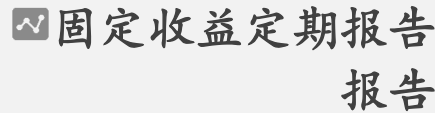


2024年06月15日

短贷仍在“去虚胖”——2024年5月金融数据点评



证券研究报告

尹睿哲 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

魏雪 联系人

SAC 执业证书编号: S1450124050002

weixue@essence.com.cn

■ **新增社融尚可，人民币贷款弱于季节性。**5月新增社融2.06万亿，总体符合季节性；其中政府债净融资贡献了大部分增量。新增人民币贷款9500亿，弱于季节性；其中企业短贷、居民贷款明显弱于历史同期，是人民币贷款的主要拖累项。

■ **居民部门表现依旧低迷。**①居民中长贷远低于同期均值。地产“517新政”出台后，5月30大中城市商品房销售并未见明显起色，5月居民中长贷仅新增514亿，远低于过去5年同期均值，地产政策效果有待验证。②居民短贷延续4月的超季节性少增。5月居民短贷同比少增1745亿至243亿，远低于过去五年同期均值。居民短贷延续4月以来的超季节性少增趋势，除居民消费意愿不足外，或许也与短期经营贷及消费贷套利、冲量受监管相关。

■ **企业部门贷款结构与4月一致，票据冲量、长贷“平淡”、短贷“缩水”。**①5月票融延续高增，远高于历史同期均值；而企业中长期贷款依旧维持4月“不温不火”的态势，新增规模与过去五年同期均值偏差不大。②5月企业短贷延续4月的大幅“缩水”趋势。作为企业短期内资金周转的工具，理论上衡量企业短期资金流动性的指标应和企业短贷增速有一定相关性；我们发现企业应收账款增速领先企业短贷增速约1年左右，若这两个指标出现阶段性背离，则说明企业可能存在借短期贷款进行空转套利的行为。因此，从两者走势相关性的角度出发，今年3月之前企业短贷或许就已经经历过资金防空转背景之下的“挤水分”，而后“手工贴息”被叫停，短贷进一步“去虚胖”。

■ **禁止“手工贴息”影响或仍在发酵，M1、M2增速延续“颓势”。**

①仅企业存款负增，非银存款新增规模远超季节性。继4月负增1.87万亿后，5月企业部门存款再度负增8000亿，远低于过去五年同期均值。而非银部门存款则大幅增加1.16万亿，远高于过去五年均值，显示禁止“手工贴息”后，存款搬家或仍在继续。②企业活期存款增速继续下探，M1再刷历史新低。5月企业活期存款继续下滑，相应的M1增速也较4月进一步下行2.8个百分点至-4.2%，续创历史新低。然而，5月存款总额增速止住前期快速下滑趋势，M2增速下滑趋势也较前期放缓，小幅回落至7%。

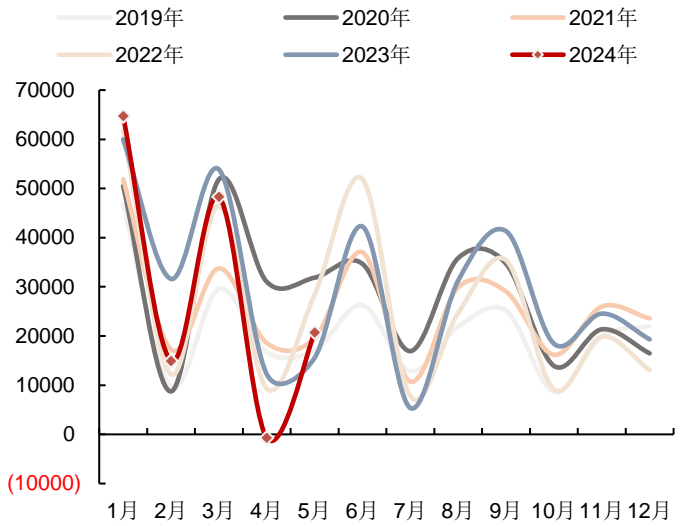
■ **综上，5月新增社融在政府债券拉动下表现不差，而新增人民币贷款在楼市仍然低迷、短贷继续“挤水分”的影响之下，明显弱于季节性。**同时，从企业贷款内部结构来看：票据融资依然贡献了半数贷款增量；企业中长贷与过去五年同期均值偏差不大，延续4月以来的平淡表现；而企业短贷在经历了前期资金防空转背景下的“挤水分”后，近两月继续“去虚胖”，5月仍超季节性负增长。最后，非银存款增速在4月小幅回落后，本月再度明显上行，禁止“手工贴息”、存款搬家的影响后续或持续发酵。

■ **风险提示：历史经验参考性降低、海外市场波动超预期**

政府债券拉动下新增社融尚可。5月新增社融2.06万亿，同比多增5088亿；过去五年同期均值为2.25万亿，总体符合季节性。除未贴现银票、企业债券、政府债券三项外，其余分项均同比少增；政府债净融资贡献了大部分增量社融。从存量增速看，较上月小幅回升1个百分点至8.4%。

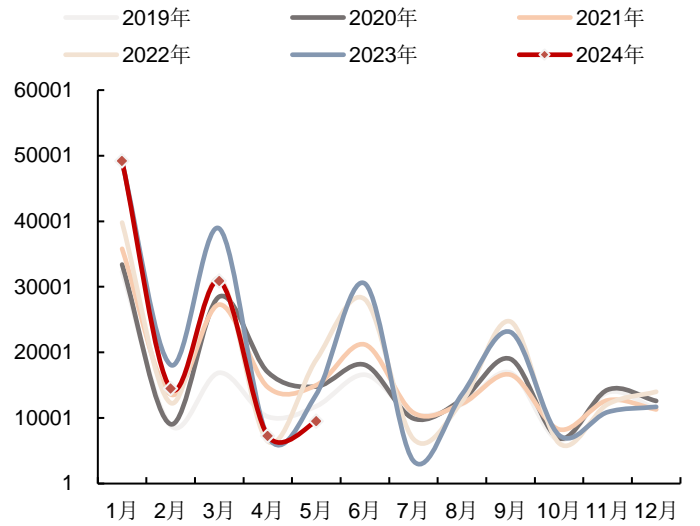
企业短贷及居民部门拖累下，人民币贷款弱于季节性。5月新增人民币贷款9500亿，同比少增4100亿；过去五年同期均值为1.48万亿，今年新增人民币贷款规模弱于季节性。其中企业短贷、居民短贷和中长贷增量明显弱于历史同期，是本月人民币贷款的主要拖累项。

