

银行

5月社融增速回升，政府债发行提速

投资要点：

➤ **5月社融增速回升。**存量社融同比增长8.4%，同比增速较4月末提升0.1pct。5月当月新增社融2.06万亿元，同比多增5088亿元，超出wind一致预期（1.95万亿元）。

➤ **从新增社融结构看，直接融资是社融实现同比多增的主要支撑项。**政策推动下，国债发行放量带动政府债融资额走高。数据“挤水分”等因素影响下，信贷增量对社融同比多增造成拖累，当月新增社融口径人民币贷款8197亿元，同比少增4022亿元，增量低于wind一致预期（1.02万亿元）。

➤ **信贷增量仍然集中在企业端。**企业贷款单月新增7400亿元，同比少增1158亿元。企业中长期贷款新增5000亿元，在去年高基数影响下同比少增2698亿元。在整治手工补息的背景下，或有部分企业高息活期存款归还短贷，5月企业短贷减少1200亿元。票据融资延续4月同比多增的趋势，当月新增3572亿元，同比多增3152亿元，对信贷增量形成一定支撑。

➤ **居民信贷增量回正，但居民信贷需求仍然在低位徘徊。**5月居民户新增757亿元，同比少增2915亿元。5月多部委联合推出切实做好保交房工作配套政策，从房地产供给侧和需求侧给予多重利好，5月30大中城市商品房成交面积同比降幅收窄。

➤ **5月社融的亮点是政策带动下的直融新增。**5月直接融资规模新增1.27万亿元，在政府债加速发行及上年企业债券新增低基数的双重影响下，同比多增8482亿元。其中，政府债新增1.23万亿元，同比多增6695亿元。根据wind统计，5月新发政府债券中国债和地方政府债净融资额分别为6913亿元和6349亿元，较上年同期净融资额多增6146亿元、1297亿元，财政发力节奏加快。值得注意的是，在特别国债加速发行等政策背景下，近期中央加杠杆步伐加快，今年前5个月国债净融资额较去年同期多5179亿元。

➤ **M1、M2同比增速分别为-4.2%、7%，增速分别下滑2.8pct和0.2pct。**近期M1增速放缓受到市场关注，其原因一方面是禁止手工补息等因素下，数据水分被“挤出”；另一方面与信贷扩张步伐放缓，导致派生能力减弱相关。6月14日，金融时报发文《如何理解M1增速变化？》中对M1增速变化原因进行了解释，也提到后续随着财政支出的发力与房地产政策效果的显现，M1增速有望摆脱负增长，出现反弹。

➤ **政策开始加力提效，稳地产、宽财政已在路上。**5月中旬房地产“政策包”发布，后续各地跟进落实政策。今年前期政府债发行节奏较缓，5月的社融数据中已经开始体现财政扩张的脚步加快，中央加杠杆的积极信号也已显现。往后看，今年积极财政政策力度较大，6月特别国债继续发行，地方债发行速度也在加快。按照前期计划，所有增发国债项目将于今年6月底前开工建设，有望带动更多配套融资需求，实体需求有望向好。

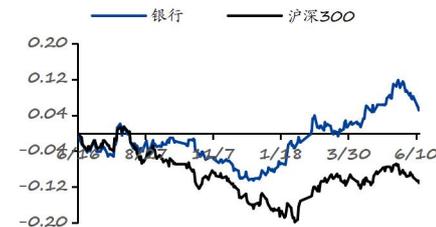
➤ **展望未来，政策显效有望对经济复苏形成支撑。**建议持续关注财政发力的节奏和前期政策效果。我们建议关注两条投资主线：第一，建议关注股息率扩散逻辑下的绩优区域性银行，如具备成长逻辑的苏州银行、具有潜在反转逻辑的南京银行。第二，建议关注最受益于地产政策放松的股份行，如与地产关联度最高的招商银行、具有潜在反转逻辑的浦发银行。

风险提示

政策推进可能低于预期，信用风险暴露

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：张宇(S0210524050005)

zy30521@hfzq.com.cn

分析师：郭其伟(S0210523080001)

gqw30259@hfzq.com.cn

联系人：付思雨(S0210123090004)

fsy30287@hfzq.com.cn

相关报告

- 20240613日报：美国5月CPI数据超预期回落，美联储政策利率按兵不动——2024.06.14
- 20240612日报：5月典型房企融资规模创年内新高——2024.06.13
- 20240611日报：人民币汇率掣肘下，降准可能性加大——2024.06.12



