



Research and
Development Center

5月社融增速回升，政府债为主要支撑

银行

2024年06月15日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

廖紫苑 银行业分析师

执业编号：S1500522110005

邮箱：liaoziyuan@cindasc.com

张晓辉 银行业分析师

执业编号：S1500523080008

邮箱：zhangxiaohui@cindasc.com

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

5月社融增速回升，政府债为主要支撑

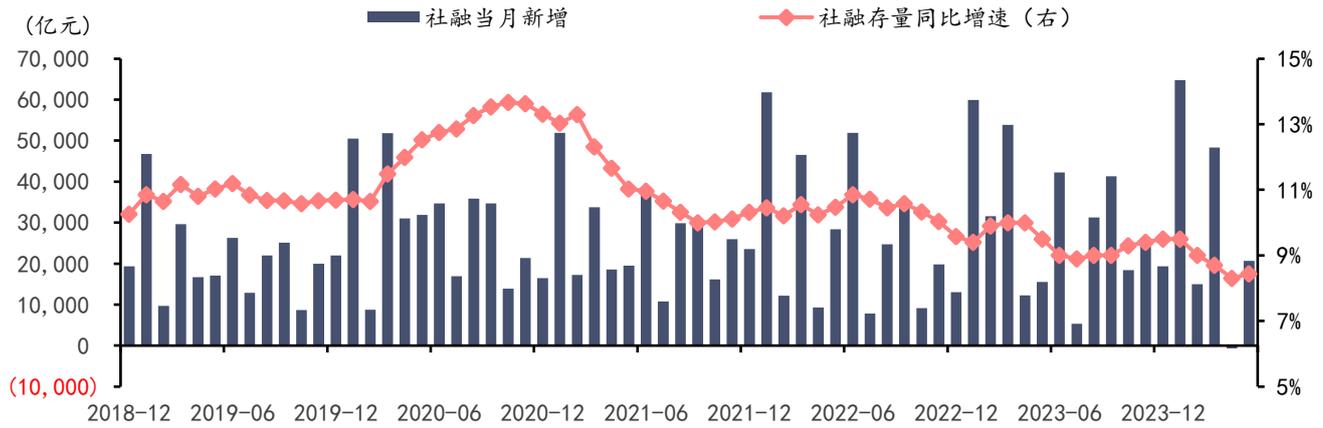
2024年06月15日

本期内容提要：

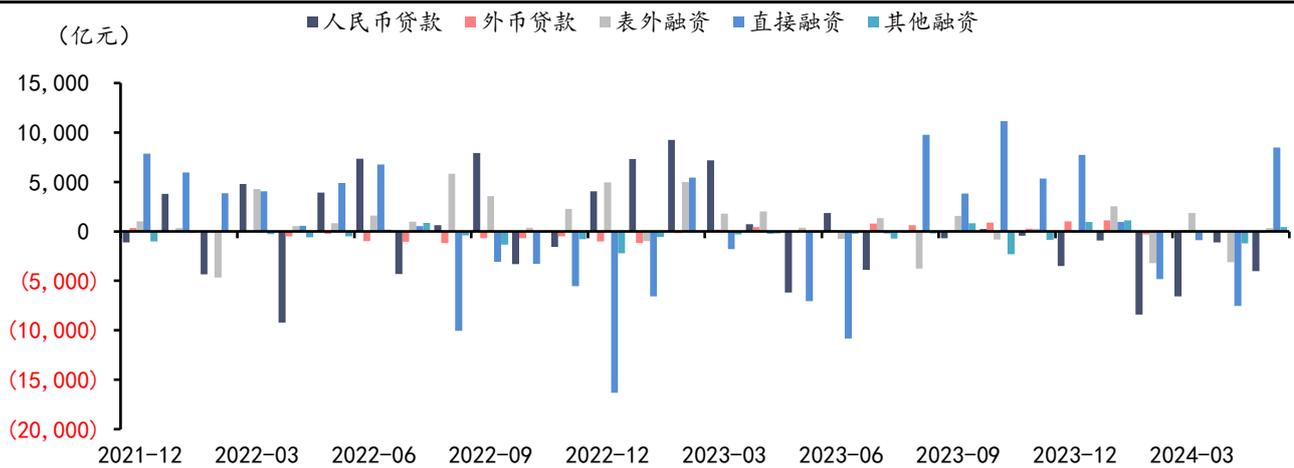
- **5月社融同比多增，政府债为主要支撑。**2024年5月新增社融2.07万亿元，小幅不及市场预期（同花顺预测平均值2.13万亿元），处于历史同期较高水平。同比多增0.51万亿元，其中正面贡献主要源自政府债券、票据融资、企业债券分别同比多增0.67万亿元、0.32万亿元、0.24万亿元，而拖累主要源于人民币贷款同比少增0.41万亿元。5月末社融存量为391.93万亿元，同比增长8.4%，增速较上月提升0.1pct。
- **信贷不及预期，票据冲量明显。**5月信贷口径下人民币贷款增加0.95万亿元，低于市场预期（同花顺预测平均值1.13万亿元），同比少增4100亿元。其中①**居民贷款同比少2915亿元**：短贷和中长贷分别同比少1745亿元、1170亿元，表明居民消费和购房需求仍然偏弱。30大中城市商品房成交面积同比-35.72%，仍在低位徘徊。考虑到5月以来政策暖风频吹，如央行设立3000亿元保障性住房再贷款、取消全国层面房贷利率下限、下调房贷首付比例和公积金贷款利率等等，或有助于改善楼市预期。②**企业贷款同比少1158亿元，票据冲量为支撑**：短贷同比少1550亿元；中长贷同比少2698亿元；票据融资同比多增3152亿元，处于历史同期第二名，冲量明显。我们认为信贷表现偏弱，或是金融业增加值核算方法优化调整（由主要参考存贷款余额转为主要参考利润指标）数据“挤水分”、监管指导信贷均衡投放并规范手工补息、以及实体融资需求不足等因素共同影响所致。
- **政府债发行提速，企业债同比多增。**5月直接融资同比多增8482亿元，主要得益于政府债发行提速（当月值创历史同期新高，为有史以来第四名，同比多增6696亿元），其次得益于企业债低基数（同比多2429亿元）。5月表外融资同比多342亿元，其中非标同比少增（委托贷款同比少44亿元，信托贷款同比少80亿元），但未贴现银行承兑汇票同比少减466亿元。表内票据冲量或使部分表外票据融资向表内转移，整体上表内+表外票据存量同比+3.22%，增速上升2.40pct。
- **存款增速回升，M1和M2增速再创新低。**5月末人民币存款余额同比增长6.7%，增速比上月末提升0.1pct。5月人民币存款增加1.68万亿元，同比多2200亿元，其中非银存款同比多8379亿元和财政存款同比多5264亿元为主因，而非金融企业存款同比少6607亿元，居民存款同比少1164亿元。M1同比增速较上月回落2.8pct至-4.2%，M2同比增速较上月下降0.2pct至7.0%，M2-M1剪刀差走阔。我们认为，存款结构变化和M1、M2同比增速放缓，或主要源于规范手工补息、打击资金空转影响下出现存款搬家，以及实体融资需求偏弱叠加金融数据“挤水分”影响下存款派生减少。
- **投资建议：关注经济复苏进程及银行股估值修复机遇。**5月政府债发行提速和企业债低基数效应为社融增速回升提供了支撑。当前金融数据仍然受到“挤水分”“防空转”等方面的影响，我们预计数据扰动在

未来一段时间仍将持续，尚不能完全反映实体融资的供求情况，但从长期来看，短期阵痛有助于为金融高质量发展打下良好的基础。当前我国融资需求偏弱、市场信心和资金活力不足，仍需政策支持。对银行而言，整体信贷增速中枢在监管均衡投放指引下或将有所下移，短期息差或仍将承压，主要是隐含 LPR 下调、银行协助地方债务化解等因素的预期，但与此同时，监管有望通过引导存款利率下行等方式来呵护银行息差。**个股层面建议关注：**1) 稀缺的成长性优秀区域行，表现为业绩持续性有望加强、存在区域新亮点的银行：**齐鲁银行、常熟银行、瑞丰银行**；2) 随着市场政策及经济预期加强，地产有望修复，银行风险缓释可期：**招商银行**；3) 国企改革背景下，基本功扎实+低估值+高股息的全国性银行：**农业银行、邮储银行、中信银行**。