图1. 5月社融增量符合季节性（亿）



资料来源：iFind，国投证券研究中心

图2. 5月人民币贷款增量弱于季节性（亿）



资料来源：iFind，国投证券研究中心

表1: 5月社融中除未贴现银票、企业债券、政府债券三项外，其余均同比少增

| 单位：亿元       |       | 同比           | 环比            | 2024-05       | 2024-04     | 2024-03       | 2024-02       | 2024-01       | 2023-12       | 2023-11       | 2023-10       |
|-------------|-------|--------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 社融          | 表内融资  | -4,171       | 4,671         | 7,710         | 3,039       | 33,463        | 9,764         | 49,390        | 10,457        | 10,763        | 4,989         |
|             | 人民币贷款 | -4,022       | 4,848         | 8,197         | 3,349       | 32,920        | 9,773         | 48,401        | 11,092        | 11,120        | 4,837         |
|             | 外币贷款  | -149         | -177          | -487          | -310        | 543           | -9            | 989           | -635          | -357          | 152           |
|             | 表外融资  | 342          | 3,144         | -1,115        | -4,259      | 3,768         | -3,287        | 6,009         | -1,561        | 13            | -2,572        |
|             | 委托贷款  | -44          | -98           | -9            | 89          | -465          | -172          | -359          | -43           | -386          | -429          |
|             | 信托贷款  | -79          | 82            | 224           | 142         | 681           | 571           | 732           | 347           | 197           | 393           |
|             | 未贴现银票 | 465          | 3,160         | -1,330        | -4,490      | 3,552         | -3,686        | 5,636         | -1,865        | 202           | -2,536        |
|             | 直接融资  | 8,482        | 11,706        | 12,662        | 956         | 9,090         | 7,548         | 7,689         | 7,091         | 13,259        | 17,137        |
|             | 企业债券  | 2,429        | -1,422        | 285           | 1,707       | 4,237         | 1,423         | 4,320         | -2,741        | 1,388         | 1,178         |
|             | 股票    | -642         | -75           | 111           | 186         | 227           | 114           | 422           | 508           | 359           | 321           |
|             | 政府债券  | 6,695        | 13,203        | 12,266        | -937        | 4,626         | 6,011         | 2,947         | 9,324         | 11,512        | 15,638        |
|             | 其他融资  | 141          | 1755          | 308           | -1,447      | 999           | 278           | 271           | 2,069         | -613          | -2,103        |
|             | ABS   | -77          | 1541          | -426          | -1,967      | -588          | -210          | -203          | -278          | -1,355        | -2,530        |
| 贷款核销        | 218   | 214          | 734           | 520           | 1,587       | 488           | 474           | 2,347         | 742           | 427           |               |
| <b>社融增量</b> |       | <b>5,088</b> | <b>21,306</b> | <b>20,648</b> | <b>-658</b> | <b>48,335</b> | <b>14,959</b> | <b>64,734</b> | <b>19,326</b> | <b>24,554</b> | <b>18,441</b> |
| 人民币贷款       | 企业    | -1,158       | -1,200        | 7,400         | 8,600       | 23,400        | 15,700        | 38,600        | 8,916         | 8,221         | 5,163         |
|             | 票据融资  | 3,152        | -4,809        | 3,572         | 8,381       | -2,500        | -2,767        | -9,733        | 1,497         | 2,092         | 3,176         |
|             | 短期    | -1,550       | 2,900         | -1,200        | -4,100      | 9,800         | 5,300         | 14,600        | -635          | 1,705         | -1,770        |
|             | 中长期   | -2,698       | 900           | 5,000         | 4,100       | 16,000        | 12,900        | 33,100        | 8,612         | 4,460         | 3,828         |
|             | 居民    | -2,915       | 5,923         | 757           | -5,166      | 9,406         | -5,907        | 9,801         | 2,221         | 2,925         | -346          |

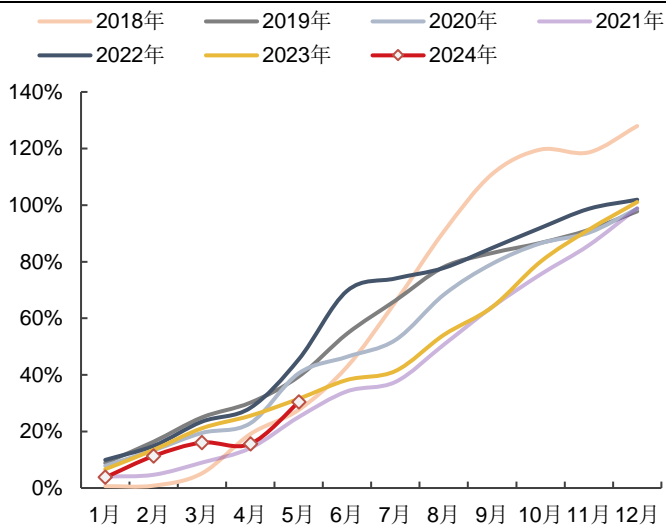
|         |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 短期      | -1,745 | 3,761  | 243   | -3,518 | 4,908  | -4,868 | 3,528  | 759    | 594    | -1,053 |
| 中长期     | -1,170 | 2,180  | 514   | -1,666 | 4,516  | -1,038 | 6,272  | 1,462  | 2,331  | 707    |
| 非银      | -241   | -2,244 | 363   | 2,607  | -1,958 | 4,045  | 249    | 94     | -207   | 2,088  |
| 人民币贷款增量 | -4,100 | 2,200  | 9,500 | 7,300  | 30,900 | 14,500 | 49,200 | 11,700 | 10,900 | 7,384  |

资料来源：iFind，国投证券研究中心

具体来看，对于本月社融我们观察以下几个特点：

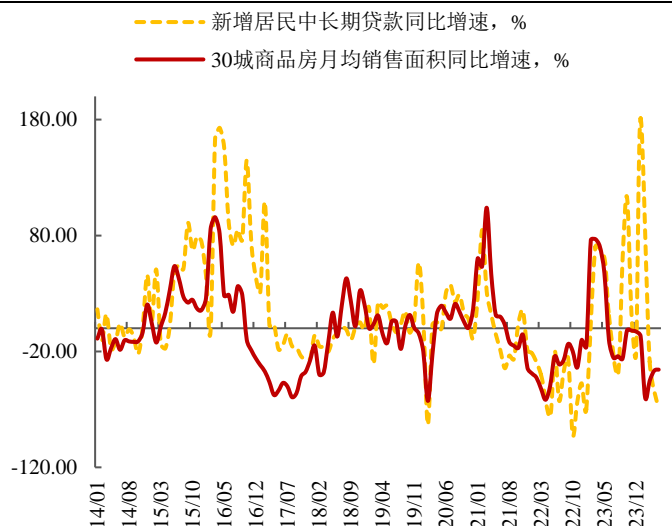
- 1) 政府债券贡献了 60% 的社融增量。5 月政府债净融资规模为年内高点，融资进度也较前期明显抬升至 30%。相应的，5 月社融中政府债券净融资规模为 1.23 万亿，远高于过去五年同期均值 7615 亿；由于去年同期基数较低，同比大幅多增 6695 亿。直接融资的其他分项中，5 月企业债券虽仅新增 285 亿，但由于去年同期基数过低，5 月同比增量高达 2429 亿，对社融的同比增量亦有贡献。

图3. 5月政府债净融资进度环比明显抬升



资料来源：iFind，国投证券研究中心

图4. 5月 30 大中城市商品房销量未见起色



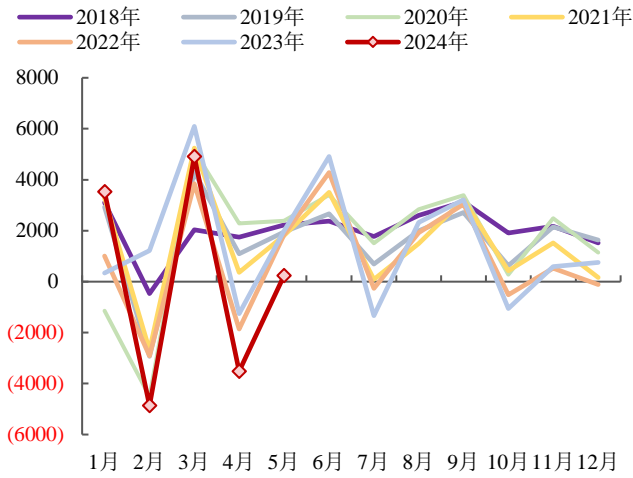
资料来源：iFind，国投证券研究中心

- 2) 居民部门表现依旧低迷，是人民币贷款的主要拖累之一。

居民中长贷远低于同期均值，地产政策效果有待验证。地产“517 新政”出台后，5 月 30 大中城市商品房销售并未见明显起色，5 月 30 大中商品房销售面积增速为 -35.7%，较 4 月增速变动不大，较去年同期 5 月 47.5% 的增速明显偏低。原因或许在于各地楼市政策落地时间尚且较短、政策效果还有待验证，且居民购房意愿、收入信心等在短时间内也难以完全修复。因此 5 月居民中长贷仅新增 514 亿，远低于过去 5 年同期均值 3299 亿，同比少增 1170 亿。

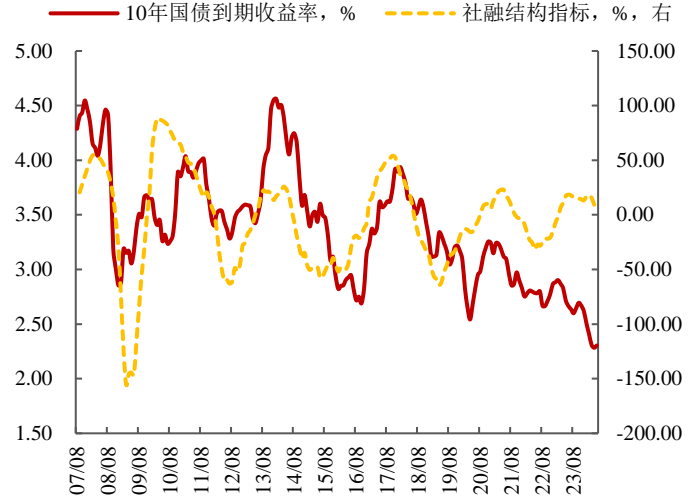
居民短贷延续 4 月的超季节性少增，消费意愿不足、“挤水分”或均有影响。5 月居民短贷同比少增 1745 亿至 243 亿，远低于过去五年同期均值 1993 亿。居民短贷延续 4 月以来的超季节性少增趋势，除了居民消费意愿不足外，或许也与存款利率大幅下行背景下，套利活动减少有关。

