

5月金融数据点评：社融边际回暖，信贷“挤水分”后或将逐步迎来改善



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 研究助理
Email:chenguowen@lczq.com

投资要点：

社融单月同比多增。5月新增社融2.07万亿，同比多增5132亿，社融存量增速环比回升0.1个百分点至8.4%。结构上看，政府债券、企业债券为主要支撑项；人民币贷款、非金融企业境内股票融资则是主要拖累项。

企业部门底层结构优化，居民部门持续净偿还。企业部门当月新增短贷、中长贷合计3800亿，同比分别少增1550亿和2680亿。居民部门当月新增短贷、中长贷合计757亿，同比分别少增1170亿和1745亿。信贷表现整体仍然偏弱，一是企业端在实体回报率偏低背景下，利润-生产的正反馈机制仍未形成，融资扩产意愿不高；二是居民端地产放松政策的效果尚不显著，地产销售偏弱、居民早偿意愿未见明显好转。但当前对于信贷数据的理解需要注意，一方面受“挤水分”、“禁止手工补息”等因素扰动，数据整体“失真”，并不能反映实体融资需求全貌；另一方面信贷对于经营主体支持更“实”，更多流向国民经济重点领域和薄弱环节，信贷底层结构持续优化。

受“挤水分”影响，M1、M2增速继续回落。M1当月增速环比下滑2.8个百分点至-4.2%；M2当月增速环比下滑0.2个百分点至7.0%；一是金融数据“挤水分”过程中，虚增贷款规模被压降，派生存款的规模相应下降。剔除财政存款后，当月新增人民币存款同比少增3064亿。二是居民存款和企业存款仍在向理财转化。当月居民和企业存款分别同比少增1164亿和6607亿，非银存款同比多增8379亿，财政存款同比多增5264亿。

社融增速环比回升，信贷“挤水分”后或将逐步迎来改善。在政府债券和企业债券支撑下，5月社融增速环比回升。往前看，一是特别国债发行开启、专项债加速发行，财政发力将在二三季度持续为社融提供支撑；二是随着时间推移，“挤水分”等相关政策的边际影响或将逐步弱化，但弱化节奏有待观察；三是5月PPI环比年内首次正增长，预计后续将对工业企业利润产生正面贡献，有助于提升实体回报率，减轻企业扩表约束；四是随着新一轮地产政策落地效果逐步显性，居民端加杠杆意愿或将有所修复。

风险提示：经济复苏不及预期，房地产等重点领域风险扩大，政府债发行不及预期，流动性超预期收紧。

相关报告

美国5月CPI点评：通胀超预期回落，联储表态中性

2024.06.14

6月FOMC会议：美联储认为降息需要更多证据

2024.06.14

美国5月非农点评：新增超预期，失业率新高

2024.06.12

目 录

1. 社融：同比多增，存量增速环比回升	4
1.1 社融存量增速环比回升	4
1.2 信贷承压，政府债、企业债提供支撑	4
2. 信贷：企业部门底层结构优化，居民部门持续净偿还	6
2.1 企业部门整体偏弱，但底层结构优化	6
2.2 居民部门持续净偿还	7
3. M1、M2 增速继续回落	9
3.1 居民存款和企业存款仍在向理财转化	9
3.2 社融边际回暖，信贷“挤水分”后或将逐步迎来改善	10
4. 风险提示	11

图目录

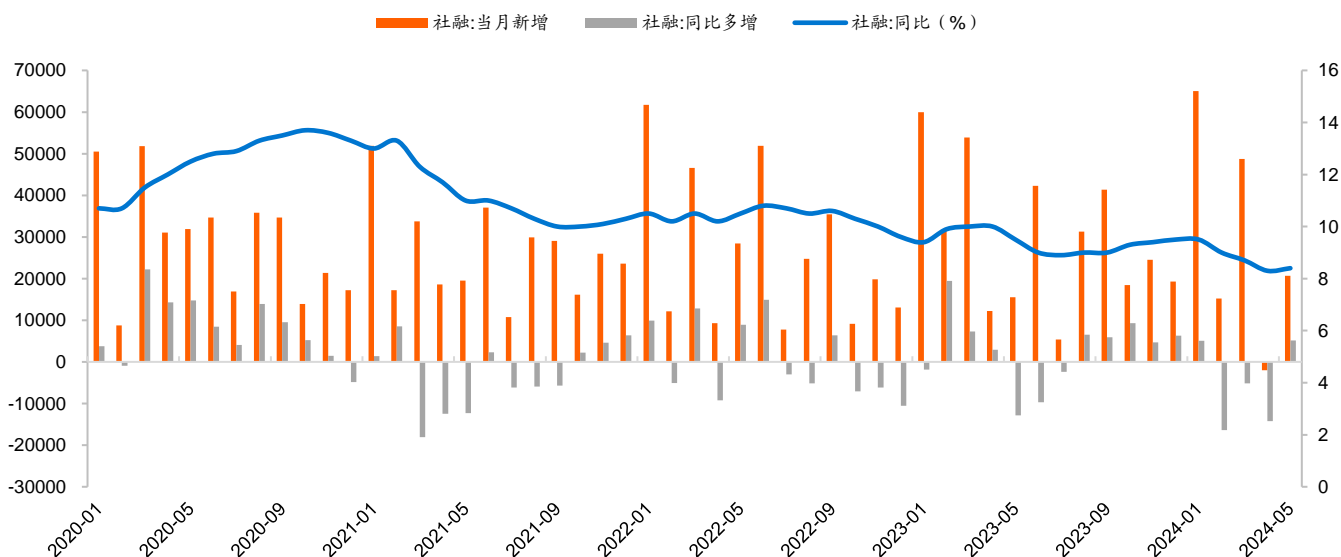
图 1	社融增速环比回升（亿元）	4
图 2	人民币贷款回落，政府债券支撑（亿元）	5
图 3	5月票据贴现利率仍在低位徘徊	5
图 4	国债净融资同比多增	6
图 5	专项债发行节奏边际加快	6
图 6	城投债净融资延续同比少增	6
图 7	5月城投债收益率	6
图 8	5月新增人民币贷款（亿元）	7
图 9	表内票据冲量同比多增（亿元）	8
图 10	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 11	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 12	5月制造业 PMI 全面回落（%）	8
图 13	5月 30 大中城市商品房销售同比仍在低位	8
图 14	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	9
图 15	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	9
图 16	M1、M2 剪刀差走阔（%）	9
图 17	企业、居民存款同比少增，财政、非银存款同比多增（亿元）	10
图 18	单位活存增速续降（%）	10

1. 社融：同比多增，存量增速环比回升

1.1 社融存量增速环比回升

社融单月同比多增。5月新增社融2.07万亿，同比多增5132亿，社融存量增速环比回升0.1个百分点至8.4%。结构上看，政府债券、企业债券为主要支撑项；人民币贷款、非金融企业境内股票融资则是主要拖累项。

图1 社融增速环比回升（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 信贷承压，政府债、企业债提供支撑

人民币贷款同比少增。5月社融口径新增人民币贷款8157亿，同比少增4062亿。
一是票据冲量诉求仍在。5月票据贴现（6M）利率持续低位运行，当月表内票据同比多增3152亿。传“央行日前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，要辩证看待票据充抵信贷行为”，或指向平滑信贷波动要求下，票据冲量仍有诉求。**二是信贷有效需求仍偏弱。**一方面当前实体回报率仍在筑底阶段，实体需求经营活力欠缺；另一方面，金融数据“挤水分”背景下，房地产、地方融资平台等领域有效信贷需求明显降低，新质生产力发展培育过程中信贷供求关系面临再均衡。

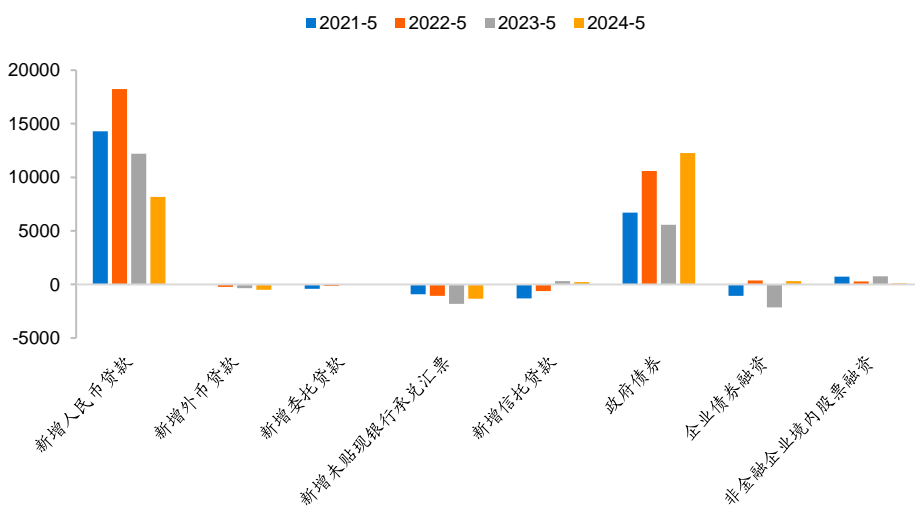
政府债券同比多增。政府债券当月新增1.2万亿，同比多增6682亿，国债和地方债均有支撑。**一是国债净融资高于季节性水平。**当月新发国债10014亿，净融资6913亿，同比多增6146亿，为年内单月新高；此外，超长期特别国债发行开启，当月分别发行20年和30年超长期特别国债一期，规模均为400亿/期。**二是专项债发行节奏开始加快。**在政治局会议提出“加快专项债发行使用进度”后，新增专项债发行在5月显著提速，当月新增专项债发行4383亿，同比多增1628亿。往前看，一方面按照已公布的发行计划，预计特别国债将在6-11月持续提供增量；另一方面，专项债在“补进度”要求下有望在二三季度保持较强的发行态势。二者均将继续为政府债提供支持。