➤ **风险因素：**经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发。

图 1：社融当月新增（亿元）和社融存量同比增速


资料来源：iFind、信达证券研发中心

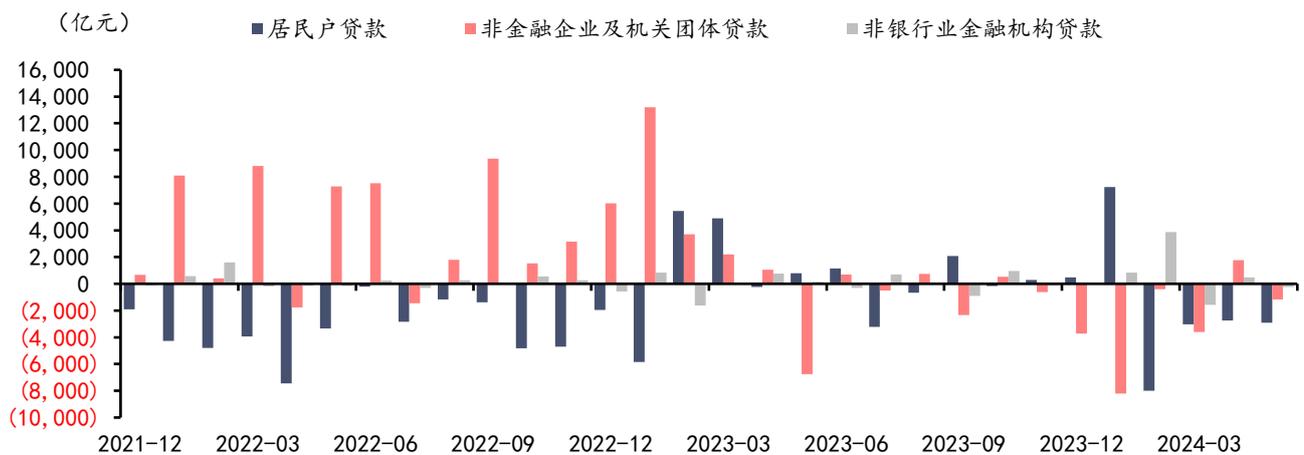
图 2：社融结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

