差不大。5月新增社融虽然同比多增，但表现并不强势，同比多增主要由于去年低基数，依然低于过去5年均值水平，去除政府融资的社融增速依然下行。

5月金融数据的含义：

企业活期存款减少主导M1继续快速滑落。M1的快速下行一部分由于企业预期较弱，BCI企业销售、利润、招工、投资、库存前瞻指数均环比下行。但企业预期并不能完全解释M1连续两个月的弱势，M1的解释力下降受到阶段性因素的困扰，即防止资金空转、存款利率下行、禁止手工补息带来的企业活期存款短期快速流失。M1主要包括M0、企业活期存款与机关团体存款。其中5月M0增速环比上行0.9pct至11.7%，单位活期存款同比-7.2%，环比减少1.3万亿元，导致M1增速继续下行。企业活期存款在M1的占比约33%，4月同比-12.5%，5月可能持续较快下行，是M1下滑的主导因素。**同样的因素对M2也有重要直接影响，M2的下行还受到私人部门内生融资需求较弱带来的影响。**信贷渠道派生货币的增速拖累M2上行。5月企业存款大幅减少8000亿元，非银存款则大幅增加1.16万亿元，进一步印证存款流向理财。这带来资金从大行流向非银，流动性分层现象消失，DR007与R007、GC007出现倒挂。但进入6月流动性分层重现，存款流向理财的规模可能有所减少。

受政府融资和企业债券融资拉动，社融增速上行。5月社融同比多增5132亿元，主要来自政府融资和企业债券融资分别同比多增6682亿元和2457亿元，对实体发放人民币贷款同比少增4062亿元，是社融增速的主要拖累。其他项目表现基本符合季节性。**贷款余额增速环比下行0.3pct至9.3%，居民和企业表现都弱于去年同期。**居民短贷和中长贷均同比少增，但恢复正增长，地产销售可能出现环比改善。企业贷款保持稳健，但中长贷大幅少增，票据融资大幅多增，结构显示内生融资需求仍然偏弱。企业短贷减少1200亿元，禁止手工补息的影响可能在5月依然存在，但影响程度相比4月减弱。企业中长期贷款仍略高于过去5年均值，一季度财政支出偏强且在支出结构上仍然偏向基建，政府项目投资对企业中长期贷款有拉动作用。**综合贷款和存款数据可以得到两个观察：房地产销售偏弱，居民投资、消费意愿偏弱，居民存款向企业回流不畅；企业资金活化程度较低，存款在定期沉淀。**

我们的判断和政策展望：

社融增速拐点可能已经到来，将在三季度稳步上行至8.7%，但在四季度小幅回落至8.3%。央行已做出“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的判断，全年贷款增速不宜过度期待，信贷增速可能会在三季度企稳，全年增长8.8%。M2全年增速在二季度仍有回落压力，三季度开始持续上行，全年增速7.8%。在盘活存量、防止资金空转的背景下，M2的合意增速无法单纯靠信贷派生，即内生货币实现，还需要与财政政策形成合力，增加财政净支出，即外生货币助力。

货币政策多目标的平衡下，央行可能采取“不一样”的降息和前瞻性的降准。下半年LPR可能有20-40BP，MLF10-20BP的调降空间，三季度可能前瞻性降准50BP。如果重启PSL，PSL的利率可能调降25-30BP。

--2024年5月金融数据解读

分析师

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2024年6月14日，央行发布2024年5月金融数据。5月M1同比-4.2%（前值-1.4%），M2同比7.0%（前值7.2%），货币供应量增速继续下行。新增社融2.1万亿元，对实体发放人民币贷款8157亿元。社融增速8.4%，环比上行0.1pct。5月金融数据基本符合wind一致预期，与我们的预测也偏差不大。其中，居民中长贷好于我们预测，虽然同比少增，但环比明显改善。企业贷款结构好于我们的预期，但仍然显示内生融资需求偏弱。

5月社融同比多增5132亿元，其中政府融资1.2万亿元，同比多增6682亿元；对实体经济发放的人民币贷款8157亿元，同比少增4062亿元；未贴现的银行承兑汇票-1332亿元，同比多增463亿元；企业债券净融资313亿元，同比多增2457亿元。社融同比多增主要来自政府债券和企业债券融资的支撑，对实体发放人民币贷款同比大幅少增是社融增速的主要拖累。

