

2024年06月15日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

政府债发力支撑社融

——国内观察：2024年5月金融数据

投资要点

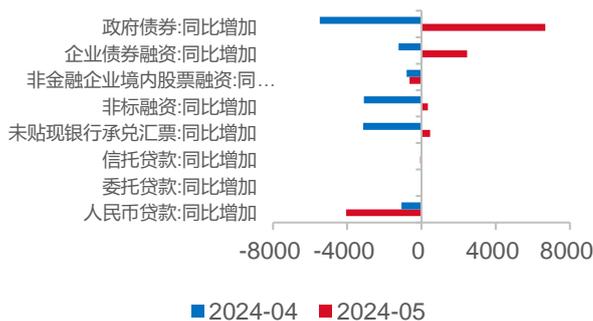
- **事件**：6月14日，央行发布2024年5月金融数据。5月M2同比7.0%，前值7.2%，M1同比-4.2%，前值-1.4%。新增人民币贷款9500亿元，同比少增4100亿元。新增社融2.07万亿元，同比多增5132亿元。社融存量增速为8.4%，前值8.3%。
- **核心观点**：政府债发行的边际提速，支撑5月社融增速回升，而“挤水分”对存贷款的影响仍然较大，尤其体现在M1增速的持续回落。往后看，财政提速下相关配套融资的需求有望支撑信贷，需要关注重大项目的建设进度；此外新设立的再贷款工具使用进度也需关注，如4月设立的5000亿元科技创新和技术改造再贷款，以及5月设立的3000亿元保障性住房再贷款。总体上现阶段内需仍相对不足，但金融数据短期的调整仍需理性看待。而“挤水分”可能会增加安全资产的配置需求。
- **政府债发行提速支撑社融**。5月金融数据中，边际变化最大的是政府债券融资，由于特别国债的发行支撑（wind口径下5月国债净融资6912.9亿元，去年同期为767.1亿元），以及地方政府专项债发行的边际提速（wind口径下5月地方政府专项债净融资3924.1亿元，去年同期为2624.08亿元），政府债券融资5月新增12253亿元，同比大幅多增6682亿元，是支撑5月社融的最主要原因。预计后续政府债对社融的支撑逐步加强。
- **除政府债券外，社融中的另一支撑项是企业债券融资**。一方面城投化债影响边际减弱，Wind口径下5月净减少445亿元，同比少减239亿元，4月为同多减2447亿元。另一方面，低基数亦有贡献，去年同期企业债券融资减少2144亿元，明显弱于季节性。其他分项中，未贴现银行承兑汇票可能受表内票据融资环比减少的影响，替代作用减弱，同比少减463亿元，委托贷款及信托贷款变化不大，因为非标融资由上月的同比多减3114亿元转为同比少减341亿元。股票融资、外币贷款变动不大，影响相对有限。
- **表内信贷需求不强，结构仍待改善**。支撑力度最大的仍是票据融资，这一点与4月一致，但边际力度减弱。**企业端**：企业中长期贷款当月新增5000亿元，同期弱于疫情后，强于疫情前，或与财政投放相对较慢，相关配套融资需求回落，以及“挤水分”的影响有关。往后看，下半年这些影响均有望减轻。**居民端**：居民短贷新增243亿元，中长期贷款新增514亿元，合计同比少增2915亿元，反映居民消费需求、购房需求仍然偏弱。一方面“517”新政后的新房销售改善主要集中在部分一、二线城市中，且5月的数据尚未完全体现；另一方面新增房贷利率与存量之间的利差幅度扩大，或在一定程度上导致提前还贷需求的增加。
- **存款搬家，“挤水分”的影响仍大**。M1增速进一步降至-4.2%，增量上看连续两个月明显弱于季节性，除了反映实体活力仍不足外，手工补息纠正下，企业存款或转向理财、货基转移。企业存款的同比多减（-1164亿元）以及非银存款的同比多增（8379亿元），非银的流动性相对充裕（R与DR利差收窄）均能反映。M2增速的继续回落，仍然受信贷回落导致存款派生减少，以及财政投放偏慢的影响。
- **风险提示**：稳增长政策落地不及预期；房地产、地方政府债务风险处置不及预期。