图表 1: 新增社会融资结构

月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31
当月值 (亿元)						
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
表外融资	-1561	6009	-3287	3768	-4259	-1115
直接融资	7091	7689	7548	9090	956	12662
其他融资	3339	1646	934	2014	-394	1391
月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31
同比多增 (亿元)						
社会融资规模	6268	4778	-16651	-5532	-12907	5088
人民币贷款	-3309	-913	-8411	-6567	-1082	-4022
外币贷款	1030	1120	-319	116	9	-149
表外融资	-142	2524	-3207	1846	-3116	342
直接融资	7726	947	-4823	-896	-7525	8482
其他融资	963	1100	109	-31	-1193	435

来源: iFind, 华福证券研究所

图表 2: 新增人民币贷款结构

月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31
当月值 (亿元)						
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+票据融资小计	862	4867	2533	7300	4281	2372
票据融资	1497	-9733	-2767	-2500	8381	3572
短期贷款	-635	14600	5300	9800	-4100	-1200
中长期贷款	8612	33100	12900	16000	4100	5000
其他贷款	-558	633	267	100	219	28
月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31
同比多增 (亿元)						
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+票据融资小计	132	-6106	-2263	1172	4100	1602
票据融资	351	-5606	-1778	2187	7101	3152
短期贷款	-219	-500	-485	-1015	-3001	-1550
中长期贷款	-3498	-1900	1800	-4700	-2569	-2698
其他贷款	-355	-194	63	-72	230	-62

来源: iFind, 华福证券研究所

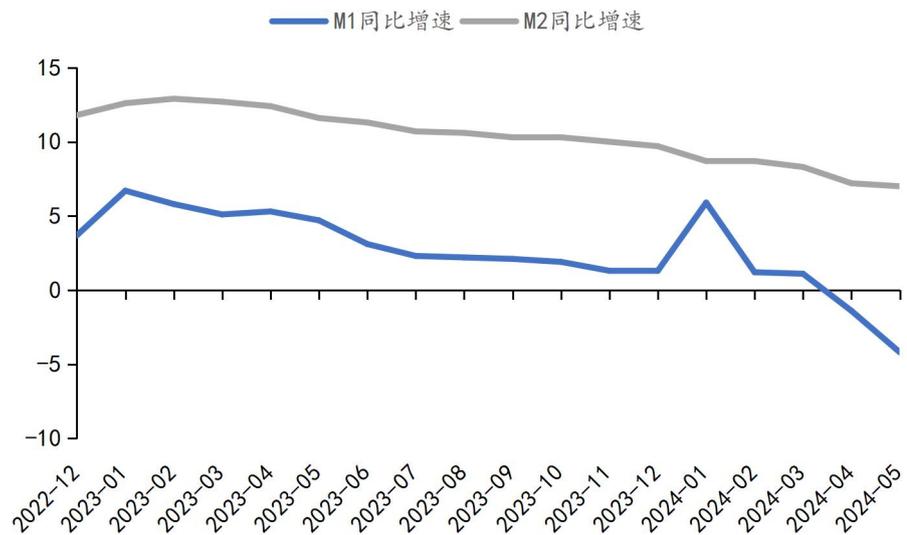


图表 3: 新增直接融资结构

月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31
当月值 (亿元)						
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
月份	2023/12/31	2024/1/31	2024/2/29	2024/3/31	2024/4/30	2024/5/31
同比多增 (亿元)						
表外融资	-142	2524	-3207	1846	-3116	342
委托贷款	58	-943	-95	-640	6	-44
信托贷款	1111	794	505	726	23	-79
未贴现银行承兑汇票	-1311	2673	-3617	1760	-3145	465
直接融资	7726	947	-4823	-896	-7525	8482
企业债券融资	2146	2682	-2239	880	-1233	2429
非金融企业境内股票融资	-935	-542	-457	-387	-807	-642
政府债券	6515	-1193	-2127	-1389	-5485	6695

来源: iFind, 华福证券研究所

图表 4: M1、M2 同比增速走低



来源: iFind, 华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn