

## 宏观点评 20240615

# 5月金融数据：“修饰”还是“修复”？

2024年06月15日

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《5月起超级核心通胀“转负”助力美联储“减负”》

2024-06-14

《5月通胀：PPI环比结束“六连降”》

2024-06-12

■ 尽管延续了金融“挤水分”的特点，但在去伪存真之下，我们发现5月金融数据映射对实体经济的支持并不差。虽然可能存在票据多增对近期金融数据“挤水分”的修饰，但在对资金空转扰动的“抽丝剥茧”之后，5月金融数据中一转颓势的政府债融资、近万亿元的信贷增量、稳定的企业中长贷仍显融资修复的程度不弱，这也可能使得近期仍有内外约束的降息不那么紧迫。

“去伪”，主要集中在货币端。5月M1与M2同比的继续回落更多地还是体现叫停存款付息、贷款转存等现象的监管落实。值得注意的是数据发布前央行还出面“答疑”M1负增的口径较窄问题，以稳定市场预期。

“存真”，排除空转资金后，接近万亿规模的信贷增量也更具底色。4-5月为开门红后的信贷小月，实体项目需求储备较少，在去除空转“水分”的扰动后，5月信贷依然新增近万亿元，反映金融支持实体力度不弱。

因此拿到这份“差强人意”的金融数据，央行降息的紧迫性或有所降低。而且近期央行降息仍受内外因素的约束：一是银行息差依然逼仄，叫停手工补息缓解银行成本的效果还需时间显现；二是汇率压力不减，近期中美利差继续在高位倒挂，美联储降息的窗口还在第四季度。

■ 5月信贷投放9500亿元，同比少增4100亿元，大体延续了对公稳、居民弱、防空转的特点，但相比4月在量和结构均上“修复”不少，具体来看：

■ 对公贷款总量保持稳定，结构上受“挤水分，调结构，保增量”三重影响。5月企业信贷增加7400亿元，同比少增1158亿元，节奏企稳。

其中“挤水分”主要体现在企业短贷，5月对公短贷减少1200亿元，创历史新低。3月央行在发布会上表示“将密切关注企业贷款转存和转借等情况”，料近期此类现象有所减少，压降企业短贷读数。

对公长贷在信贷“调结构”引导下保持稳定，5月新增5000元，虽同比少增但仍处于历年均值水平。在4月企业中长期贷款读数偏弱后，央行可能并不急于过快推进“优化信贷结构”，而是兼顾对“旧动能”地产领域一定的资金支持，既稳增长又促转型。

4月16日金融监管总局发文强调“持续提升制造业中长期贷款占比”；5月10日央行在一季度货币政策报告专栏中提出“转变片面追求规模的传统思维，信贷结构有增有减”；而在4月金融数据出炉后，5月17日央行推出3000亿元保障房再贷款工具，住房信贷宽松“三箭齐发”；同时地产项目授信加快，5月16日“白名单”项目累计审批通过超9000亿元，相较3月末数据翻倍。

表内票据融资同比延续多增，意在保增量。历史上4-5月通常为“开门红”后的信贷小月，实体融资需求处于相对低位，叠加近期的金融“挤水分”可能进一步压降信贷读数，可能引起数据较大波动。5月下旬央行召集部分商业银行开会，希望加快贷款投放，同时也提到票据支持实体经济，或有意通过开票支持信贷合理增量。

■ 而居民贷款相对偏弱，地产政策尚待生效。5月居民贷款仅增加757亿元，连续第二个月录得同期最低值。其中居民短贷同比少增1745亿元，今年五一假期旅游人次与收入同比正增长，但客单价不及2019年同期，且节后消费热度可能回撤较大，信用卡消费较弱。

居民中长期贷款同比少增1170亿元，5月中旬央行住房信贷政策再迎宽松，一二线城市限购限售陆续松绑，但刺激效力暂体现在二手房成交增长，新房销售回暖并不显著，5月房企业绩仍处低位；同时，央行明确取消按揭利率统一下限后，多地新房贷款与存量的“利差”重新走阔（目前多地3.25%的首套新房利率低于LPR利率70bp），按揭早偿现象

