



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

金融数据出炉，利率债怎么看？

——2024年5月金融数据点评

投资要点：

> **核心观点：**5月，M2同比继续小幅下探，M1同比则回落至-4.2%，票据冲量现象仍然明显、信贷需求相对较弱，政府债加速发行支撑社融适当回暖。预计短期交易力量主导下10年国债Q2至Q3窄幅震荡概率较高，在配置力量主导下，10年国债Q4仍有下探至新低可能。

> **事件：**2024年6月14日人民银行发布5月份金融统计数据：

(1) 社会融资规模：5月新增社融20648亿，同比多增5088亿。截至5月末，社融存量同比增长8.4%，增速较4月末上升0.1个百分点。从结构上看，政府债和企业债同比明显多增是5月社融的主要支撑，5月政府债券融资12266亿，同比多增6695亿，企业债券融资285亿，上年同期为-2144亿；社融口径人民币贷款新增8197亿，同比少增4022亿；委托、信托贷款合计新增215亿，同比少增123亿；未贴现承兑汇票减少1330亿，同比少减465亿。

(2) 人民币贷款规模：5月，金融机构口径人民币贷款新增9500亿，同比少增4100亿。截至5月末，金融机构人民币贷款余额同比增长9.3%，增速较4月下降0.3个百分点。从结构上看，居民短贷新增243亿，同比少增1745亿；居民中长贷新增514亿，同比少增1170亿；企业短贷减少1200亿，同比少增1550亿；企业中长贷新增5000亿，同比少增2698亿元；票据融资新增3572亿，同比多增3152亿；非银金融机构贷款新增363亿，同比少增241亿。

(3) 存款规模：5月，人民币存款增加16800亿，同比多增2200亿。从结构上看，居民存款增加4200亿，同比少增1164亿；企业存款减少8000亿，同比多减6607亿；财政存款增加7633亿，同比多增5264亿；非银金融机构存款增加11600亿，同比多增8379亿。

(4) 货币供应：5月末M2同比增长7.0%，增速较4月末下降0.2个百分点；M1同比下降4.2%，降幅较4月末扩大2.8个百分点，M2-M1增速差11.2%，较4月末扩大2.6个百分点。

> **信贷：季节性小月叠加金融统计口径调整影响，贷款投放偏弱：**5月金融机构口径新增人民币贷款9500亿，同比少增4100亿，从结构来看，5月贷款投放主要呈现两个特征：**其一，地产销售决定房贷投放平稳，居民贷款延续弱势。**5月，居民贷款新增757亿，同比少增2915亿，相比4月2755亿的同比少增幅度有所扩大。5月居民中长贷同比少增1170亿元，或主要受地产销售持续偏弱的影响，从地产销售数据来看，5月30城新房+14城二手房销售面积较2019-2023年同期水平降幅与3-4月基本一致，地产需求较弱导致房贷投放或维持在偏低水平，贷款继续少增。**其二，票据冲量现象仍然明显，企业实际融资需求持续偏弱。**5

月，企业贷款新增 7400 亿，同比少增 1158 亿，在 4 月同比多增后再次转为少增，且票据融资依然大幅多增，部分抵消了企业贷款同比降幅，指向企业实际融资需求仍然较弱。虽然 5 月 PPI 明显改善，但主要是供给约束收紧扩大供需缺口导致铜价上升所致，并非需求的显著改善，企业对价格走势和盈利的预期短期内或难以明显改善。此外，企业实际融资需求相对偏弱的背后也有在“去地产化”的背景下，五篇大文章背后以制造业、设备更新改造及技术升级为代表的企业融资需求，或尚难以完全替代房地产相关行业的信用扩张能力的因素。