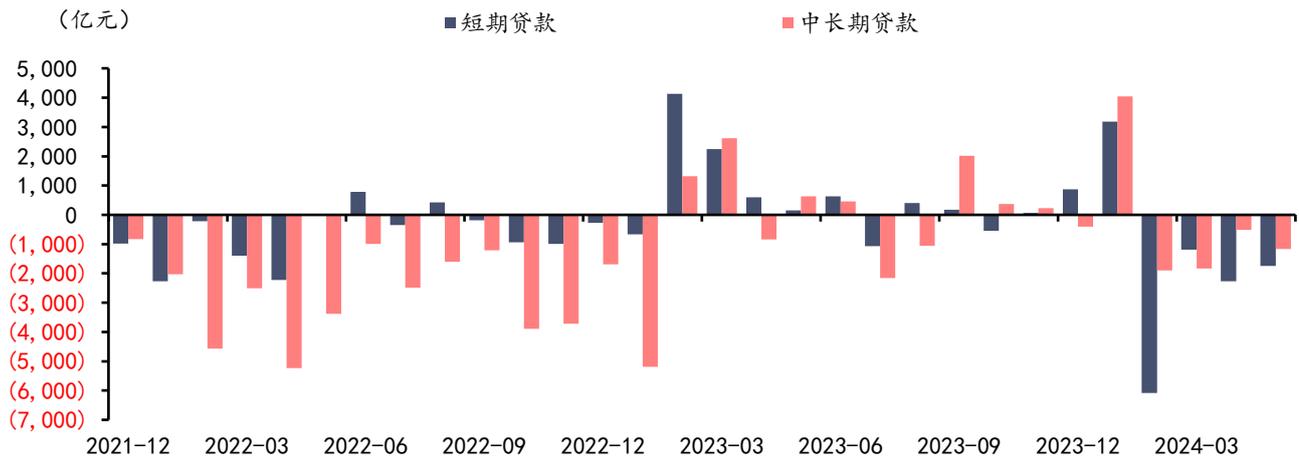
表 1：新增社会融资规模结构

当月值 (亿元)	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
社会融资规模	19326	64734	14959	48335	(658)	20648
人民币贷款	11092	48401	9773	32920	3349	8197
外币贷款	(635)	989	(9)	543	(310)	(487)
委托贷款	(43)	(359)	(172)	(465)	89	(9)
信托贷款	347	732	571	681	142	224
未贴现银行承兑汇票	(1865)	5636	(3686)	3552	(4490)	(1330)
企业债券融资	(2741)	4320	1423	4237	1707	285
非金融企业境内股票融资	508	422	114	227	186	111
政府债券	9324	2947	6011	4626	(937)	12266
其他融资	3339	1646	934	2014	(394)	1391
同比多增 (亿元)	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
社会融资规模	6169	5061	(16651)	(4510)	(14300)	5088
人民币贷款	(3485)	(913)	(8411)	(6576)	(1100)	(4022)
外币贷款	1030	1120	(319)	116	9	(149)
委托贷款	58	(943)	(95)	(638)	6	(44)
信托贷款	1110	794	505	726	23	(80)
未贴现银行承兑汇票	(1313)	2673	(3617)	1760	(3145)	466
企业债券融资	2325	2682	(2239)	2108	(2461)	2429
非金融企业境内股票融资	(936)	(542)	(457)	(387)	(808)	(641)
政府债券	6515	(1193)	(2127)	(1388)	(5485)	6696
其他融资	1040	1383	109	1000	(2568)	435

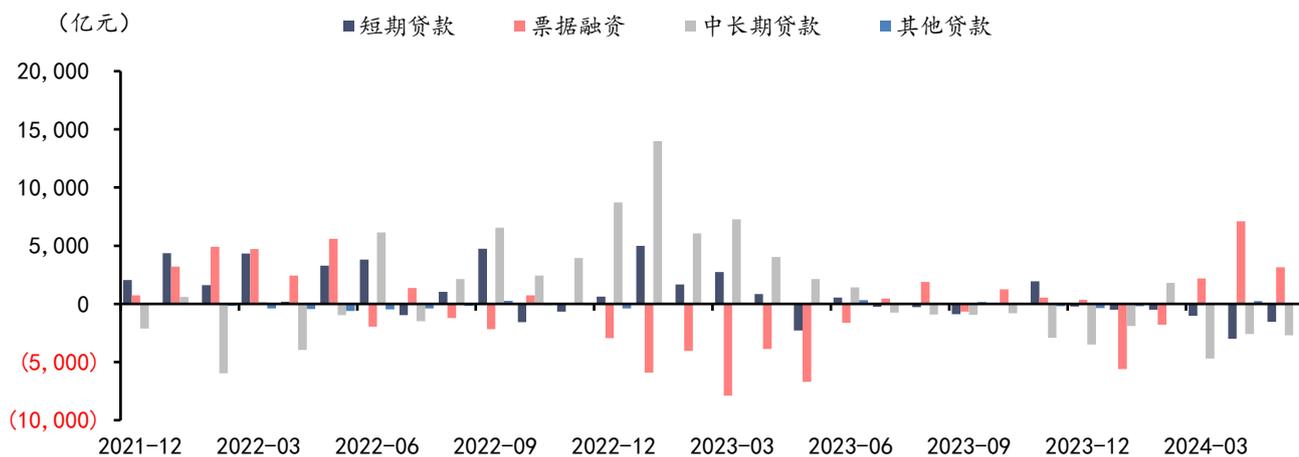
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 3：信贷结构 (同比多增)


资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 4：信贷结构——居民端（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

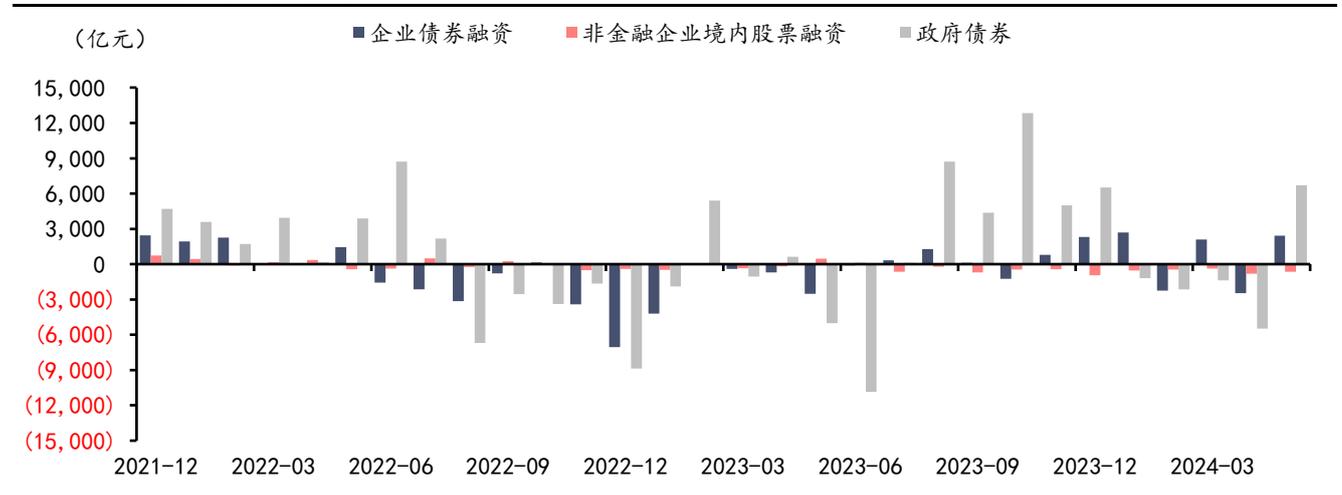
图 5：信贷结构——非金融企业端（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