或有所回升。

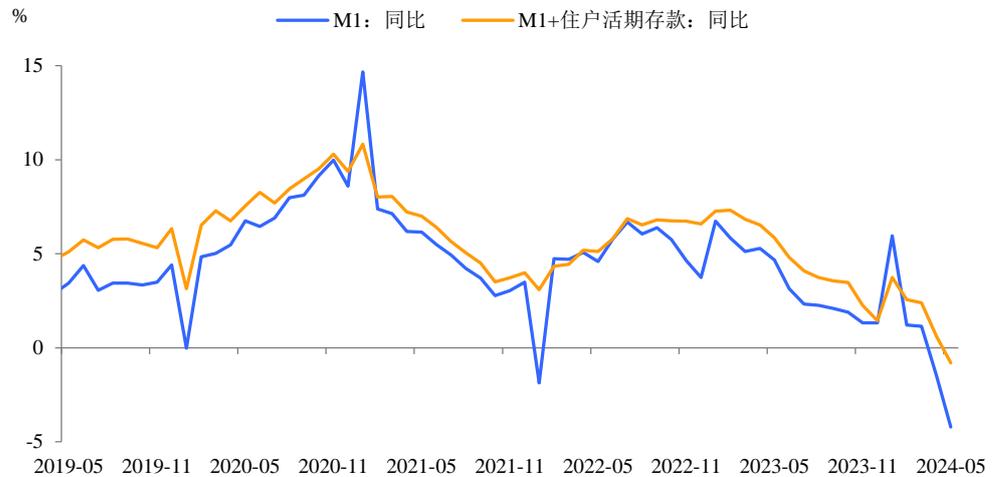
- **好消息是政府债融资节奏加快，支撑社融规模同比多增。**经历4月的负增长后，5月政府债净融资一反颓势，反弹至12253亿元，支撑1-5月累计规模赶上了近五年均值水平，财政发力节奏的“后来居上”有助于资金到位，项目建设启动，托举年中经济增长。
- **存款付息整改继续压降M1、M2读数，5月M1、M2分别走弱至-4.2%、7.0%，**其中企业活期存款环比减少13055亿元，幅度较4月收窄，外流的存款可能转向理财资管、定期、以及提前还款，预计在接下来的2-3月内持续压降信贷及存款规模。
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1：相对4月，5月金融数据总量“差强人意”，结构上有升有降

单位(%, 亿元)	2024-05	2024-04	2024-03
M1同比	-4.2	-1.4	1.1
M2同比	7.0	7.2	8.3
社融存量同比	8.4	8.3	8.7
<b>社融增量</b>	<b>20,692</b>	<b>-720</b>	<b>48,335</b>
<b>社融增量：同比变化</b>	<b>5,132</b>	<b>-12,969</b>	<b>-5,532</b>
人民币贷款	-4,062	-1,082	-6,567
外币贷款	-148	9	116
表外	341	-3,114	1,846
委托贷款	-43	6	-640
信托贷款	-79	23	726
未贴现银行承兑汇票	463	-3,143	1,760
企业债券融资	2,457	-1,233	880
政府债券融资	6,682	-5,485	-1,389
非金融企业境内股票融资	-642	-807	-387
<b>新增人民币贷款</b>	<b>9,500</b>	<b>7,300</b>	<b>30,900</b>
<b>人民币贷款：同比变化</b>	<b>-4,100</b>	<b>112</b>	<b>-8,000</b>
居民：同比变化	-2,915	-2,755	-3,041
居民：短期	-1,745	-2,263	-1,186
居民：中长期	-1,170	-510	-1,832
企业：同比变化	-1,158	1,761	-3,600
企业：短期	-1,550	-3,001	-1,015
企业：中长期	-2,698	-2,569	-4,700
企业：票据融资	3,152	7,101	2,187

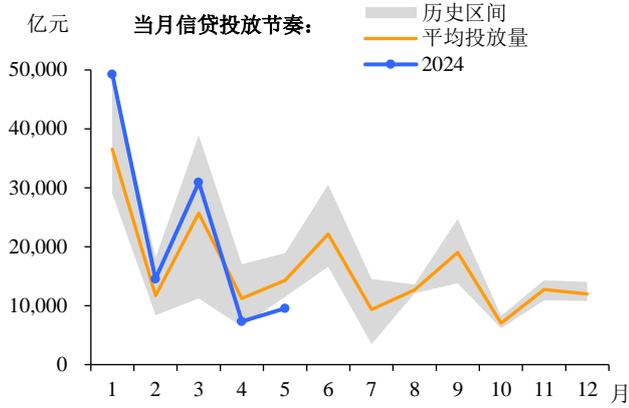
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：将居民活期纳入统计后，5月M1同比降幅将收窄