- **社融：政府债融资加速，支撑社融改善：**5 月政府债券融资新增 12266 亿，同比多增 6695 亿，是 5 月社融同比多增 5088 亿的主要支撑，与此相对，社融口径本外币贷款同比少增 4171 亿，与贷款投放较弱属于同一逻辑，反映融资需求较弱。前四个月政府债融资较缓，主要是由于地方专项债发行较慢，4 月下旬发改委完成 2024 年地方政府专项债券项目的筛选工作，5 月起地方专项债发行明显提速，单月新增专项债发行量达 4383 亿，占 1-5 月新增专项债总发行量的 38%。从发行进度看，截止 5 月，地方新增专项债共发行 1.16 万亿，占全年 3.9 万亿额度的进度约 30%，在过去 5 年中仅高于 2021 年同期，6 月至三季度地方专项债发行或持续较快，持续支撑社融增量与增速。此外，“资产荒”导致债市出现“曲线平坦化+信用利差收窄”的现象，融资利率较低情况下企业发债意愿相对平稳，5 月企业债融资虽增量不多，但因去年 5 月大幅减少，因此本月同比多增较为显著。
- **M2：企业存款定期化、居民存款回流。**5 月货币增速继续下降，M2 同比降低 0.2 个百分点至 7.0%，M1 同比降幅明显扩大 2.8 个百分点至 -4.2%，4 月整治存款市场乱象引发的存款搬家持续对 M1 和 M2 同比产生影响，但后续影响或逐渐缩小，5 月 M1 降幅扩大主要受企业活期存款减少的影响，5 月企业活期存款环比减少 10450 亿；环比减少的企业活期存款或有部分转向定期，整体上看 5 月企业存款减少 8000 亿。此外，4 月存款整顿不仅对 4 月当期存款规模造成了较大影响，也导致 5 月居民资金或出现一定回流现象，但存款利率持续调降之后居民资金或更希望寻求更高收益，尤其是 5 月特别国债的发行在居民端引起了不小的投资热情，甚至引发特别国债发行当日在交易所上涨超 20%，由此呈现在数据上体现为 5 月居民存款增加 4200 亿、同比少增 1164 亿，非银金融机构存款增加 1.16 万亿，同比多增 8379 亿，这些都对 M2 起到一定支撑，但受财政收支节奏影响，每年 5 月往往是财政资金吞吐中的“吞”的环节，5 月财政存款增加 7633 亿，导致实体流动性相应减少，最终综合体现为 M2 同比增速下降 0.2 个百分点。
- **向前看，社融数据或呈现政府部门继续扩张、非政府部门扩张斜率企稳的特征。**我们以不含政府债的社融增速观察居民和企业部门信用扩张情况，5 月不含政府债的社融存量同比约 7.1%，较 4 月下降约 0.1 个百分点，居民和企业部门信用扩张仍在放缓，非政府部门信用扩张放缓也就意味着信用资产供给较少，这也是政府债收益率下行的主要支撑。随着地产新政出台、财政支出加快，非政府部门信用扩张斜率有望企稳，不含政府债的社融存量同比降幅或收窄。反映在金融数据的结构上，或体现为金融机构口径居民、企业部门贷款增量走平，增量波动可能减小；关键考核节点票据冲量现象仍存；社融口径政府债融资规模仍较大。综合来看，在地产政策放松、大规模设备更新及以旧换新、财政加快政策落实等扩大