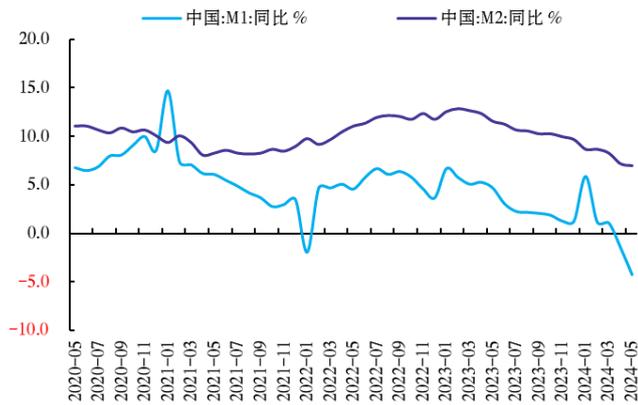
5月金融机构新增人民币贷款9500亿元，同比少增4100亿元。其中居民贷款757亿元，其中短贷243亿元，中长贷514亿元；企业贷款7400亿元，其中短贷-1200亿元，中长贷5000亿元，票据融资3572亿元。非银行业金融机构贷款363亿元。

一、 M1、M2 增速继续滑落

企业活期存款减少主导 M1 继续快速滑落。M1 的快速下行一部分由于企业预期较弱，BCI 企业销售、利润、招工、投资、库存前瞻指数均环比下行。但企业预期并不能完全解释 M1 连续两个月的弱势，M1 的解释力下降受到阶段性因素的困扰，即防止资金空转、存款利率下行、禁止手工补息带来的企业活期存款短期快速流失。M1 主要包括 M0、企业活期存款与机关团体存款。其中 5 月 M0 增速环比上行 0.9pct 至 11.7%，单位活期存款同比-7.2%，环比减少 1.3 万亿元，导致 M1 增速继续下行。企业活期存款在 M1 的占比约 33%，4 月同比-12.5%，5 月可能持续较快下行，是 M1 下滑的主导因素。

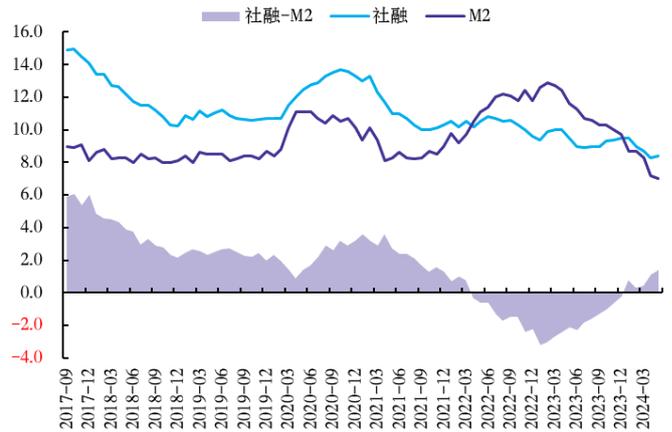
同样的因素对 M2 也有重要直接影响。5 月 M2 增速继续滑落 0.2pct 至 7.0%，但下行速度减慢。M2 的持续下行可能由于信贷增速下滑派生货币减弱，财政净支出偏慢，以及受到防止资金空转、存款利率下行、禁止手工补息带来的存款流向理财的影响。本月居民存款增加 4200 亿元，企业存款减少 8000 亿元，非银存款增加 1.16 万亿元。企业存款的大幅减少和非银存款的大幅增加，侧面印证存款流向理财。这带来资金从大行流向非银，流动性分层现象消失，DR007 与 R007、GC007 出现倒挂。但进入 6 月流动性分层重现，存款流向理财的规模可能有所减少。本月企业新增贷款 7400 亿元，但企业存款减少 8000 亿元，其中活期存款减少 1.3 万亿，定期存款增加 5055 亿元。一方面房地产销售偏弱，居民投资、消费意愿偏弱，居民存款向企业回流不畅，另一方面企业资金活化程度降低，存款在定期沉淀。

图1: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 社融存量增速与 M2 增速 (%)

