

社融的“变”与“不变”

——5月金融数据点评

报告日期：2024年6月16日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL: wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

政府债支撑社融同比多增

2

短期扰动叠加内需偏弱，M1、M2同比双双回落

3

短期扰动仍存，总量指示意义淡化

- 5月社会融资规模新增2.07万亿元，市场预期新增2.13万亿元，前值减少720亿元。
- 5月人民币贷款新增0.95万亿元，市场预期1.13万亿元，前值0.73万亿元。
- 5月M2同比增长7.0%，市场预期7.2%，前值7.2%；M1同比下降4.2%，市场预期下降1.6%，前值下降1.4%

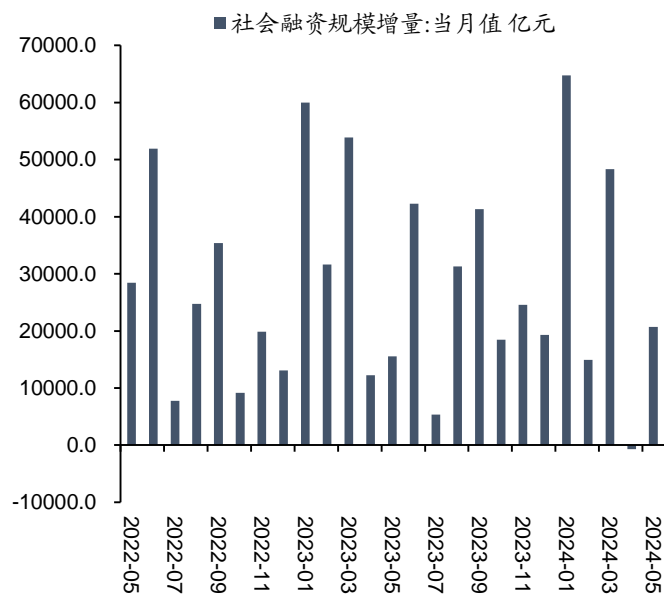
单位：亿元		当月新增						同比多增						
		2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2024/1	2023/12	
社融	总	社融规模	20692	-720	48335	14959	64734	19326	5132	-12969	-5532	-16651	4778	6268
	表内融资	人民币贷款	8157	3349	32920	9773	48401	11092	-4062	-1082	-6567	-8411	-913	-3309
		外币贷款	-486	-310	543	-9	989	-635	-148	9	116	-319	1120	1030
	表外融资	信托贷款	224	142	681	571	732	347	-79	23	726	505	794	1111
		委托贷款	-8	89	-465	-172	-359	-43	-43	6	-640	-95	-943	58
		未贴现承兑银行汇票	-1332	-4488	3552	-3686	5636	-1865	463	-3143	1760	-3617	2673	-1311
	企业直接融资	企业债券	313	1707	4237	1423	4320	-2741	2457	-1233	880	-2239	2682	2146
		非金融企业境内股票融资	111	186	227	114	422	508	-642	-807	-387	-457	-542	-935
	政府融资	政府债券	12253	-937	4626	6011	2947	9324	6682	-5485	-1389	-2127	-1193	6515
	信贷	总	人民币贷款	9500	7300	30900	14500	49200	11700	-4100	112	-8000	-3600	200
短期贷款及票据融资			2615	763	12208	-2335	8395	1621	-143	1837	-14	-8349	-2919	1004
中长期贷款			5514	2434	20516	11862	39372	10074	-3868	-3079	-6532	-101	2141	-3901
居民部门		居民人民币贷款	757	-5166	9406	-5907	9801	2221	-2915	-2755	-3041	-7988	7229	468
		居民短期贷款	243	-3518	4908	-4868	3528	759	-1745	-2263	-1186	-6086	3187	872
		居民中长期贷款	514	-1666	4516	-1038	6272	1462	-1170	-510	-1832	-1901	4041	-403
企业部门		企业人民币贷款	7400	8600	23400	15700	38600	8916	-1158	1761	-3600	-400	-8200	-3721
		企业短期贷款	-1200	-4100	9800	5300	14600	-635	-1550	-3001	-1015	-485	-500	-219
		企业中长期贷款	5000	4100	16000	12900	33100	8612	-2698	-2569	-4700	1800	-1900	-3498
		企业票据融资	3572	8381	-2500	-2767	-9733	1497	3152	7101	2187	-1778	-5606	351
MO、M1、M2	同比(%)	M0	11.7	10.8	11	12.5	5.9	8.3						
		M1	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3						
		M2	7	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7						
	存款	人民币存款	16800	-39200	48000	9600	54800	868	2200	-34591	-9100	-18500	-13900	-6374
		住户存款	4200	-18500	28300	32000	25300	19780	-1164	-6500	-774	24074	-36700	-9123
		非金融企业存款	-8000	-18725	20725	-29900	11400	3165	-6607	-17317	-5330	-42800	18555	2341
财政性存款	7633	981	-7661	-3798	8604	-9221	5264	-4047	751	-8356	1776	1636		
非银行业金融机构存款	11600	-3300	-1500	11574	5526	-5326	8379	-6212	-4550	16737	-4574	2		