内需政策影响下，叠加政府债供给增多，下半年社融存量同比增速有望稳定在 8.2%至 8.5%左右。

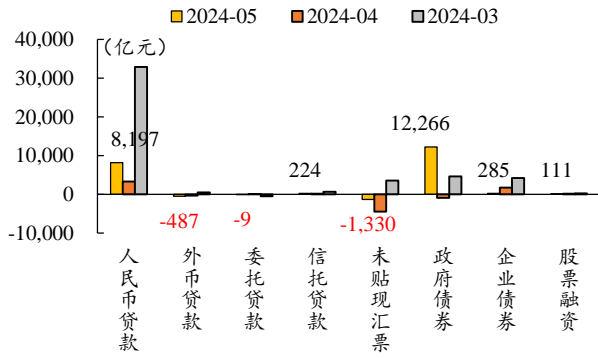
- **货币政策方面，短期内降准可能性或大于降息，结构性工具投放或加速。**4月30日政治局会议强调“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。数量型工具层面，5月政府债发行提速支撑社融，预计后续配合财政政策协同发力，降准概率仍高，特别是金融数据承压和政府债发行高峰阶段。考虑到当前政金债发行利率较低且4月以来融资额保持较高水平，大规模投放PSL概率有限。
- **价格型工具层面，预计存款利率有望进一步下调，一季度商业银行净息差继续下降至 1.54%，**从防范和化解系统性风险角度来看，银行仍是重要抓手，后续进一步压降存款利率概率较高，严查“手工补息”和高息揽储乱象也是降低成本的思路。在当前房地产市场仍有压力的情况下，存在一定概率下调5年LPR促进房地产销售，与近期推出“先息后本”的贷款方式也是一脉相承，按揭利率的下行伴随着租金率的回升有望推动部分租房群体转向买房。预计政策利率进一步调降概率有限，当前人民币汇率仍在高位震荡，美联储首次降息仍需等待，内外均衡压力依然不小，叠加存单利率走低，已明显低于MLF利率，过低的政策利率中枢也存在诱发金融风险和金融套利及空转的可能性。
- **结构性货币政策工具方面，中央金融工作会议提出“要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，**这与中国经济转型的需要也是密切相关的，在经济结构调整的过程中，预计结构性货币政策工具大有可为，6月12日央行召开保障性住房再贷款工作推进会，6月14日央行发文表示科技创新再贷款加速落地，后续或增设更多结构性工具或将现有工具扩容以精准支持经济结构转型发展，对应对科技创新、产业升级、减碳环保等重点领域加大信贷等支持力度。
- **10年国债 Q2-Q3 震荡概率较高：**当前宏观数据与企业、居民微观体感的差别，主要来自于“去地产化”背景下，工业稳增长、基建和制造业投资对经济增长的拉动作用，但上述领域或尚无法替代房地产及其行业在信用扩张、财税收入、财富效应等方面的影响，M1同比以及社融不含政府债券口径存量同比进一步下探，是对居民及企业预期的一种写照，考虑超额储蓄、“资产荒”与“曲线平坦化+信用利差收窄”的债市现状，我们认为当前10年国债的配置价值仍存，但短期震荡概率较高，主因在于三个方面，一是源于Q2至Q3是政府债发行高峰期，二是近期一系列地产政策放松，后续担心有增量政策和政策效果兑现，三是源于止盈情绪与央媒吹风提示债券投资风险。综合来看，短期交易力量影响下10年国债Q2至Q3窄幅震荡概率较高，在配置力量主导下预计10年国债Q4仍有下探至新低可能。
- **风险提示：**(1) 国内货币政策变化超预期；(2) 海外主要经济体货币政策变化超预期；(3) 地方政府债务化解政策力度超预期。