企业债融资同比多增。企业债券当月新增313亿，同比多增2457亿。主因去年同期低价中长期信贷替代了部分企业发债融资需求，形成了较低基数。结构上看，受化债影响，产业债仍为主要贡献，城投债连续四个月净融资为负。城投债当月净融资-440亿，同比多减210亿。

信托贷款同比小幅少增。当月新增信托贷款 224 亿，同比少增 79 亿。6 月以来，部分信托公司收到监管部门窗口指导，要求严格落实《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》，须通过“融资平台查询系统”查询确认相关平台是否列入监管名单中。若在名单之内，不管作为融资主体或者担保主体，相关债务只减不增，降低高息非标融资。指向监管部门对于政信类信托业务有所收紧。

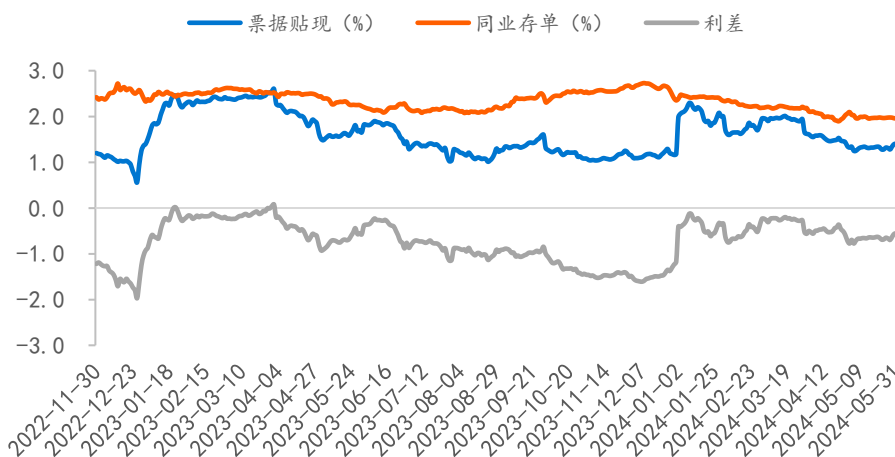
其余分项来看：**非金融企业境内股票融资同比少增。**当月非金融企业股票融资 111 亿，同比少增 642 亿，自去年 8 月 IPO 和再融资制度优化以来，A 股股权融资规模持续回落；**未贴现银行承兑汇票同比多增。**当月表外票据减少 1332 亿，同比少减 463 亿，主因去年同期基数偏低；**外币贷款同比小幅少减。**当月新增外币贷款-486 亿，同比多减 148 亿，或与内需偏弱背景下，5 月国内进口回落有关；

图2 人民币贷款回落，政府债券支撑（亿元）



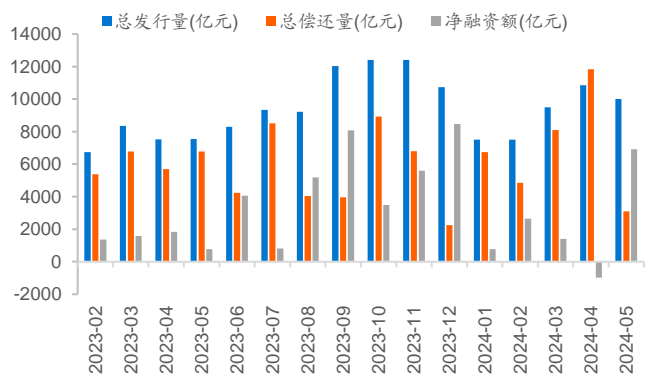
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 5月票据贴现利率仍在低位徘徊



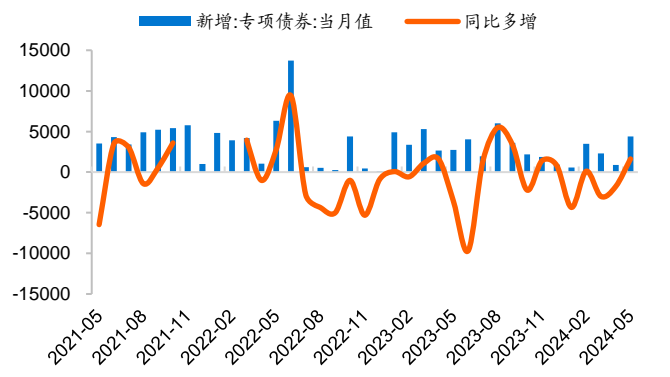
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 国债净融资同比多增



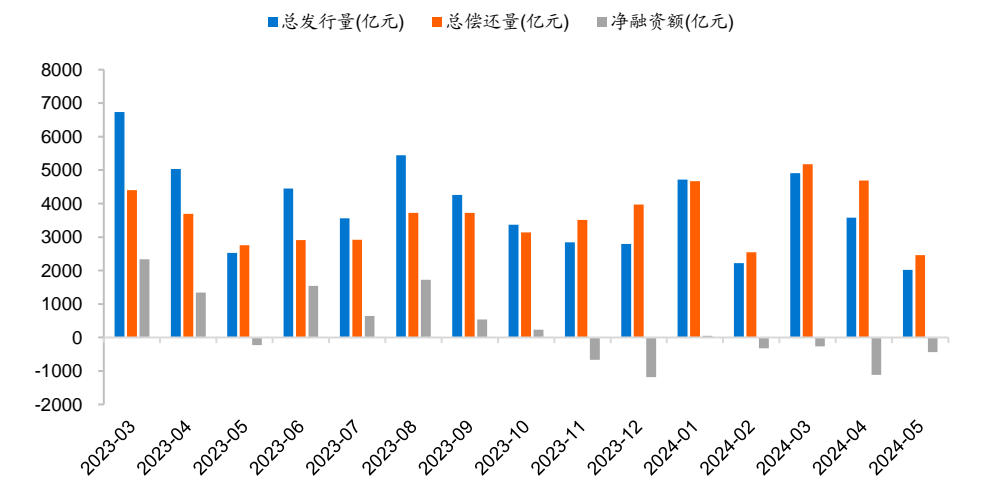
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图5 专项债发行节奏边际加快



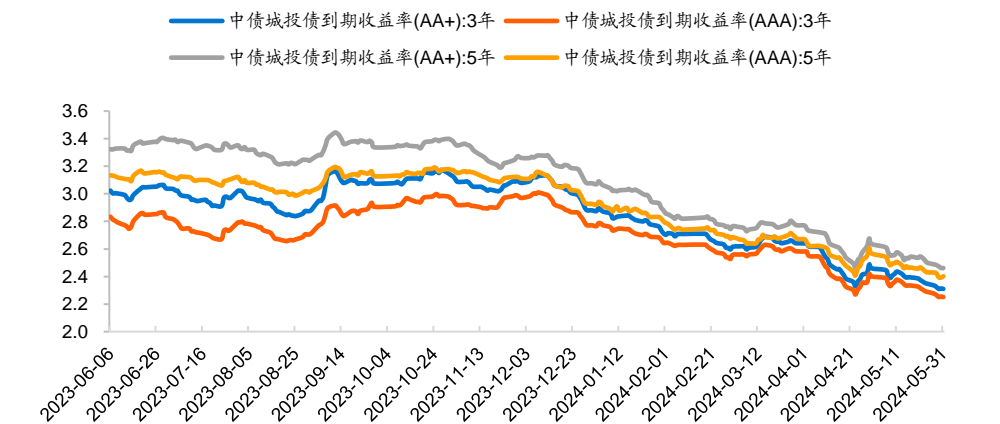
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 城投债净融资延续同比少增