图1 新增社融规模及存量同比, 亿元, %



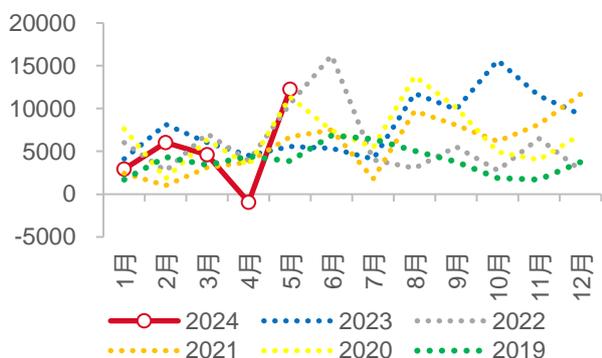
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 5/4月社融规模同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 政府债券融资季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

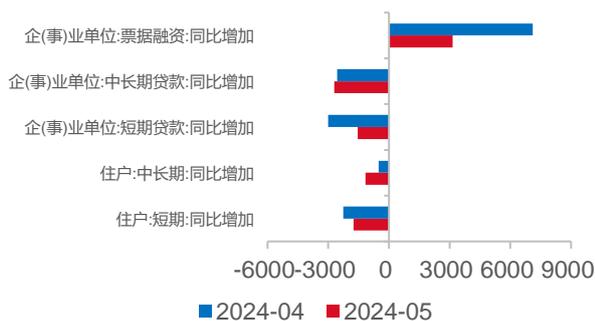
图4 票据融资与未贴现银行承兑汇票 6月移动平均, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

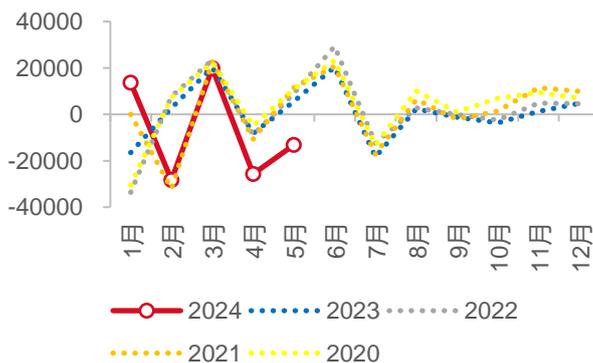
注: 未贴现银行承兑汇票做逆序表示, 即正值为减少, 负值为增加

图5 5/4月人民币贷款同比多增结构, 亿元



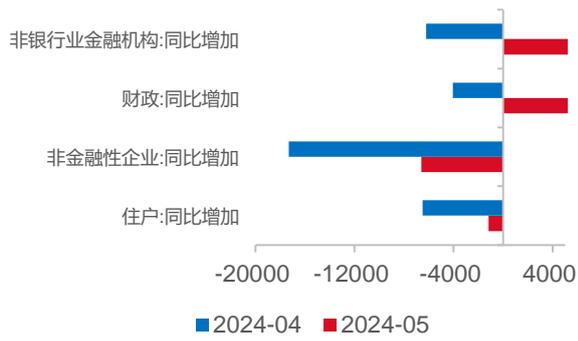
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图6 M1 环比季节性, 亿元



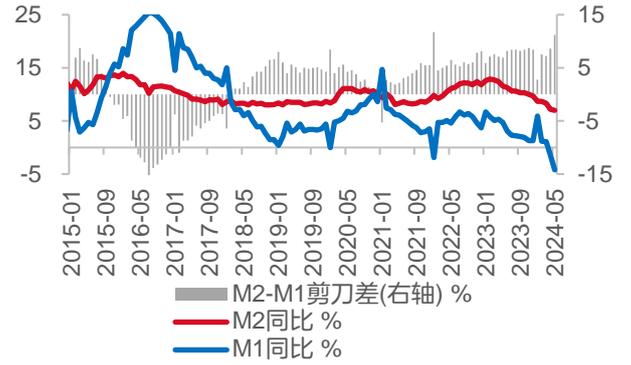
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图7 5/4月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图8 M2与M1同比及剪刀差, %, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089