表 1: 5 月金融数据概览

单位: 亿元/%		24-05	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12
社会融资规模	当月新增	20,648	-658	48,335	14,959	64,734	19,326
	表内业务 (本外币贷款)	7,710	3,039	33,463	9,764	49,390	10,457
	表外业务	-1,115	-4,259	3,768	-3,287	6,009	-1,561
	委托贷款、信托贷款	215	231	216	399	373	304
	未贴现承兑汇票	-1,330	-4,490	3,552	-3,686	5,636	-1,865
	直接融资	12,662	956	9,090	7,548	7,689	7,091
	政府债券	12,266	-937	4,626	6,011	2,947	9,324
	企业债券	285	1,707	4,237	1,423	4,320	-2,741
	股票融资	111	186	227	114	422	508
	其他项目	308	-1,447	999	278	271	2,069
社会融资规模 同比多增	当月同比多增	5,088	-12,907	-5,532	-16,651	4,778	6,263
	表内业务 (本外币贷款)	-4,171	-1,073	-6,451	-8,730	207	-2,279
	表外业务	342	-3,116	1,846	-3,207	2,524	-142
	委托贷款、信托贷款	-123	29	86	410	-149	1,169
	未贴现承兑汇票	465	-3,145	1,760	-3,617	2,673	-1,311
	直接融资	8,482	-7,525	-896	-4,823	947	7,726
	政府债券	6,695	-5,485	-1,389	-2,127	-1,193	6,515
	企业债券	2,429	-1,233	880	-2,239	2,682	2,146
	股票融资	-642	-807	-387	-457	-542	-935
	其他项目	141	-1,519	-86	190	292	837
人民币贷款	当月新增	9,500	7,300	30,900	14,500	49,200	11,700
	居民部门	757	-5,166	9,406	-5,907	9,801	2,221
	短期贷款	243	-3,518	4,908	-4,868	3,528	759
	中长期贷款	514	-1,666	4,516	-1,038	6,272	1,462
	企业部门	7,400	8,600	23,400	15,700	38,600	8,916
	短期贷款	-1,200	-4,100	9,800	5,300	14,600	-635
	中长期贷款	5,000	4,100	16,000	12,900	33,100	8,612
	票据融资	3,572	8,381	-2,500	-2,767	-9,733	1,497
人民币贷款 同比多增	当月同比多增	-4,100	112	-8,000	-3,600	200	-2,300
	居民部门	-2,915	-2,755	-3,041	-7,988	7,229	468
	短期贷款	-1,745	-2,263	-1,186	-6,086	3,187	872
	中长期贷款	-1,170	-510	-1,832	-1,901	4,041	-403
	企业部门	-1,158	1,761	-3,600	-400	-8,200	-3,721
	短期贷款	-1,550	-3,001	-1,015	-485	-500	-219
	中长期贷款	-2,698	-2,569	-4,700	1,800	-1,900	-3,498
	票据融资	3,152	7,101	2,187	-1,778	-5,606	351
存款	当月新增	16,800	-39,200	48,000	9,600	54,800	868
	财政存款	7,633	981	-7,661	-3,798	8,604	-9,221
	居民存款	4,200	-18,500	28,300	32,000	25,300	19,780
	企业存款	-8,000	-18,725	20,725	-29,900	11,400	3,165
	非银行金融机构	11,600	-3,300	-1,500	11,574	5,526	-5,326
信用扩张	社融存量同比	8.4	8.3	8.7	9.0	9.5	9.5
	社融不含政府债存量同比	7.1	7.2	7.5	7.7	8.2	8.5
	信贷余额同比	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4	10.6
货币供给	M1 同比	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3
	M2 同比	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7

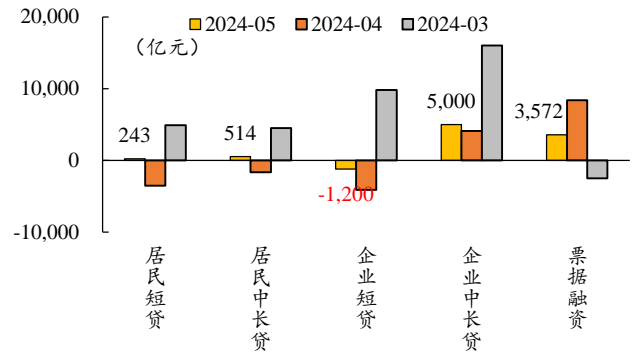
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1：新增社会融资规模构成



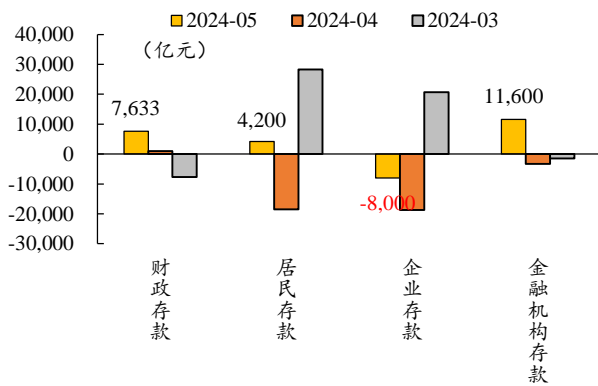
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成