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 5月城投债收益率



资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 信贷：企业部门底层结构优化，居民部门持续净偿还

2.1 企业部门整体偏弱，但底层结构优化

企业部门当月新增短贷、中长贷合计 3800 亿，同比分别少增 1550 亿和 2680 亿。

一是客观来说，整体需求仍然偏弱。一方面 5 月制造业 PMI 回落 0.9 个百分点至 49.5%，重回荣枯线下方。供需端：新订单、新出口订单、在手订单悉数回落带动生产同步转弱；价格端：原材料购进价格涨幅超过出厂价格，挤压企业利润空间；意愿端：采购量、原材料库存双双走低，企业融资扩产意愿进一步降低。另一方面，BCI 企业销售、利润、投资前瞻指数环比 4 月也均在走弱，指向实体回报率偏低背景下，利润-生产的正反馈机制仍未形成。

二是综合来看，信贷底层结构持续优化。往前看，虽然在监管引导和供求关系转变下，信贷或仍将延续下台阶的态势。但信贷对于经营主体支持更“实”，更多流向国民经济重点领域和薄弱环节。数据显示，5 月末，高新技术、“专精特新”、科技中小企业贷款余额分别同比增长 11.6%、15.9%、19.2%；普惠小微贷款余额同比增长 19.3%；全口径涉农贷款同比增长 12.1%。以上贷款增速均高于同期各项贷款增速，占各项贷款的比重进一步上升。

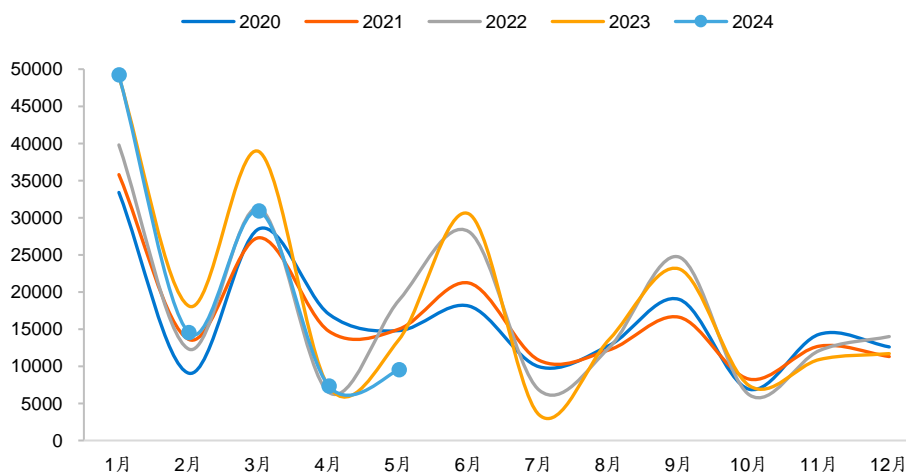
2.2 居民部门持续净偿还

居民部门当月新增短贷、中长贷合计 757 亿，同比分别少增 1170 亿和 1745 亿。指向居民当前加杠杆意愿仍然不足。

一是政策拐点向需求拐点的传导有待观察。5 月 17 日以来，央行推出房地产支持政策“组合拳”，包括：设立 3000 亿保障性住房再贷款、调降个人住房贷款首付比例、下调个人住房公积金贷款利率、取消个人住房贷款利率下限等，但 5 月商品房销售暂未见明显起色。这背后一方面本轮政策重心在“去库存、防风险”，资金端对需求的拉动侧重于帮助地方政府收储，而并未直接作用于居民部门；另一方面政策释放到需求端企稳也存在一定的时滞。