数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

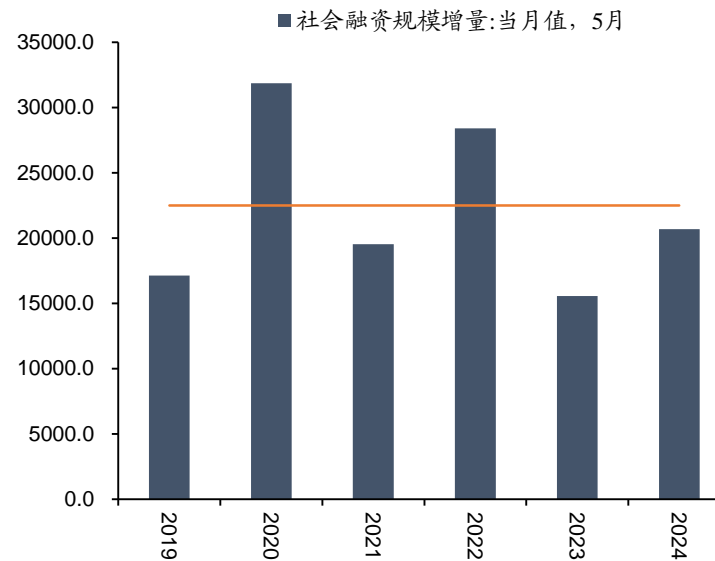
01 政府债支撑社融同比多增

- 中国5月社融新增2.07万亿元，同比多增5132亿元，小幅低于市场预期。在上月社融出现少见负增之后，市场对于社融统计中“挤水分”的扰动有一定预计，因此5月数据与市场预期相比，并未发生明显偏离。
- 主要分项来看，结构分化明显。社融同比多增的规模中主要贡献来自政府债券、企业债券，信贷表现则偏弱。
- 本月社融是长期矛盾及短期扰动综合影响下的结果。一则，内需偏弱的背景下私人部门扩表意愿及能力受制；二则，禁止手工补息、金融业绩效考核标准调整等“挤水分”的动作短期也对数据形成扰动。

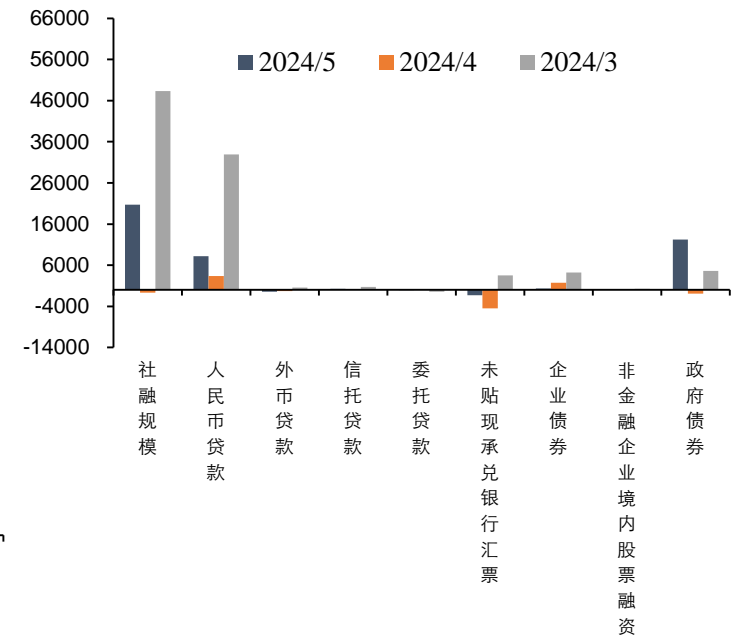
社融当月新增规模



社融5月新增规模



社融各分项新增规模



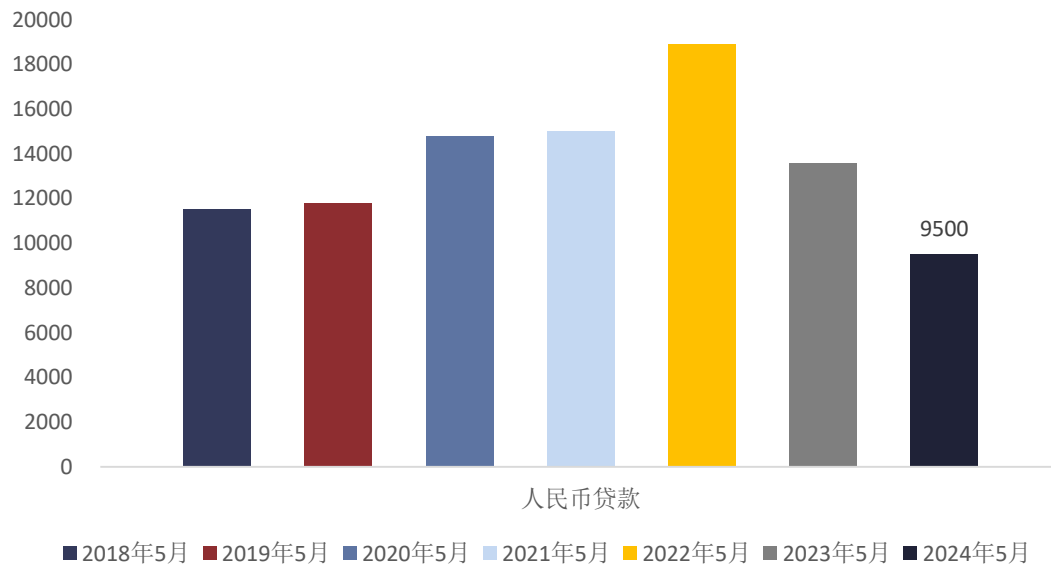
数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑社融同比多增