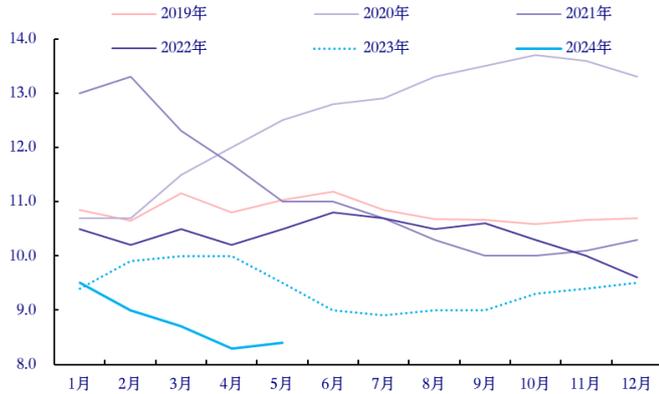


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、受政府融资和企业债券融资拉动，社融增速上行

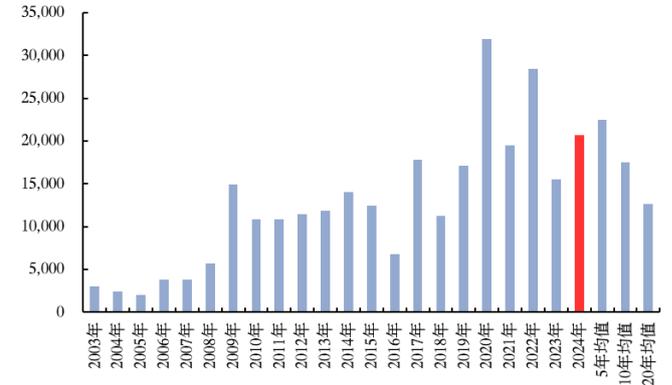
5月新增社融2.1万亿，虽然同比多增，但表现并不强势，同比多增主要由于去年低基数，依然低于过去5年均值水平，去除政府融资的社融增速依然下行。5月社融同比多增5132亿元，主要来自政府融资和企业债券融资分别同比多增6682亿元和2457亿元，对实体发放人民币贷款同比少增4062亿元，是社融增速的主要拖累。其他项目表现基本符合季节性。

图3: 社融存量增速 (%)



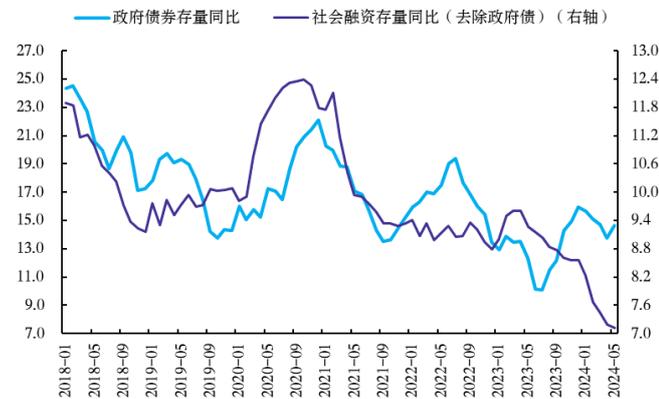
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 历史同期5月新增社融 (亿元)



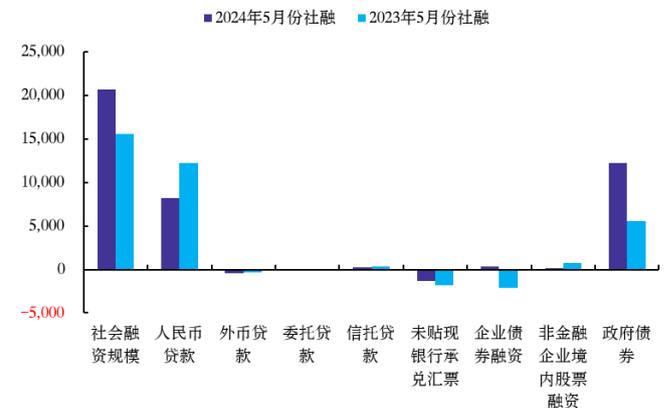
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 5月社融各部门新增 (亿元)