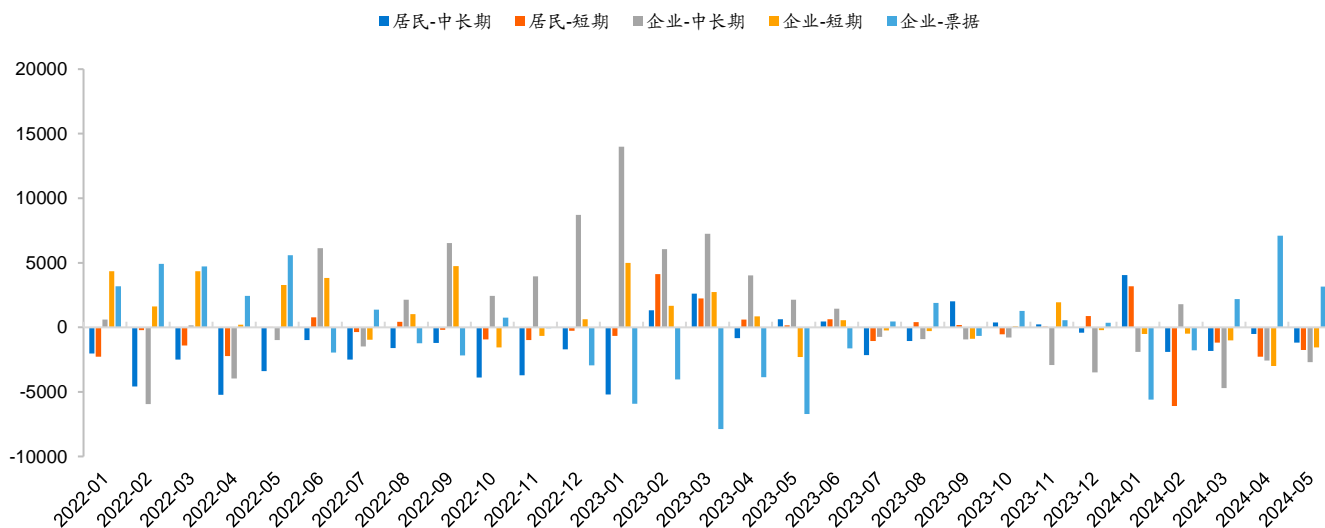
二是早偿意愿边际升温。“517”地产新政后，各城市房贷利率下限陆续取消，新增房贷利率下降较快，而存量房贷利率下行相对滞后，利差走阔背景下客观增强了居民早偿动力。

图8 5月新增人民币贷款（亿元）



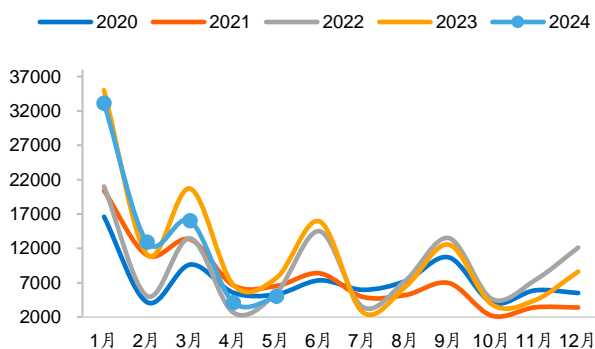
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 表内票据冲量同比多增（亿元）



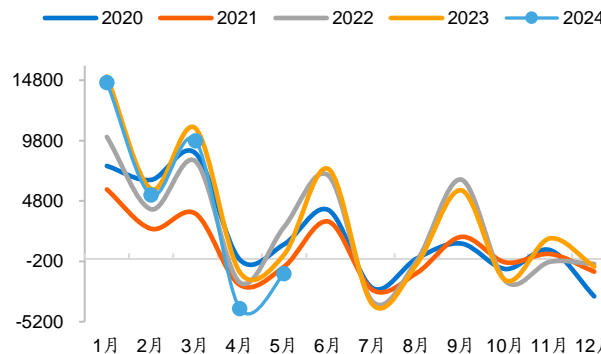
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



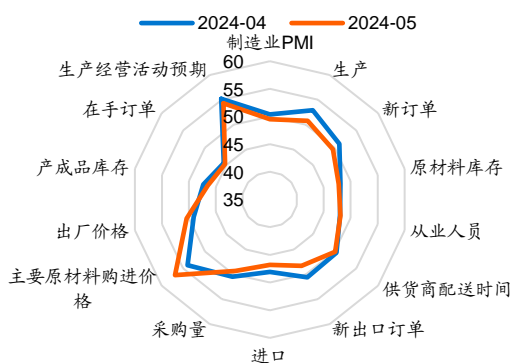
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 企业部门短期贷款同比少增（亿元）



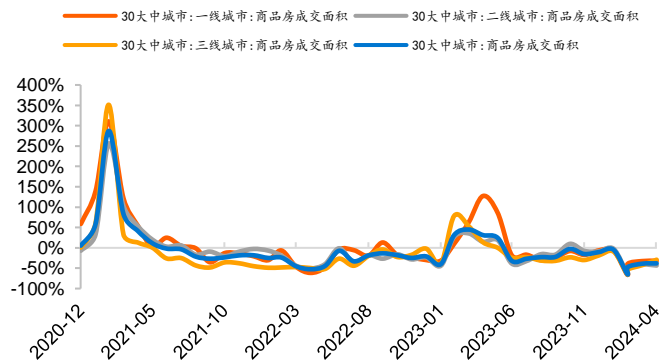
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 5月制造业 PMI 全面回落（%）



