

5月金融数据点评

政府债发行节奏加速

5月份社会融资规模增量为20684亿元，同比多增5088亿元，略高于wind一致预期。5月社融存量同比增长8.4%，较上月上升0.1个百分点。5月政府债券发行节奏加速是拉动社融同比增速回升的主要原因，表内融资受禁止手工贴息、金融“挤水分”等因素影响仍有拖累。我们认为后期关注点主要包括：1. 社融信贷方面，5月数据仍显示出实体经济活力有限，政府债券发力加速拉动社融恢复正增长，也导致财政存款大幅增加，后续需要关注财政支出力度，中央加杠杆或成为下半年社融主要支撑，建议关注房地产及地方政府化债等政策的边际变化；2. 货币政策方面，近几月的资金利率水平以及表内信贷规模均支持降息，但目前来看仍受到汇率层面约束，6月以来欧央行、加拿大央行均已率先降息，但美联储6月点阵图显示降息次数有所下调，美元指数反弹下人民币仍旧承压，若本月未能降息，债市可能难以打破窄幅震荡的局面。

- **政府债券发行节奏加速助力社融增速回升。**5月社融各分项中，表内融资同比少增4171亿元，表外融资同比少减342亿元，直接融资同比多增1787亿元。5月社融口径人民币贷款新增8197亿元，同比少增4022亿元，防空转背景下金融资源向高效企业集中，信贷需求较前些年出现“换挡”的情况可能成为常态化。5月表外票据减少1115亿元，主要受表内票据冲量影响。5月企业债发行285亿元，同比多增2429亿元，5月发行量回升，但数据表现并不亮眼。5月政府债券增加12266亿元，同比多增6695亿元，财政后置的情况下，政府债发行节奏加速，下半年或成为社融增速主要贡献。
- **M1大幅回落，或受暂停手工贴息影响。**5月M2同比增长7.0%，较上月下降0.2个百分点；M1同比下降4.2%，较上月下降2.8个百分点；M0同比增长11.7%，较上月上升0.9个百分点。5月M2-M1剪刀差走阔至11.2%，一方面是企业资金活化程度仍旧不强，另一方面在暂停手工贴息因素影响下，企业存贷双减，M1增速下行，往后看，随着暂停手工贴息冲击减弱，会减小对于M1增速的拖累。
- **企业信贷依靠票据冲量，居民信贷整体偏弱。**5月新增贷款9500亿元，同比少增4100亿元，在去年5月低基数的背景下，今年5月贷款仍靠票据冲量支撑，间接融资呈现出持续偏弱的状态。企业部门方面，企业贷新增7400亿元，同比少增1158亿元，其中企业中长贷同比少增2698亿元，票据同比多增3152亿元。居民部门方面整体偏弱，居民贷增加757亿元，同比少增2915亿元，5月居民中长贷同比少增1170亿元、短贷同比少增1745亿元，居民部门对于投资消费仍信心有限。实体需求不足、打击空转套利以及居民提前还贷等多重因素导致信贷偏弱。
- **非银存款大幅同比多增。**5月居民存款增加4200亿元，同比少增1164亿元，企业存款减少8000亿元，同比多减6607亿元；5月财政存款增加7633亿元，同比多增5264亿元。5月企业存款大幅同比少增，显现出暂停手工贴息仍有影响，这也导致非银存款本月大幅同比多增8379亿元。5月政府债务融资提升，财政支出力度没有同步加大，导致财政存款大幅增加，后续财政支出力度仍需观察。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《议息会议及5月CPI点评：通胀全面降温，联储态度维持谨慎》20240613

《5月通胀点评：耐用消费品价格走弱》20240612

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：5 月份社会融资规模增量为 20648 亿元，同比多增 5088 亿元，略高于 wind 一致预期（1.95 万亿元）。5 月社融存量同比增长 8.4%，较上月上升 0.1 个百分点。