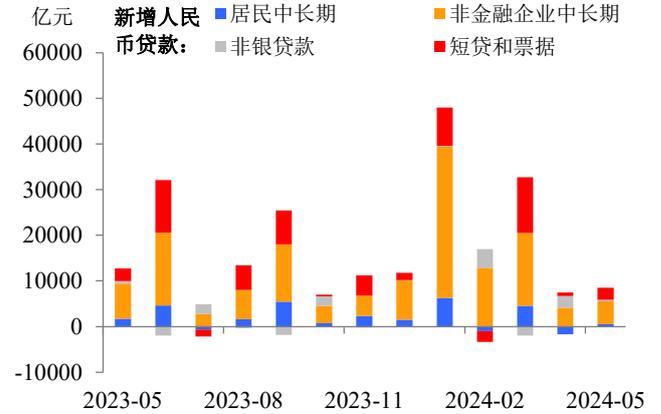
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 受“挤水分”扰动, 5月信贷总量偏低



注: 历史区间为 2018-2023  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 5月信贷: 中长贷稳定, 票据小幅冲量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 近期中美利差高位倒挂



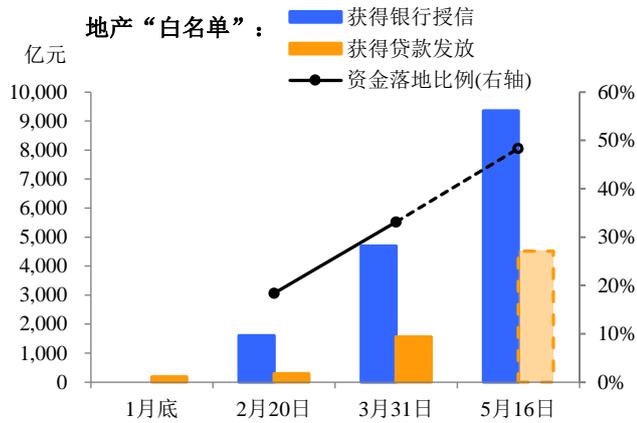
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 人民币中间价波动收敛, 汇率压力不减



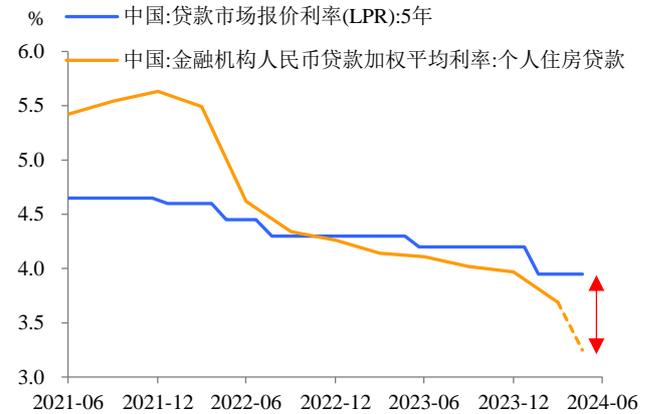
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 4-5月保交楼融资提速



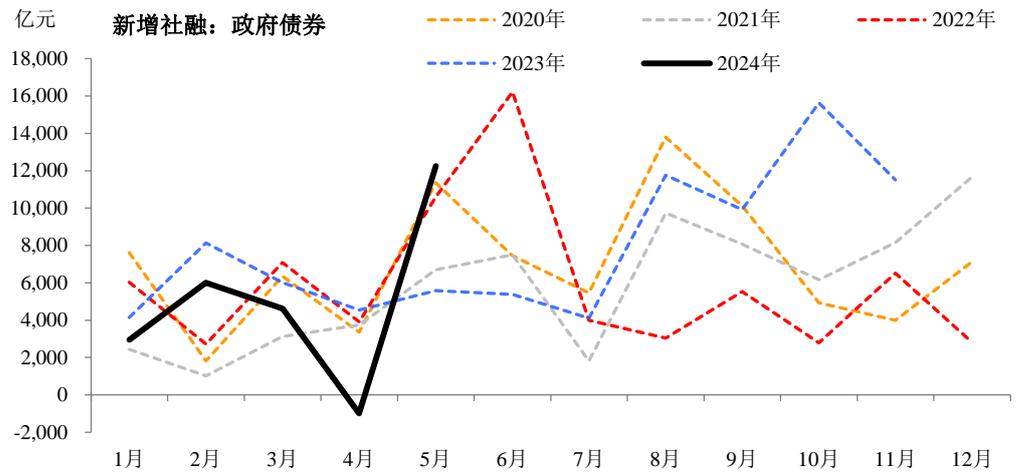
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 存量-新房利差走阔, 提前还贷现象可能回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 5月政府债融资反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>