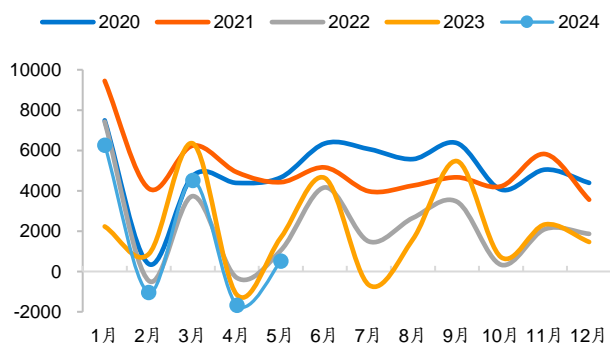
资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 5月30大中城市商品房销售同比仍在低位



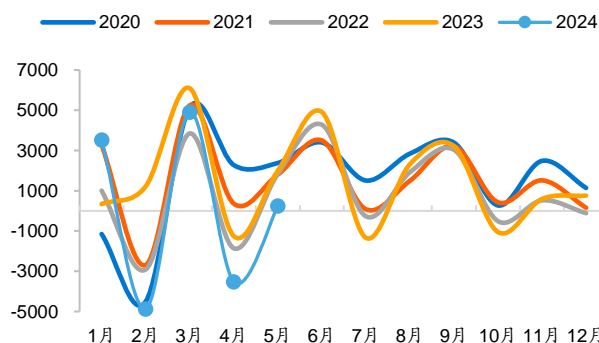
资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



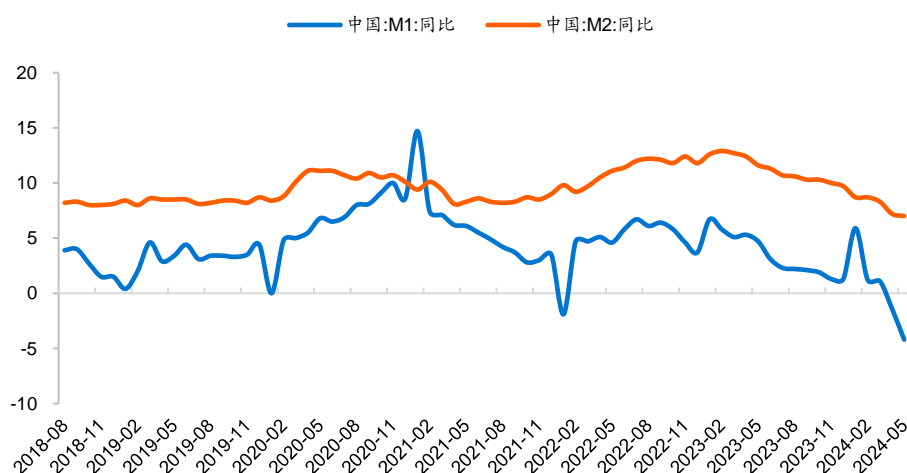
资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1、M2 增速继续回落

3.1 居民存款和企业存款仍在向理财转化

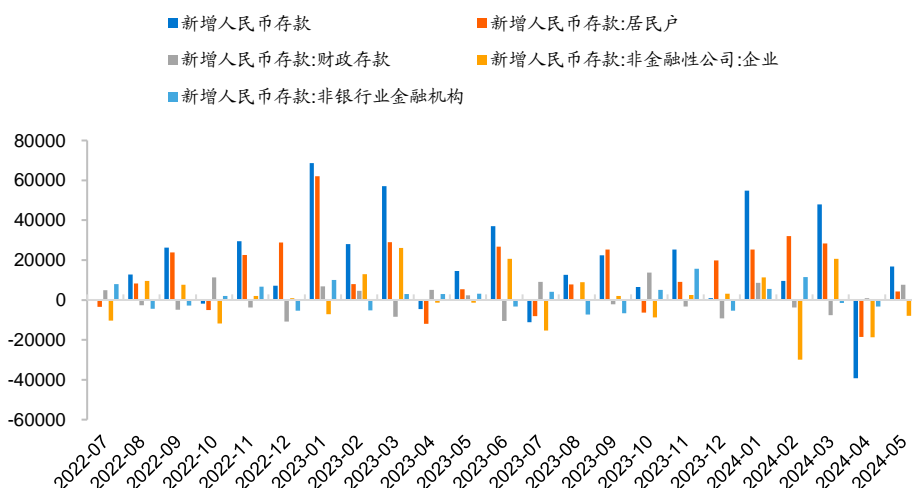
受“挤水分”影响，M1、M2 增速继续回落。M1 当月增速环比下滑 2.8 个百分点至 -4.2%；M2 当月增速环比下滑 0.2 个百分点至 7.0%；一是金融数据“挤水分”过程中，虚增贷款规模被压降，派生存款的规模相应下降。剔除财政存款后，当月新增人民币存款同比少增 3064 亿。二是居民存款和企业存款仍在向理财转化。当月居民和企业存款分别同比少增 1164 亿和 6607 亿，非银存款同比多增 8379 亿，财政存款同比多增 5264 亿。月末《金融时报》发文《长期国债这么火？专家提醒：应重视风险》，文中提到 5 月 M2 等金融数据或受较大影响。对于 M2 增速的下行给出了相应解释：近期存款向金融市场“分流”。普益标准数据显示，5 月全市场理财产品规模环比上涨 0.87% 至 28.56 万亿，创年内新高。一方面从需求端看，规范“手工补息”的影响仍在消化过程中，企业活期存款为了应对存款利率下行，有寻觅优质资产需求；另一方面从供给端来看，普通国债供给偏强、超长期特别国债发行开启，提供固定的利率回报，没有违约风险，正好为资金回流理财或者转为直接融资提供了去处。