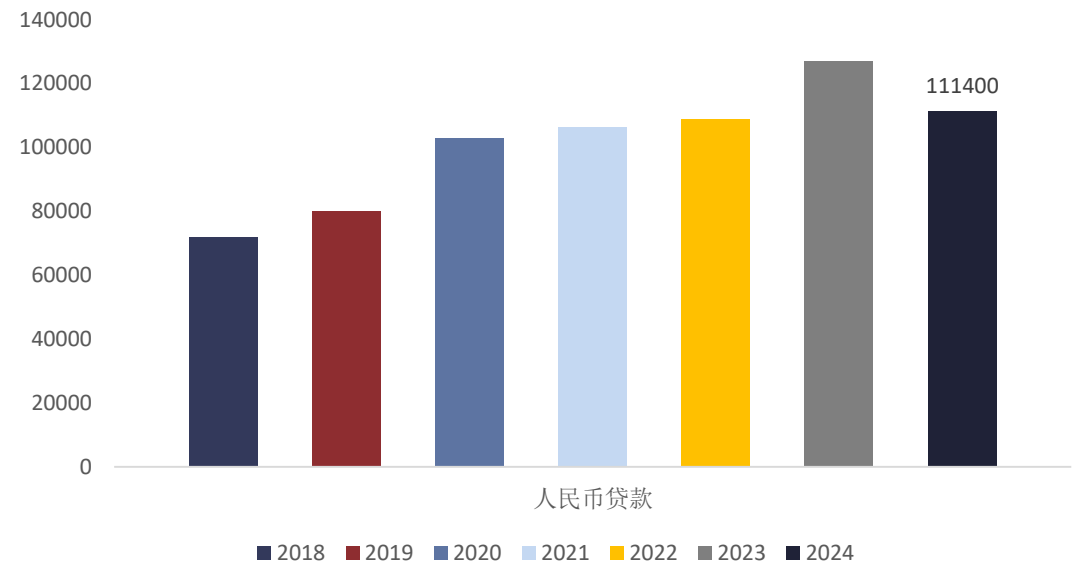
信贷方面，

- 增量不及预期，同比少增拖累社融。5月新增人民币贷款9500亿元，同比少增4100亿元，低于市场预期。
- 票据冲量现象依旧显著。结构上来看，5月信贷新增的贡献来自票据融资。实体部门信贷则依旧较弱。居民部门贷款同比少增，企业部门短期及中长期贷款新增规模也均不及去年同期。

新增人民币贷款-单月



新增人民币贷款-累计

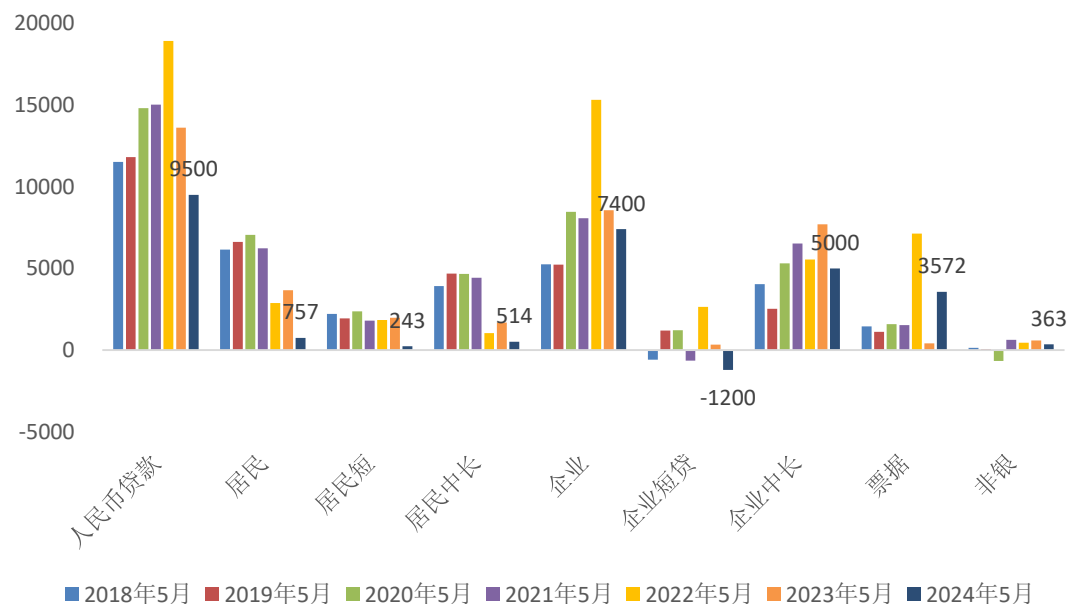


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

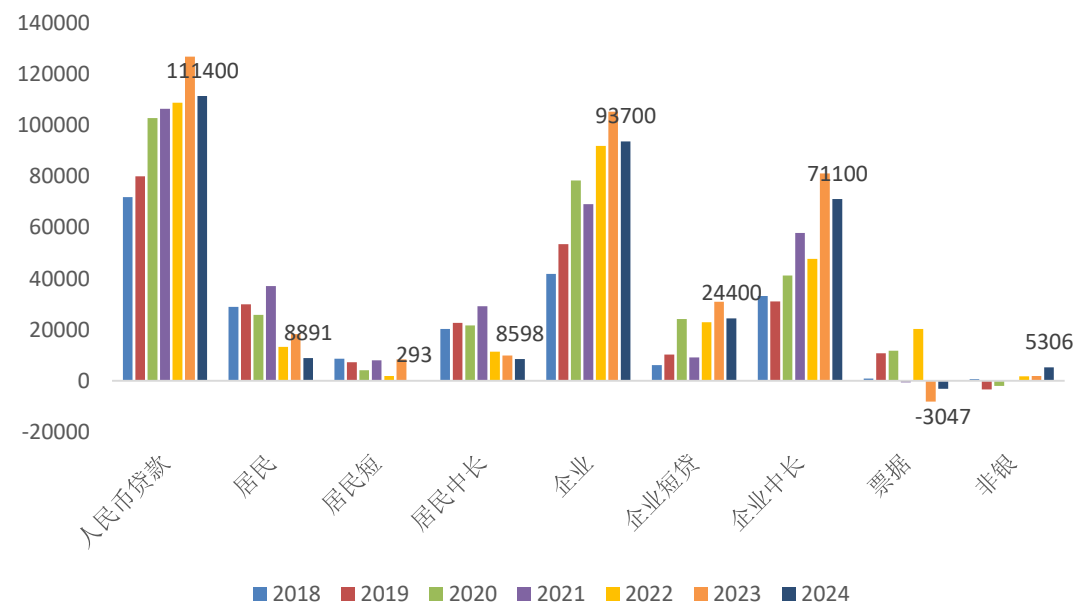
01 政府债支撑社融同比多增

- 与上月相比，信贷总量及结构背后的主导逻辑边际上并未出现明显变化。
- 第一，需求侧弱势表现约束信贷新增空间；第二，供给侧因平滑节奏、禁止手工补息、优化调整金融业增加值核算方式等“挤水分”操作的影响还在延续。

分项新增人民币贷款-单月



分项新增人民币贷款-累计



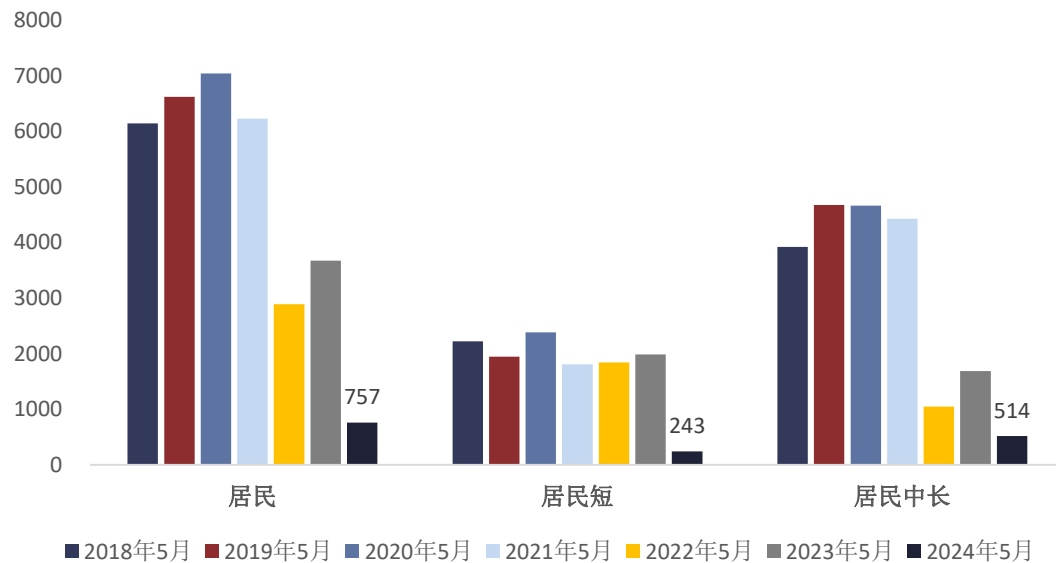
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑社融同比多增

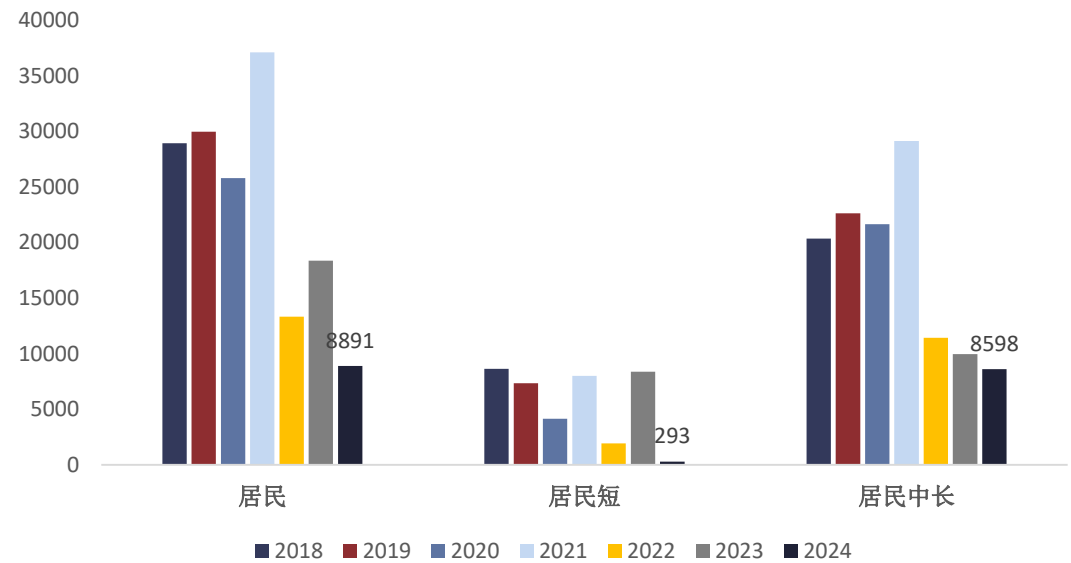
信贷方面，

➤ **居民端**，短期贷款、中长期贷款分别新增243和514亿元，同比分别少增1745、1170亿元。居民端两类贷款的保守表现与消费及地产的弱势运行相对应。一方面，从之前公布的5月通胀、PMI等宏观数据中可以看到，目前国内居民端消费修复节奏较慢，假期拉动下消费需求会有脉冲式释放，但持续性不佳，因此短期贷款所受驱动也较为有限。另一方面，地产销量数据持续偏低迷，有关政策密集出台，但效果还未显现，居民加杠杆购房的意愿未受显著提振，长期贷款缺乏扩张动能。

居民新增人民币贷款-单月



居民新增人民币贷款-累计



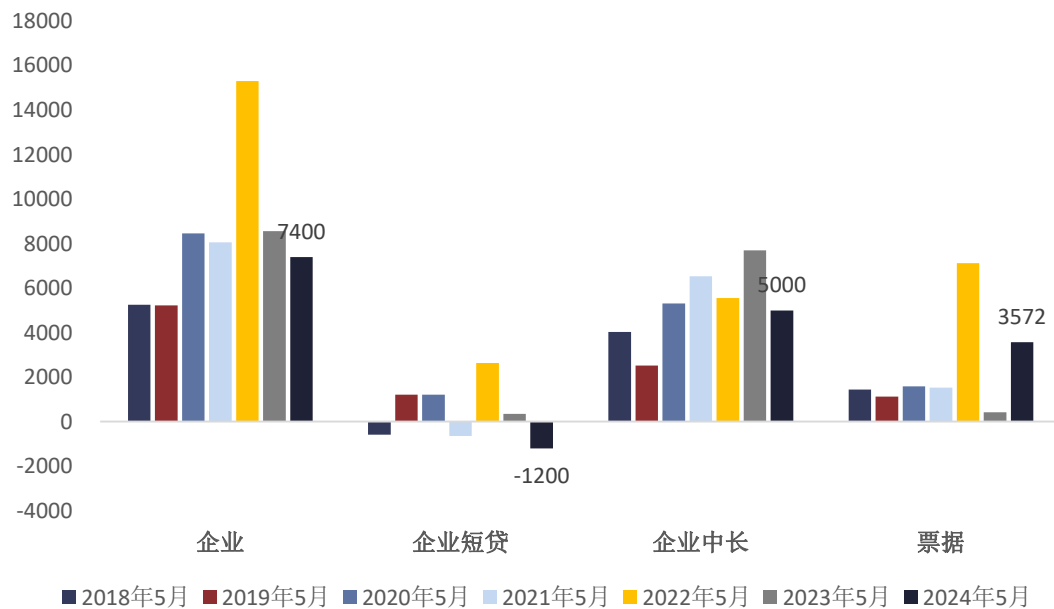
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑社融同比多增

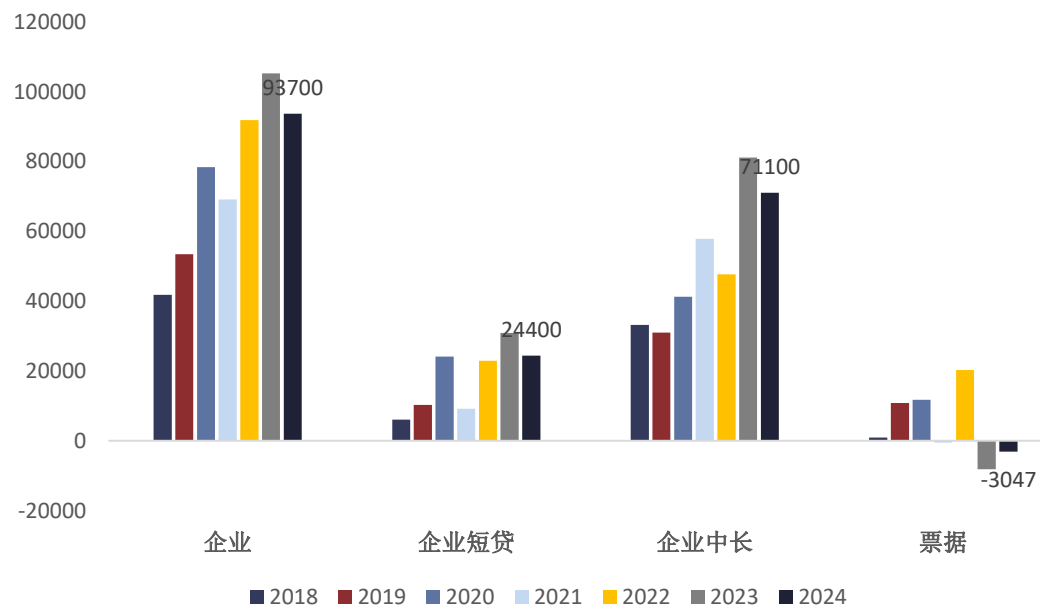
信贷方面，

➤ 企业端，5月企业短期贷款减少1200亿元，中长期贷款新增5000亿元，同比分别多减1550亿元、少增2698亿元。尽管本月政府发债提速，但对于企业中长期贷款的撬动效应还未完全显现，基建、三大工程等相关项目仍待进一步落地。此外，本月票据融资是新增信贷的主要贡献分项。5月票据融资新增3572亿元，同比多增3152亿元。实体信贷需求不足的情况下，票据冲量的现象依旧突出。

企业新增人民币贷款-单月



企业新增人民币贷款-累计



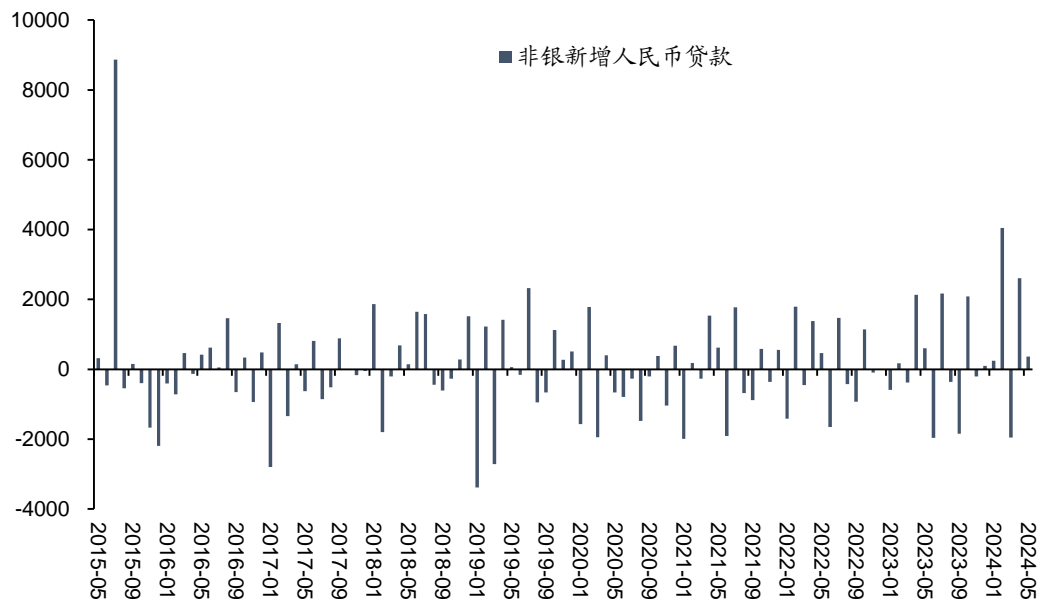
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑社融同比多增

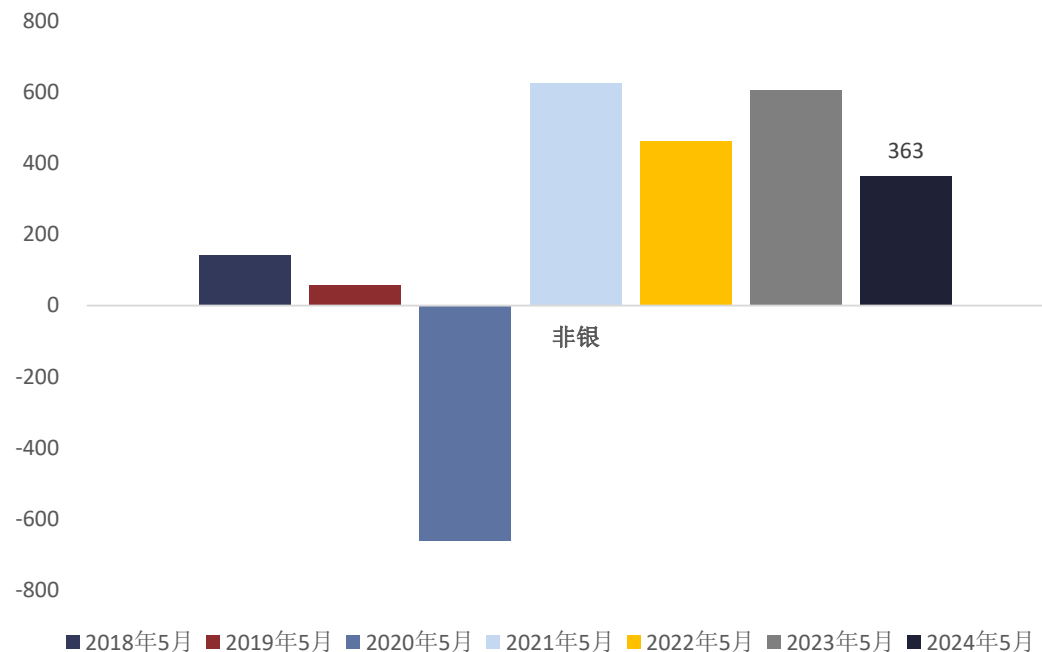
信贷方面,

➢ 非银贷款转为同比少增。本月非银新增363亿元,同比少增241亿元,环比上月则少增2244亿元,相应的,5月社融与信贷口径下的新增人民币贷款之间的差值也有所收窄。

非银贷款当月新增



非银贷款5月新增



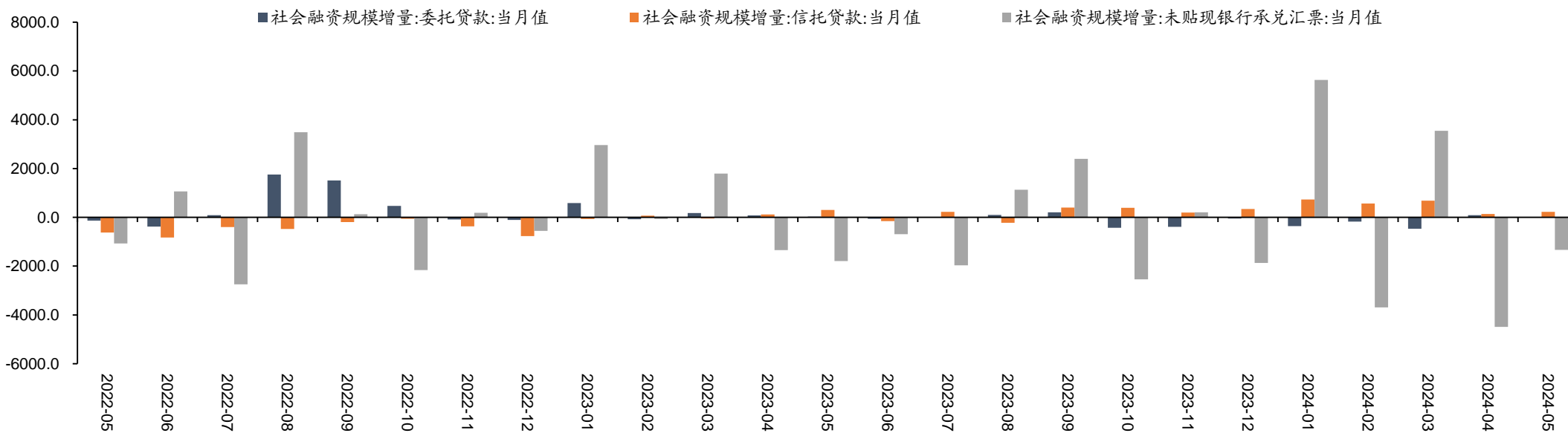
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01 政府债支撑社融同比多增