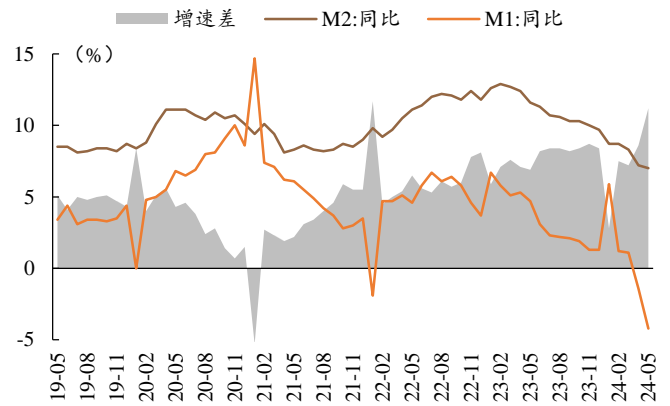
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增人民币存款构成



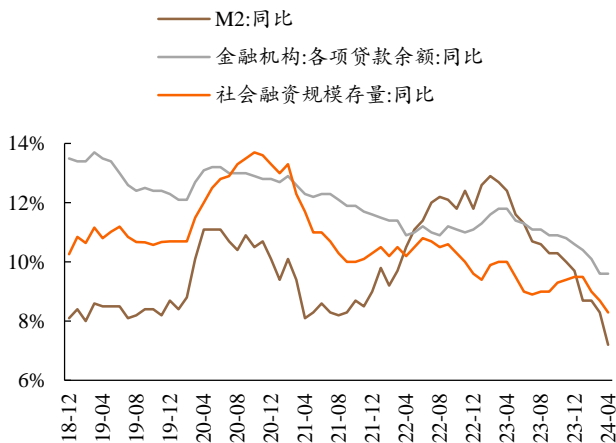
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：货币流通情况



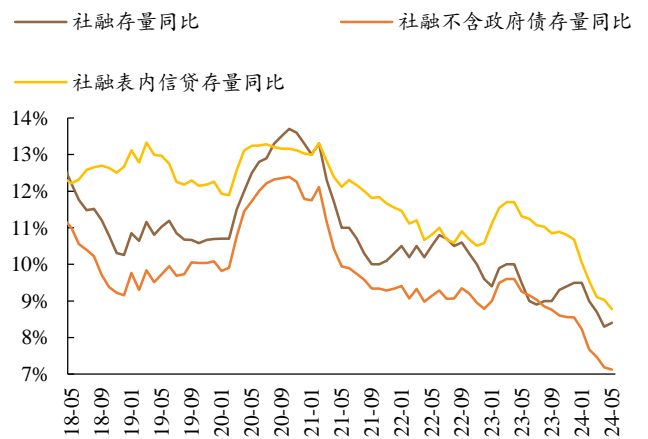
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：M2、社融存量、信贷余额同比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：社融分类存量同比



资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：结构性货币政策工具表（截止 2024 年 3 月）

工具名称		存续状态	支持领域	发放对象	利率(1年期) /激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)	
长期性工具	1	支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8100	6650
	2	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18000	16718
	3	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75% (6个月)	7400	5991
阶段性工具	4	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1% (激励)	800	554
	5	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	33700
	6	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5140
	7	普惠养老专项再贷款	存续	公益型、普惠型养老机构运营，居家社区养老体系建设，老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	18
	8	民企债券融资支持工具(II)	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	9	保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交，邮储	0%	2000	86
	10	租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	20
	11	交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	206
	12	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业，服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1567
	13	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金机构、地方法人金融机构	1% (激励)	/	269
	14	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2641
	15	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	1548
	16	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5% (激励)	/	83
	17	房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209
合计							75401	

资料来源：人民银行，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。