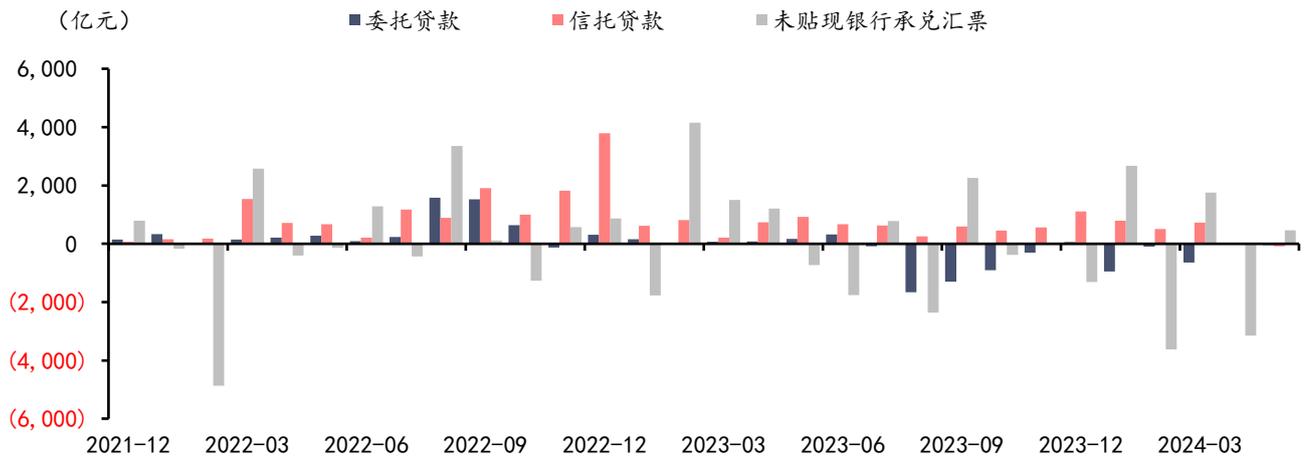
表 2: 新增人民币贷款结构

当月值 (亿元)	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
居民户贷款	2221	9801	(5907)	9406	(5166)	757
短期贷款	759	3528	(4868)	4908	(3518)	243
中长期贷款	1462	6272	(1038)	4516	(1666)	514
非金融企业及机关团体贷款	8916	38600	15700	23400	8600	7400
短期贷款	(635)	14600	5300	9800	(4100)	(1200)
票据融资	1497	(9733)	(2767)	(2500)	8381	3572
中长期贷款	8612	33100	12900	16000	4100	5000
其他贷款	(558)	633	267	100	219	28
同比多增 (亿元)	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
居民户贷款	468	7229	(7988)	(3041)	(2755)	(2915)
短期贷款	872	3187	(6086)	(1186)	(2263)	(1745)
中长期贷款	(403)	4041	(1901)	(1832)	(510)	(1170)
非金融企业及机关团体贷款	(3721)	(8200)	(400)	(3600)	1761	(1158)
短期贷款	(219)	(500)	(485)	(1015)	(3001)	(1550)
票据融资	351	(5606)	(1778)	2187	7101	3152
中长期贷款	(3498)	(1900)	1800	(4700)	(2569)	(2698)
其他贷款	(355)	(194)	63	(72)	230	(62)

资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 6: 直接融资结构 (同比多增)