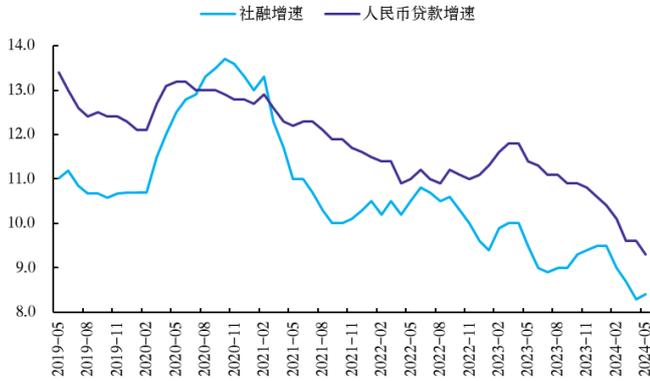


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 贷款余额增速下行，居民中长期贷款回升，企业贷款表现稳健

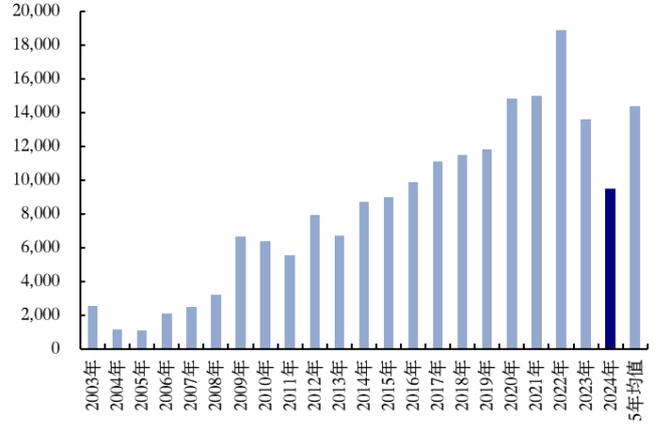
5月金融机构人民币贷款余额增速环比下行0.3pct至9.3%，居民和企业表现都弱于去年同期。本月信贷表现偏弱，低于过去5年均值2236亿元。

图7：社融和金融机构人民币贷款余额增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：历史同期5月金融机构新增人民币贷款（亿元）

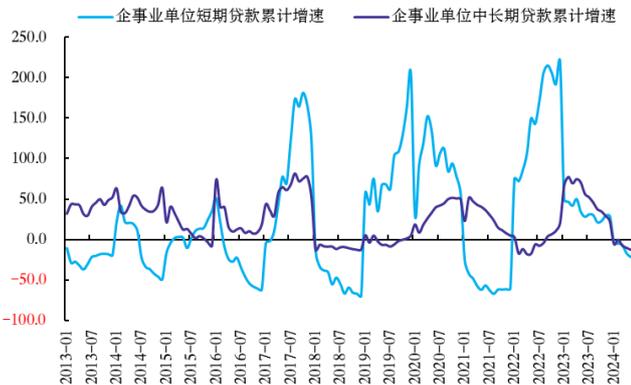


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

居民短贷和长贷均为同比少增，中长贷出现回升是积极信号。5月居民新增信贷757亿元，同比少增2915亿元。其中短贷同比少增1745亿元，中长贷同比少增1170亿元。中汽协发布数据显示，5月乘用车国内销量同比下降2.8%，可以部分解释居民短贷的少增。同时居民短贷少增可能也有经营贷的影响。居民中长贷同比少增，可能由于5月份高频数据显示30大中城市商品房销售同比下行约36%。展望下半年，由于地产政策的进一步优化，地产销售可能出现回升，居民贷款增速可能上行。

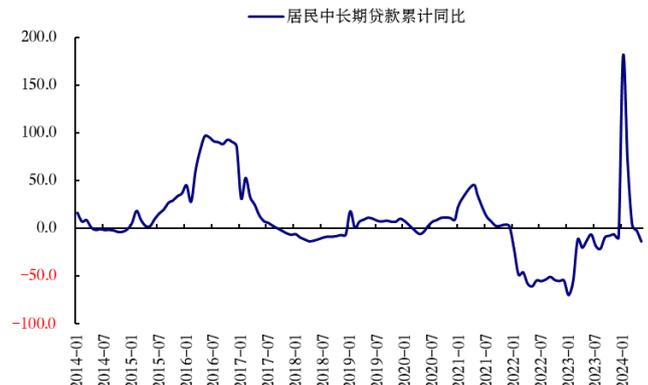
企业贷款保持稳健，但中长贷大幅少增，票据融资大幅多增，结构显示内生融资需求仍然偏弱。5月企业新增信贷7400亿元，同比少增1158亿元，其中票据融资同比多增3152亿元，短贷同比少增1550亿元，中长贷同比少增2698亿元。企业短贷减少1200亿元，禁止手工补息的影响可能在5月依然存在，但影响程度相比4月减弱。企业中长期贷款与过去5年均值基本相当。一季度财政支出偏强且在支出结构上仍然偏向基建，政府项目投资带动企业中长期贷款的稳健表现。