图5. 5月居民短贷延续超季节性少增（亿）



资料来源：iFind，国投证券研究中心

图6. 5月社融结构指标延续上月的大幅下行趋势



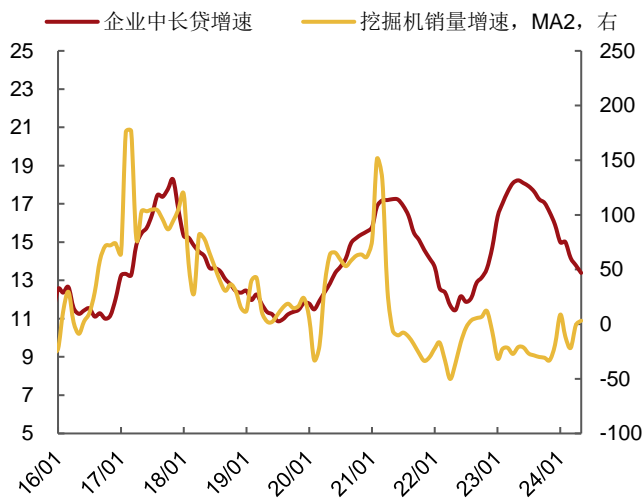
资料来源：iFind，国投证券研究中心

3) 企业部门贷款结构与4月一致，票据明显缩量、长贷表现“平平”、短贷继续“缩水”。

5月票融延续高增，企业中长贷并未大幅偏离历史同期均值。5月企业部门贷款同比少增1158亿至7400亿，低于过去五年均值9120亿。其中票据融资延续高增，5月同比大幅多增3152亿至3572亿，远高于历史同期均值；票融余额增速也进一步上升至7.06%。而在基本面尚无明确起色、5月PMI甚至重回荣枯线下的背景下，企业中长期贷款依旧维持4月“不温不火”的态势，同比少增2698亿至5000亿，和过去5年同期均值5521亿相比偏差不算太多；余额增速继续小幅下台阶0.4个百分点至13.4%。由于票融余额增速下行幅度更大，我们构建的社融结构指标（企业中长期贷增速-票融余额增速）也再度大幅下行3个百分点至6.34%。

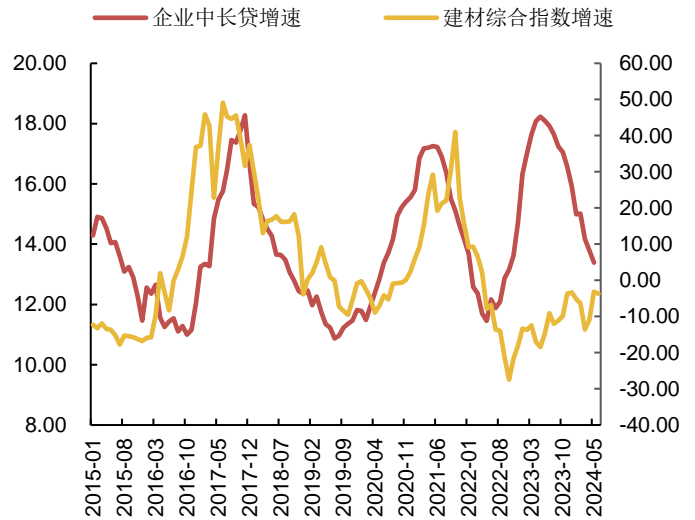
但有两点值得注意：①历史上挖掘机销量增速与企业中长期贷增速走势较为一致，近期挖掘机销量增速在低位徘徊后上升至6.04%；②历史上建材综合指数增速与企业中长期贷增速也有一定相关性，此指标近期也处于向上回升期。