图16 M1、M2 剪刀差走阔（%）



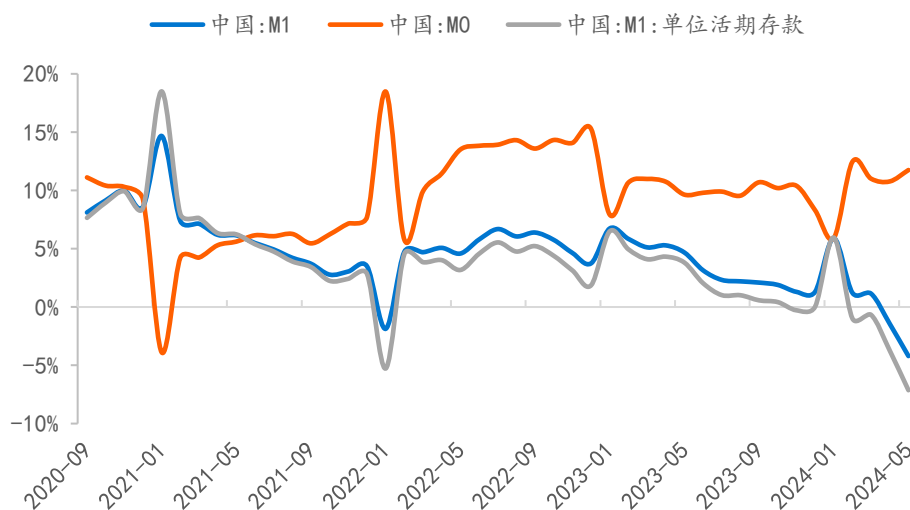
资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 企业、居民存款同比少增，财政、非银存款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图18 单位活存增速续降（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 社融边际回暖，信贷“挤水分”后或将逐步迎来改善

社融增速环比回升，信贷“挤水分”后或将逐步迎来改善。在政府债券和企业债券支撑下，5月社融增速环比回升。虽然信贷整体仍然偏弱，一是企业端在实体回报率偏低背景下，利润-生产的正反馈机制仍未形成，融资扩产意愿不高；二是居民端地产放松政策的效果尚不显著，地产销售偏弱、居民早偿意愿未见明显好转。但当前对于信贷数据的理解，一方面受“挤水分”、“禁止手工补息”等因素扰动，数据整体“失真”，并不能反映实体融资需求全貌；另一方面信贷对于经营主体支持更“实”，更多流向国民经济重点领域和薄弱环节，信贷底层结构持续优化。

往前看，一是特别国债发行开启、专项债加速发行，财政发力将在二三季度持续为社融提供支撑；二是随着时间推移，“挤水分”等相关政策的边际影响或将逐步弱化，但弱化节奏有待观察；三是5月PPI环比年内首次正增长，预计后续将对工业企业利润产生正面贡献，有助于提升实体回报率，减轻企业扩表约束；四是随着新一轮地产政策落地效果逐步显性，居民端加杠杆意愿或将有所修复。

4. 风险提示

经济复苏不及预期，房地产等重点领域风险扩大，政府债发行不及预期，流动性超预期收紧。

免责声明

联储证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000