表外融资方面，

➤ 非标融资整体波动较小。5月委托贷款减少8亿元，信托贷款新增224亿元，未贴现银行承兑汇票减少1332亿元，同比而言变化规模并不算大。其中未贴现银行承兑汇票仍在减少，但相比4月减少的规模有所收窄，在环比角度对于5月社融形成一定拉动。

表外融资新增规模



数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

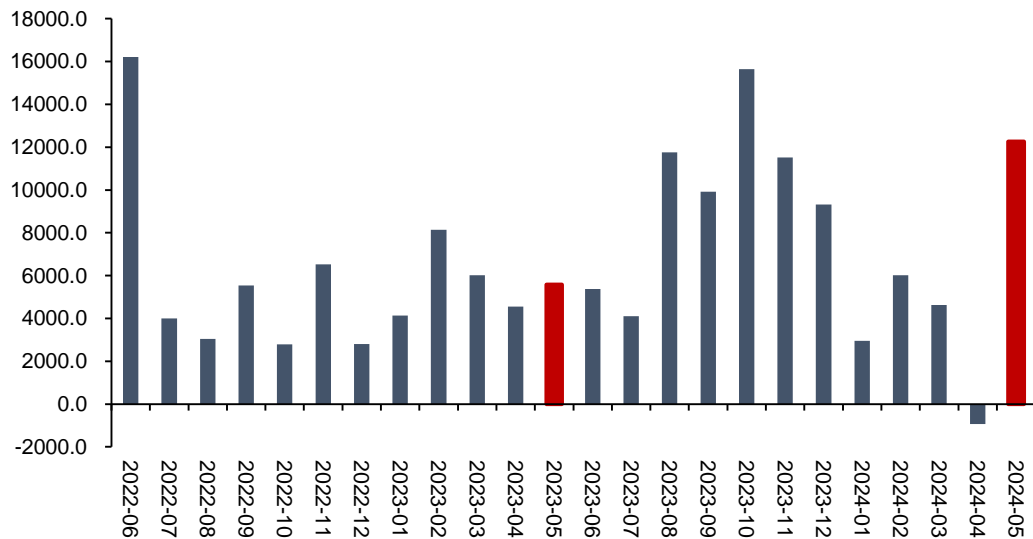
01 政府债支撑社融同比多增

直接融资方面，

- **政府债券方面**，5月政府债增加1.23万亿元，同比多增6682亿元，是本月社融同比多增的主要贡献项。专项债发行提速及特别国债发行，推动政府发债节奏加快，这种趋势预计在6月仍将延续。
- **企业债券方面**，5月企业债融资313亿元，同比多增2457亿元。同比多增的背后主要是去年同期的低基数。结构而言，产业债依旧是关键拉动，城投债净融资额持续收缩。