图7. 挖掘机销量增速低位徘徊后上行（%）



资料来源：iFind，国投证券研究中心

图8. 建材综合指数增速也处于向上回升期（%）



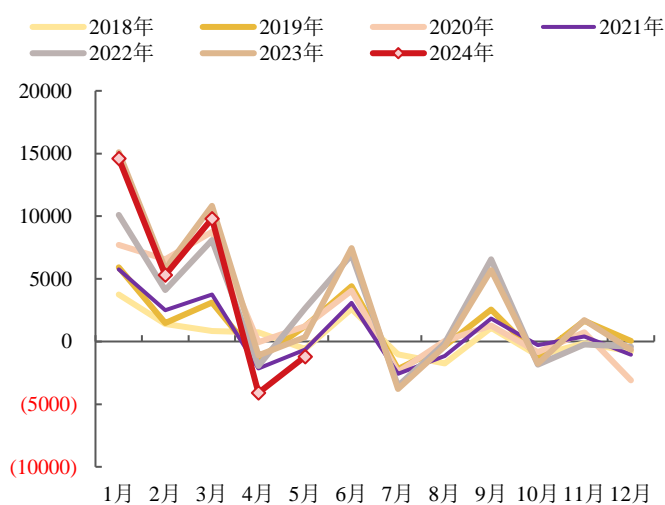
资料来源：Wind，国投证券研究中心

**企业短贷延续“缩水”，5月继续负增。**4月新增企业短贷超季节性回落，或指向高息揽储受限后，企业借短贷再存款的意愿降低，甚至存在归还存量短贷的可能性。5月企业短贷负增1200亿，同比少增1550亿，延续4月的大幅“缩水”趋势。

**企业应收账款增速领先企业短贷增速约1年左右。**从企业生产经营角度来看，短期贷款一般作为企业短期内资金周转的工具，理论上衡量企业短期资金流动性的指标应和企业短贷增速有一定相关性。我们以全部A股的应收账款增速来简单衡量企业短期内资金周转情况，发现此指标大概领先企业短贷增速9个月至1年左右。一个可能的解释是，在应收账款增速逐步上升时，企业意识到经营性资金或将短缺，因此借短期贷款临时周转。若这两个指标出现阶段性背离，则说明企业可能存在借短期贷款进行空转套利的行为，如2018年至2020年期间，以及2022年至2023年期间。

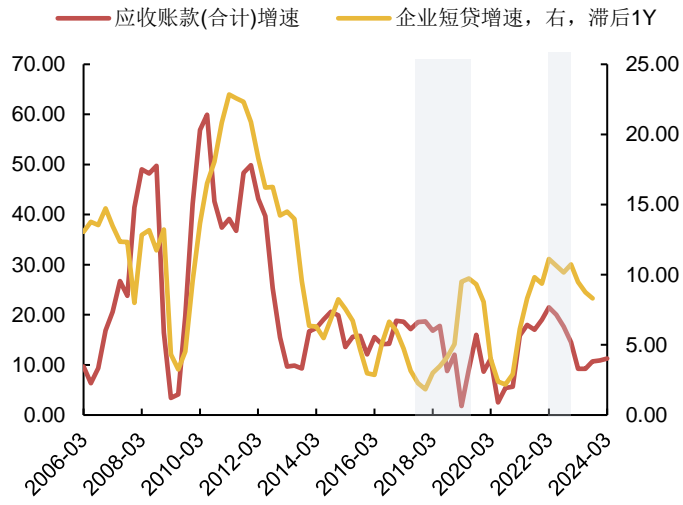
**从两者走势相关性的角度出发，企业短贷或早已经历资金防空转背景下的“挤水分”。**2022年一季度以来，应收账款增速由21.5%的高位快速下行至2023年二季度的9.2%，同期企业短期贷款增速却上行至11.1%一线震荡。今年3月央行在新闻发布会上提到“第二个问题是关于资金空转...我们也在加强监测，将继续密切关注企业贷款转存和转借等情况...目前，防范资金空转效果已经在显现，随着企业规范资金使用，融资总量增速可能会比以前低一些，但是对经济高质量发展的实际支撑力度反而会更大”，也是从3月开始，企业短贷增速不再维持前期高位震荡的趋势，步入下行通道。由此看来，今年3月之前企业短贷或许就已经经历过资金防空转背景之下的“挤水分”，而后“手工补息”被叫停，短贷进一步“去虚胖”。