资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 7：表外融资结构（同比多增）


资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 3：表外融资和直接融资结构

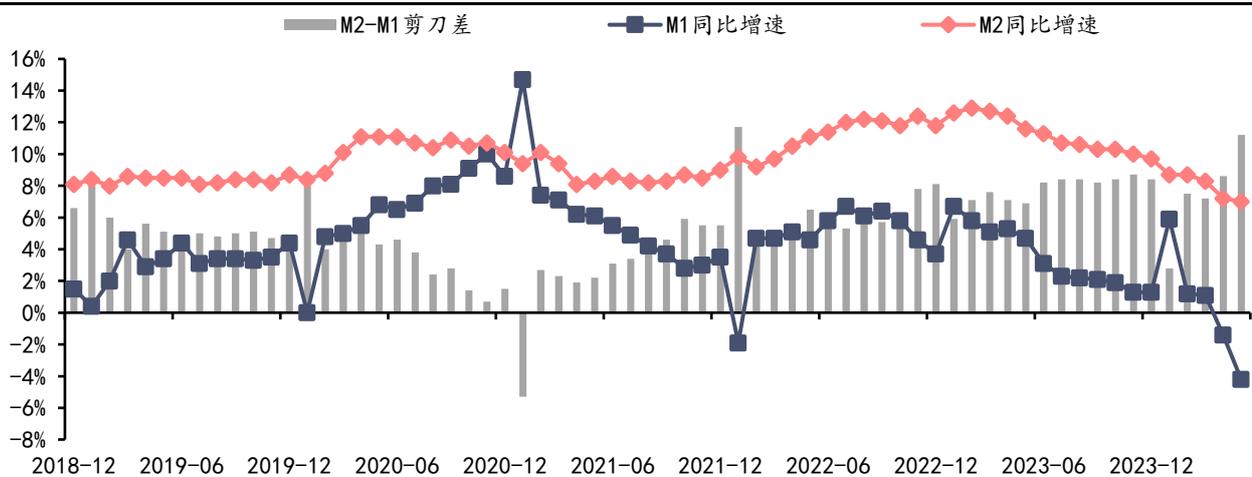
当月值（亿元）	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
表外融资	(1561)	6009	(3287)	3768	(4259)	(1115)
委托贷款	(43)	(359)	(172)	(465)	89	(9)
信托贷款	347	732	571	681	142	224
未贴现银行承兑汇票	(1865)	5636	(3686)	3552	(4490)	(1330)
直接融资	7091	7689	7548	9090	956	12662
企业债券融资	(2741)	4320	1423	4237	1707	285
非金融企业境内股票融资	508	422	114	227	186	111
政府债券	9324	2947	6011	4626	(937)	12266
同比多增（亿元）	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
表外融资	(142)	2524	(3207)	1846	(3116)	342
委托贷款	58	(943)	(95)	(638)	6	(44)
信托贷款	1110	794	505	726	23	(80)
未贴现银行承兑汇票	(1313)	2673	(3617)	1760	(3145)	466
直接融资	7726	947	(4823)	(896)	(7525)	8482
企业债券融资	2325	2682	(2239)	2108	(2461)	2429
非金融企业境内股票融资	(936)	(542)	(457)	(387)	(808)	(641)
政府债券	6515	(1193)	(2127)	(1388)	(5485)	6696

资料来源：iFind、信达证券研发中心

表 4：新增人民币存款结构

当月值 (亿元)	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
新增人民币存款	868	54800	9600	48000	-39200	16800
居民户存款	19780	25300	32000	28300	-18500	4200
非金融企业存款	3165	11400	-29900	20725	-18725	-8000
财政存款	-9221	8604	-3798	-7661	981	7633
非银行业金融机构存款	-5326	5526	11574	-1500	-3300	11600
其他存款	-7530	3970	-276	8136	344	1367
同比多增 (亿元)	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
新增人民币存款	-6402	-13900	-18500	-9100	-34591	2200
居民户存款	-9123	-36700	24074	-774	-6500	-1164
非金融企业存款	2341	18555	-42800	-5330	-17317	-6607
财政存款	1636	1776	-8356	751	-4047	5264
非银行业金融机构存款	2	-4574	16737	-4550	-6212	8379
其他存款	-1230	7043	-8155	803	-515	-3672

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 8：M1 和 M2 同比增速


资料来源：iFind、信达证券研发中心

研究团队简介

廖紫苑，信达证券研发中心银行资深分析师，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。