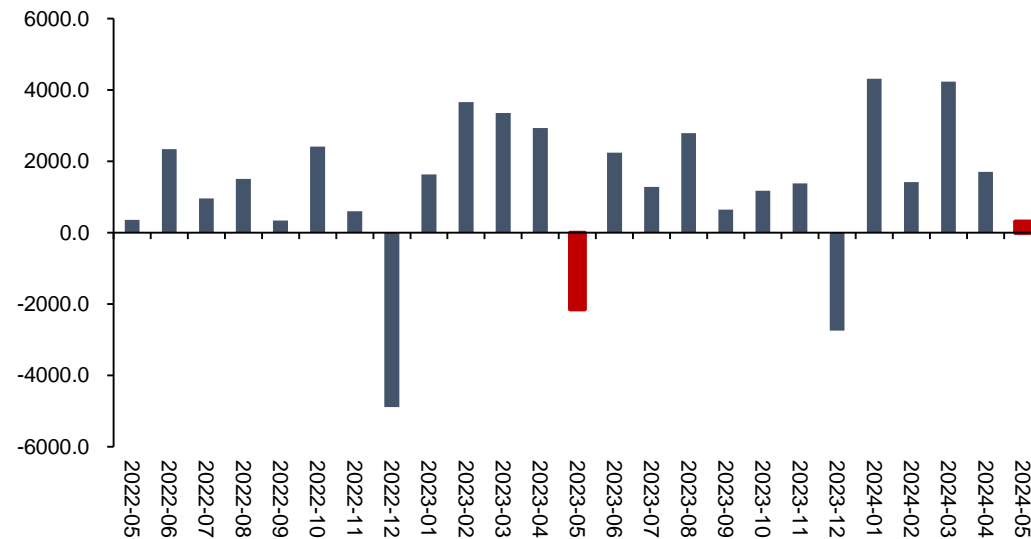
政府债券融资

社会融资规模增量:政府债券:当月值 亿元



企业债券融资

社会融资规模增量:企业债券融资:当月值 亿元



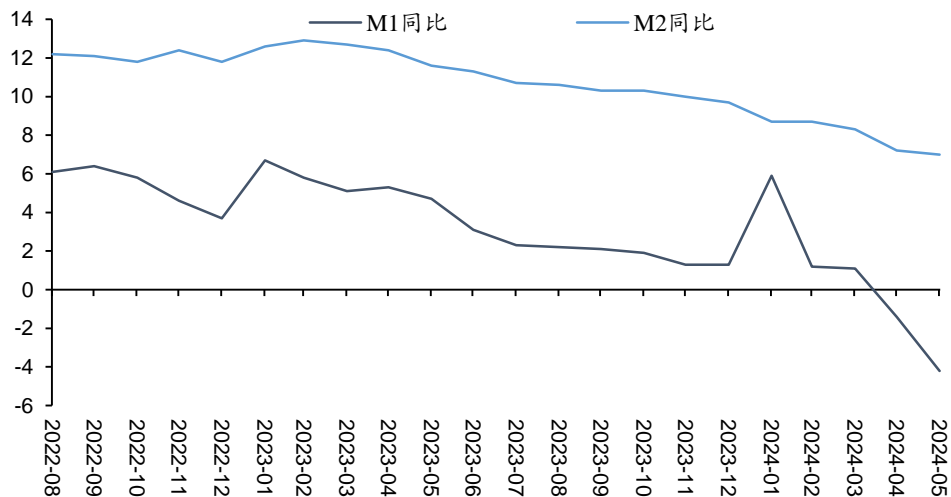
数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

02

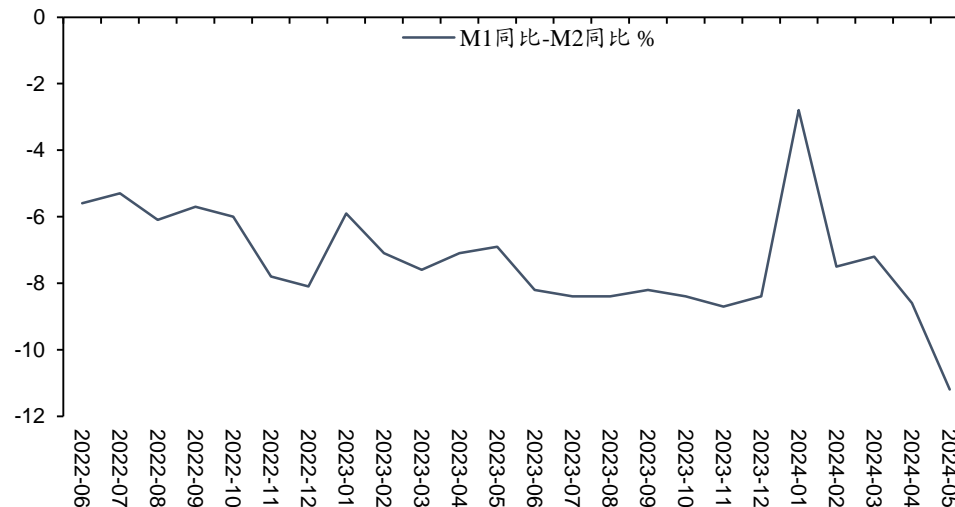
短期扰动叠加内需偏弱，M1、M2同比双双回落

- 5月M1同比-4.2%，较前值回落2.8个百分点，低于市场预期。我们理解M1的进一步回落可能受以下因素的影响：一则，经济活跃度恢复缓慢。目前央行M1的统计包括流通中现金、企业活期存款、机关团体部队存款、农村存款以及个人信用卡存款，因此M1走势与内需紧密相连，尤其是地产。商品房销售后居民储蓄存款会向企业活期存款转移继而推动M1增长，从历史数据来看，M1与商品房销量数据之间正相关性也比较强，因此低迷地产表现及疲软内需会在一定程度上压制M1增速。二则，存款向理财产品转移。如前文所述，“挤水分”操作的影响在本月仍在延续，企业存款可能向理财产品迁移，进而拖累M1同比。三则，传统统计口径有限。数据发布当天，金融时报发文讨论M1增速变化，其中谈及M1统计口径问题，指出一些新的具备M1特征的资产以及居民活期存款并未被纳入统计，或加大了M1同比的波动。
- 5月M2同比7.0%，前值7.2%，同样不及市场预计。从存款数据来理解M2同比增速的下行，一方面，财政支出力度有加大空间；另一方面，存款向理财产品迁移。5月居民存款增加4200亿元，同比少增1164亿元；非金融企业存款减少8000亿元，同比多减6607亿元；财政存款增加7633亿元，同比多增5264亿元；非银存款增加1.16万亿元，同比多增8369亿元。非银存款同比多增规模远超季节性，而企业存款同比出现超季节性的回落。此外财政存款同比明显多增，可能受到政府发债加快以及5月缴税大月的影响。

M1、M2同比



M1-M2同比



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

03

短期扰动仍存，总量指示意义淡化

- 5月金融数据与4月相比，有边际上的变化，一是社融重回同比正增，二是数据的“超预期性”明显弱化。但本质上来说，数据所反映的内容并没有明显改变，实体部门加杠杆谨慎仍是主导数据的关键逻辑，此外“挤水分”的扰动也在延续，并且上述两类因素的影响在一定时间内难以消退，这意味着基于总量角度，社融对于整体经济发展的指示性可能会逐步淡化，值得关注的点更多落于数据结构以及边际上的信号。对此之前央行多次发声也予以暗示，比如《2024年第一季度中国货币政策执行报告》中指出“庞大的货币总量增长可能放缓”，“要科学认识信贷增长和经济增长的关系，转变片面追求规模的传统思维”，“提高资金使用效率和金融支持质效”。向后看，政府债加快发行或对社融继续形成支撑，金融数据或有小幅度的改善。实体信贷需求、经济主体活力则有待提振，需跟踪前期政策的落地效果，同时关注是否有进一步宽松政策的推出。

风险提示：

- 政策落地不及预期。
- 实体部门信心修复不及预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证和证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。