图9：企业短期和中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：居民中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 企业债券融资增速上行，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债

央行在 2023 年四季度的货币政策执行报告，首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，扩大直接融资，社融结构实现再平衡，2024 年一季度货币政策执行报告再次强调。5 月企业债券融资净新增 313 亿元，同比多增 2457 亿元，增速上行。未来公司信用类债券和金融债券发行可能提速。融资成本降低推动企业采用债券融资的方式。根据公开披露数据，5 月 wind 口径的城投债净融资额约-445 亿元，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债。

(三) 政府债券融资同比大幅多增，地方专项债发行提速

政府债券发行提速，5 月政府债券净融资为 1.2 万亿元，融资同比多增 6682 亿元，是本月社融同比多增的重要支撑。

根据 Wind 已公开披露的政府债券发行数据，5 月政府债券发行量约 1.9 万亿元，其中，国债发行量约 1 万亿元，净融资额为 6913 亿元。5 月地方政府债发行量约 9035 亿元，净融资额 6349 亿元。其中地方新增专项债发行 4383 亿元，净融资额为 3924 亿元，地方专项债发行明显提速。与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行约 252 亿元，化债节奏延续放缓。

4 月政治局会议明确提出了要尽早发行特别国债，同时加快专项债发行进度。对于二、三季度政府债供给提升的预期可以更乐观。5 月地方新增专项债发行明显提速，特别国债也已启动发行，三季度或是全年政府债发行高峰，将对社融构成重要支撑。

(四) 表外融资同比多增，来自未贴现银行承兑汇票同比改善

5 月表外融资-1116 亿元，同比多增 341 亿元。同比多增主要来自于未贴现银行承兑汇票，同比多增 463 亿元；信托贷款与委托投资与去年同期相差不大。

图11：企业债券新增融资累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：表外融资新增累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

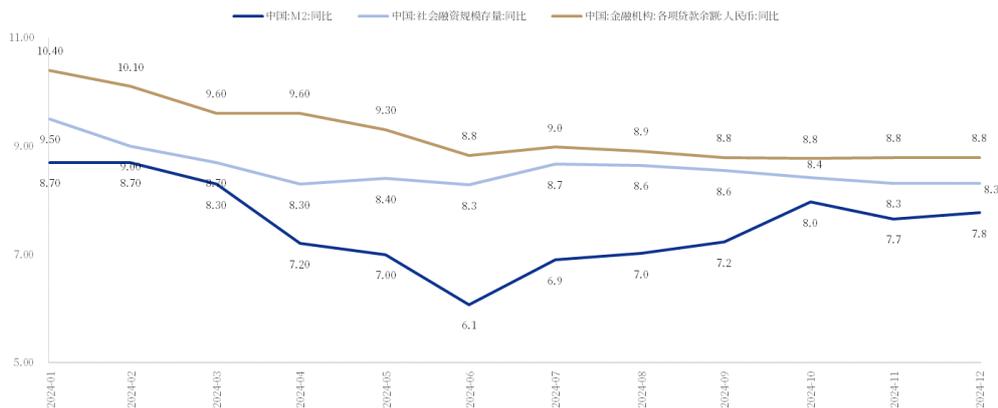
三、 我们的判断和政策展望

1. 受政府融资带动，社融增速可能在三季度稳步上行至 8.7%，但在四季度小幅回落至 8.3%。信贷增速在三季度可能企稳，直接融资比例将逐步提升。4 月政治局会议明确提出了要尽早发行特别国债，同时加快专项债发行进度。对于三季度政府债供给提升的预期可以更乐观，5 月地方新增专项债发行提速，特别国债已启动发行，三季度或是全年政府债发行高峰，将对社融构成重要支撑。另一方面私人部门融资可能继续改善，有利因素包括前期财政政策和 PSL 逆周期发力将逐步体现带动企业部门融资，大规模设备更新也可能对企业融资带来积极拉动，同时房地产政策进一步优化和汽车等消费刺激政策对居民部门融资带来积极影响。由于去年四季度政府债券供给较大带来基数较高，社融增幅可能在四季度小幅回落。