政府债券发行节奏加速助力社融增速回升。5 月社融各分项中，表内融资同比少增 4171 亿元，表外融资同比少减 342 亿元，直接融资同比多增 1787 亿元。5 月社融口径人民币贷款新增 8197 亿元，同比少增 4022 亿元，防空转背景下金融资源向高效企业集中，信贷需求较前些年出现“换挡”的情况可能成为常态化。5 月表外票据减少 1115 亿元，主要受表内票据冲量影响。5 月企业债发行 285 亿元，同比多增 2429 亿元，5 月发行量回升，但数据表现并不亮眼。5 月政府债券增加 12266 亿元，同比多增 6695 亿元，财政后置的情况下，政府债发行节奏加速，下半年或成为社融增速主要贡献。

图表 1. 新增社融构成和变化（单位：亿元）

5 月	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	20,648.00	8,197.00	(487.00)	(9.00)	224.00	(1,330.00)	285.00	111.00	12,266.00
同比	5,088	(4,022)	(149)	(44)	(79)	465	2,429	(642)	6,695
环比	21,368	4,848	(177)	(98)	82	3,158	(1,422)	(75)	13,203
1-5 月合计	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	148,000	102,600	727	(915)	2,350	(318)	12,000	1,060	24,900
同比	(25,200)	(21,000)	778	(1,714)	1,969	(1,863)	2,519	(2835)	(3,497)

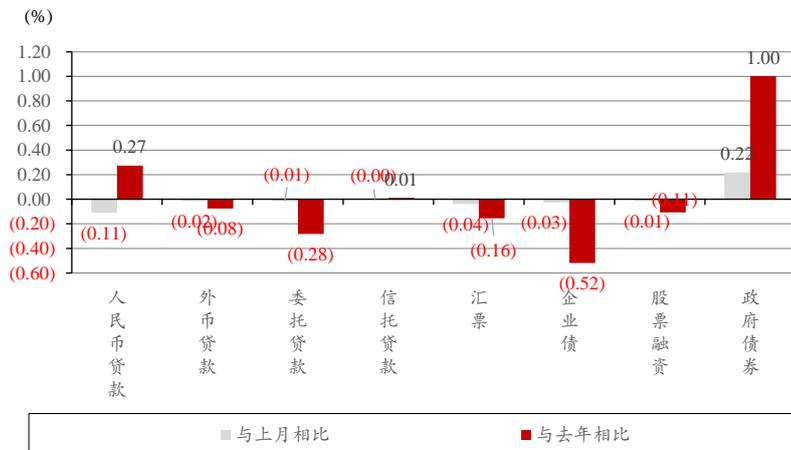
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

5 月	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	7,710	(1,115)	396	13,657
同比	(4,171)	342	1,787	7,130
环比	4,671	3,142	(1,497)	15,052
1-5 月合计	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	103,327	1,117	36,900	6,656
同比	(20,222)	(1,608)	(978)	(2,392)

资料来源：Wind，中银证券

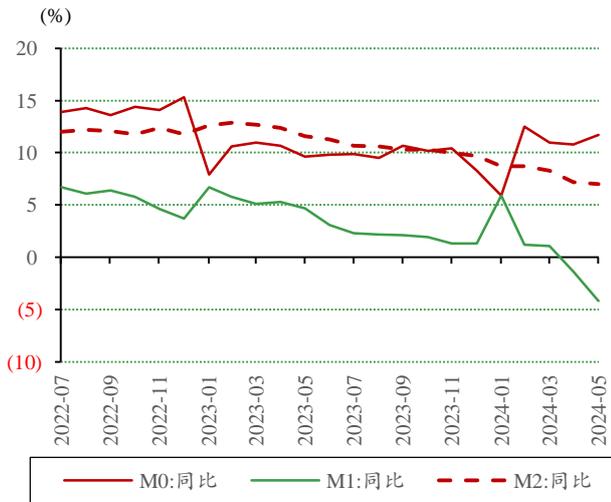
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：Wind，中银证券

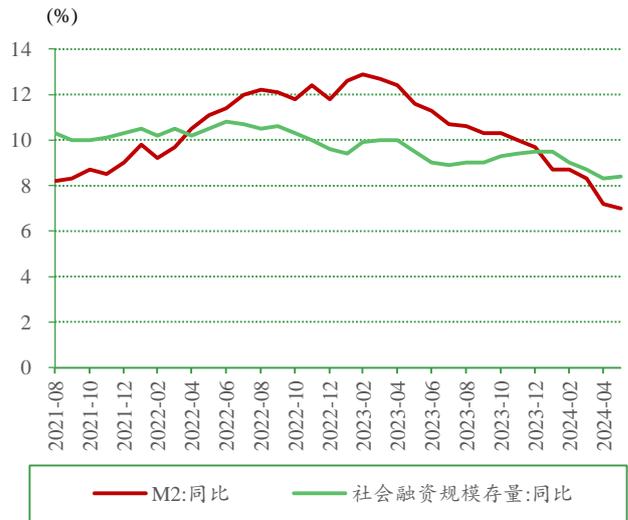
M1 大幅回落，或受暂停手工补息影响。5 月 M2 同比增长 7.0%，较上月下降 0.2 个百分点；M1 同比下降 4.2%，较上月下降 2.8 个百分点；M0 同比增长 11.7%，较上月上升 0.9 个百分点。5 月 M2-M1 剪刀差走阔至 11.2%，一方面是企业资金活化程度仍旧不强，另一方面在暂停手工补息因素影响下，企业存贷双减，M1 增速下行，往后看，随着暂停手工补息冲击减弱，会减小对于 M1 增速的拖累。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 社融与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

企业信贷依靠票据冲量，居民信贷整体偏弱。5月新增贷款9500亿元，同比少增4100亿元，在去年5月低基数的背景下，今年5月贷款仍靠票据冲量支撑，间接融资呈现出持续偏弱的状态。企业部门方面，企业贷新增7400亿元，同比少增1158亿元，其中企业中长贷同比少增2698亿元，票据同比多增3152亿元。居民部门方面整体偏弱，居民贷增加757亿元，同比少增2915亿元，5月居民中长贷同比少增1170亿元、短贷同比少增1745亿元，居民部门对于投资消费仍信心有限。实体需求不足、打击空转套利以及居民提前还贷等多重因素导致信贷偏弱。

图表 6. 新增贷款变化 (单位: 亿元)

5月	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
新增	9,500	2,615	5,514	757	7,400	363
同比	(4,100)	(143)	(3,868)	(2,915)	(1,158)	(241)
环比	2,200	1,852	3,080	5,923	(1,200)	(2,244)
1-5月合计	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
新增	111,400	21,646	79,698	8,891	93,700	5,306
同比	(15,388)	(9,588)	(11,439)	(9,470)	(11,597)	3,359

资料来源: Wind, 中银证券

非银存款大幅同比多增。5月居民存款增加4200亿元，同比少增1164亿元，企业存款减少8000亿元，同比多减6607亿元；5月财政存款增加7633亿元，同比多增5264亿元。5月企业存款大幅同比少增，显现出暂停手工补息仍有影响，这也导致非银存款本月大幅同比多增8379亿元。5月政府债务融资提升，财政支出力度没有同步加大，导致财政存款大幅增加，后续财政支出力度仍需观察。

图表 7. 新增存款变化 (单位: 亿元)

5月	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	16,800	4,200	(8,000)	7,633	11,600	1,367
同比	2,200	(1,164)	(6,607)	5,264	8,379	(3,672)
环比	56,000	22,700	10,725	6,652	14,900	1,023
1-5月合计	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	90,000	71,300	(24,500)	5,759	23,900	13,541
同比	(73,891)	(21,064)	(53,499)	(4,612)	9,780	8,502

资料来源: Wind, 中银证券

5月新增社融略高于市场预期，政府债券发行节奏加速是拉动社融同比增速回升的主要原因，表内融资受禁止手工补息、金融“挤水分”等因素影响仍有拖累。我们认为后期关注点主要包括：1. 社融信贷方面，5月数据仍显示出实体经济活力有限，政府债券发力加速拉动社融恢复正增长，也导致财政存款大幅增加，后续需要关注财政支出力度，中央加杠杆或成为下半年社融主要支撑，建议关注房地产及地方政府化债等政策的边际变化；2. 货币政策方面，近几月的资金利率水平以及表内信贷规模均支持降息，但目前来看仍受到汇率层面约束，6月以来欧央行、加拿大央行均已率先降息，但美联储6月点阵图显示降息次数有所下调，美元指数反弹下人民币仍旧承压，若本月未能降息，债市可能难以打破窄幅震荡的局面。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371