图9. 5月企业短贷延续负增（亿）



资料来源：iFind，国投证券研究中心

图10. 应收账款领先企业短贷增速约1年左右（%）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

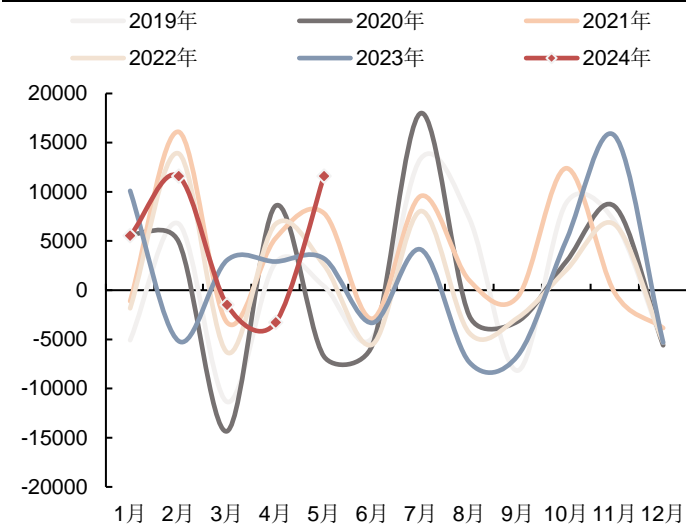
#### 4) 禁止“手工补息”影响或仍在发酵，M1、M2增速延续“颓势”。

**各部门中仅企业存款负增，非银存款新增规模则远超季节性。**各部门新增存款方面，继4月负增1.87万亿后，5月企业部门存款再度负增8000亿，远低于过去五年同期均值3520亿。而居民及非银部门存款分别增加4200亿、1.16万亿，前者基本持平与过去五年均值4213亿、后者远高于过去五年均值1458亿，显示禁止“手工补息”后，存款搬家或仍在继续。

**企业活期存款增速继续下探，M1再刷历史新低。**受企业存款延续负增影响，企业部门存款余额增速进一步下滑至-1.6%，其中活期存款、定期存款走势依然分化，前者下滑3个百分点至-15.9%、后者小幅上升0.3个百分点至5.1%。相应的，M1增速也较4月进一步下行2.8个百分点至-4.2%，续创历史新低。然而，在5月住户存款余额增速较4月基本持平、非银存款余额增速还上行3个百分点的背景下，存款总额增速止住前期快速下滑

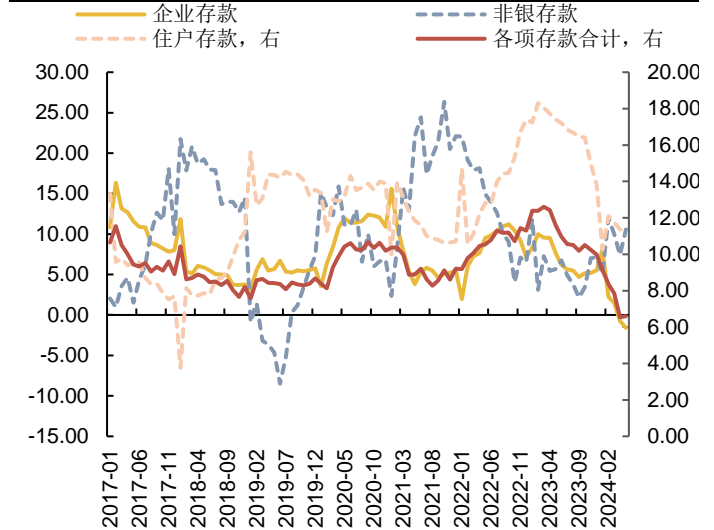
趋势，为 6.6%，较 4 月基本持平。相应的，M2 增速下滑趋势较前期放缓，5 月环比下行 2 个百分点至 7%。

图11. 5月非银部门存款新增规模远超季节性（亿）



资料来源：iFind，国投证券研究中心

图12. 企业存款增速继续下滑，非银上行、居民持平(%)



资料来源：iFind，国投证券研究中心

综上，5月新增社融在政府债券拉动下表现不差，而新增人民币贷款在楼市仍然低迷、短贷继续“挤水分”的影响之下，明显弱于季节性。同时，从企业贷款内部结构来看：票据融资依然贡献了半数贷款增量；企业中长贷与过去五年同期均值偏差不大，延续4月以来的平淡表现；而企业短贷在经历了前期资金防空转背景下的“挤水分”后，近两月继续“去虚胖”，5月仍超季节性负增长。最后，非银存款增速在4月小幅回落后，本月再度明显上行，禁止“手工补息”、存款搬家的影响后续或持续发酵。

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034