央行已做出“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的判断，全年贷款增速不宜过度期待，信贷增速可能会持续回落，全年增长 8.8%。央行连续三个季度的货币政策执行报告的专栏，都包含信贷供需新格局的内容，强调淡化新增，盘活存量，防止资金空转。中国处于经济结构转型期，央行已做出“信贷增长已由供给约束转化为需求约束”的判断，全年贷款增速不宜过度期待，但加强信贷方向引导的背景下，结构性的货币政策工具将持续推出。结构性货币政策工具将继续扩容，围绕“五篇大文章”和房地产展开。针对消化存量房产，已设立的 3000 亿保障性住房再贷款可能继续扩容，也有可能设立新的再贷款工具或者重启 PSL 给与资金支持。

M2 全年增速在二季度仍有回落压力，三季度开始持续上行，全年增速 7.8%。在盘活存量、防止资金空转的背景下，M2 的合意增速无法单纯靠信贷派生，即内生货币实现，还需要与财政政策形成合力，增加财政净支出，即外生货币助力。

图13: 社融、信贷和 M2 增速预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 货币政策多目标的平衡下，央行可能采取“不一样”的降息和前瞻性的降准

货币政策五个目标存在冲突，我们认为现阶段金融稳定的权重上升，多目标

权衡之下，央行很可能采用“不一样”的降息。“不一样”的降息有四层含义：1、先降存款，再降贷款；2、保持 MLF，调降 LPR；3、提高 LPR 减点幅度，引导住房贷款利率下行稳定房地产；4、运用结构性货币政策工具实现结构性的降息。三季度有可能再次调降 LPR10-20BP。如果重启 PSL，PSL 的利率可能调降 25-30BP。多重目标的兼顾，利率传导路径与之前有所不同。由于 MLF 利率对汇率、10 年期国债收益率影响更大，央行暂时绕开了 MLF→LPR→贷款利率/存款利率的传导路径，LPR 不再是基准利率，而是暂时当作政策利率使用。央行通过发挥市场利率定价自律机制的作用，引导存款利率下行，同时引导 LPR 报价下行，进而降低实体经济利率。保持 MLF 利率不变来实现汇率稳定、国际收支平衡、金融稳定的目标。单独调降 LPR 来实现经济增长、物价稳定、充分就业的目标。2023 年以来，5 年期 LPR 和存款利率的调降幅度已脱离 MLF 降幅的束缚。中性假设美联储于 9 月开启首次降息，可能会重回常规利率传导体系，四季度可能会调降 MLF10-20BP，同时引导 LPR 下调 10-20BP。

三季度可能出现流动性结构性紧张，央行可能前瞻性降准 50BP。存款利率下调将在年内持续，存款向理财产品转移，资金从大行流向非银，大行流动性相对紧张。银行的负债结构将发生改变，存款向债券转移，商业银行需要提升超额存款准备金率以应对流动性风险。降准释放流动性，实现配合财政协同发力、节约银行成本和提高货币乘数推升 M2 三重目标。

图表目录

图 1: M1、M2 增速	3
图 2: 社融存量增速与 M2 增速 (%)	3
图 3: 社融存量增速 (%)	3
图 4: 历史同期 5 月新增社融 (亿元)	3
图 5: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)	3
图 6: 5 月社融各部门新增 (亿元)	3
图 7: 社融和金融机构人民币贷款余额增速 (%)	4
图 8: 历史同期 5 月金融机构新增人民币贷款 (亿元)	4
图 9: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	4
图 10: 居民中长期贷款增速 (%)	4
图 11: 企业债券新增融资累计增速 (%)	5
图 12: 表外融资新增累计增速 (%)	5
图 13: 社融、信贷和 M2 增速预测 (%)	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	褚颖	010-80927755	chuying_yj@chinastock.com.cn