

社融波动显示央行双重调节的政策决心

——5月社融数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

经济结构转型升级带来信贷需求变化。5月社融同比增速为8.4%，回升0.1个百分点；其中，政府融资发力明显：5月政府债券净融资发行为12,266.00亿元，规模较前值与上年同期水平提升显著，我们预计下半年政府融资对社融的支撑或愈发显著。5月企业债券净融资285.00亿元，同比多增2,429.00亿元。5月新增非标融资减少1,115.00亿元，同比少减342.00亿元。5月新增人民币贷款9,500.00亿元，在金融数据“挤水分”背景下同比少增4,100.00亿元。从企业端来看，新增贷款整体较上年同期有所放缓，其中票据融资冲量明显。从居民端来看，5月居民新增贷款757亿元，同比少增2,915亿元。其中，居民短期和中长期贷款分别新增243亿元和514亿元，低于上年同期水平。

M1和M2增速延续放缓，背后或体现多重因素。5月M1同比增速为-4.20%，较前值降2.8个百分点；M2同比增速为7.00%，低于前值0.20个百分点。M1-M2剪刀差绝对值进一步走阔。我们认为，M1增速的变动在反映企业经营预期变化背后，近期更多反映了金融数据“挤水分”、地产行情尚待恢复等阶段性现象；同时央行也指出我国M1统计口径也是其当前大幅波动的原因之一。央行认为，我国M1统计口径是在30年前确立的，随着金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展，符合货币供应量特别是M1统计定义的金融产品范畴发生了重大演变，需要考虑对货币供应量的统计口径进行动态完善，个人活期存款以及一些流动性很高甚至有支付功能的金融产品，需要研究纳入M1统计范围，更好反映货币供应的真实情况。从存款数据来看，在银行业规范手工补息背景下，居民存款同比有所下降，而企业存款与非银存款呈现超季节性分化。

投资建议

社融波动显示央行双重调节的政策决心。我们认为，金融行业增加值核算方式的优化以及对手工补息的持续规范带来的“挤水分”效应延续，叠加上年信贷高基数，是近期金融数据的主要扰动项。5月居民与企业新增信贷乏力或显示供需时间差仍待恢复，我们也在此前报告中提及目前“居民的风险偏好有待边际调整”，所以需进一步观察楼市新政等政策对有效需求的释放。最后，央行对金融统计数据的相关表述，“淡化金融存量同比多增的比较是有必要的”，“金融规模指标与我国经济发展的相关性也在逐渐减弱”，有助于引导市场预期。我们认为，随着楼市新政效果打开、财政政策发力提速、货币政策双重调节成效显现，或有助于改善企业生产经营活动，进而带动M1增速回升。近期我们认为关注半年末MPA考核和理财回表对资金面影响，短期债市维持震荡；长期而言，10Y国债收益率有望向中性利率靠拢，债市大幅调整后仍是配置机会。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年06月28日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxinggsec.com

SAC编号：S1760523080003

相关报告：

《等待信号确认》

——2024年06月13日

《维护价格稳定、推动价格温和回升是当前货币政策重要考量》

——2024年06月07日

《金融数据“挤水分”扰动社融增速》

——2024年06月05日

正文目录

1. 经济结构转型升级带来信贷需求变化.....	3
2. M1 增速延续放缓趋势.....	4
3. 投资建议.....	5
4. 风险提示.....	6

图目录

图 1: 社融部分分项变动情况(亿元).....	3
图 2: 新增人民币信贷分项较上年同期变动水平(亿元).....	3
图 3: 居民部门与制造业融资需求(亿元).....	4
图 4: 政府债发行进度.....	4
图 5: 企业债发行规模(亿元).....	4
图 6: 非标融资(亿元).....	4
图 7: 近 3 年政府债券及企业债发行(亿元).....	4
图 8: M1、M2 同比涨跌幅(%).....	5
图 9: 企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差; %).	5
图 10: 新增人民币存款(亿元).....	5

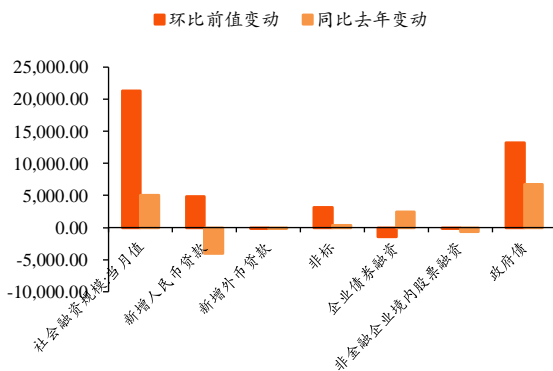
事件：2024年6月14日，央行公布5月金融数据：5月末广义货币M2同比增长7.0%，低于前值0.2个百分点；狭义货币M1同比下降4.2%，增速回落2.8个百分点。5月末社会融资规模存量同比增长8.4%；2024年前五个月社会融资规模增量累计为14.8万亿元，比上年同期少增2.52万亿元。

1. 经济结构转型升级带来信贷需求变化

社融波动显示央行总量和结构双重调节的政策决心。5月社融同比增速为8.4%，回升0.1个百分点；5月新增社融初值为20,692.00亿元，前五个月社会融资规模增量累计为14.8万亿元，比上年同期少增2.52万亿元。政府融资发力明显：5月政府债券净融资发行为12,266.00亿元，规模较前值与上年同期水平（分别为-937.00和5,571.00亿元）提升显著。2024年政府融资整体呈现滞后发力格局，我们预计下半年政府融资对社融的支撑或愈发显著。5月企业债券净融资285.00亿元，同比多增2,429.00亿元。5月新增非标融资减少1,115.00亿元，同比少减342.00亿元，其中，委托贷款减少9.00亿元，同比多减44.00亿元；信托贷款增加224.00亿元，同比少增79.00亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1,330.00亿元，同比少减465.00亿元。

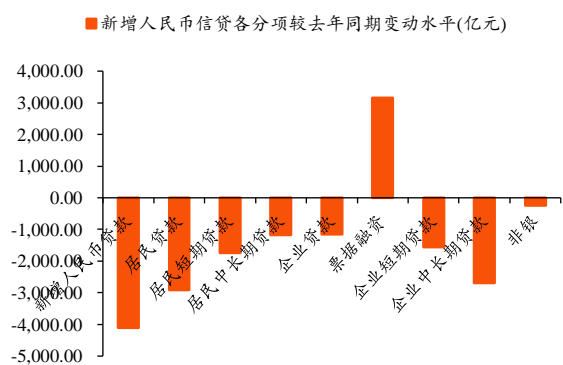
票据融资占比相对较高。5月新增人民币贷款9,500.00亿元，在金融数据“挤水分”背景下同比少增4,100.00亿元。从企业端来看，新增贷款整体较上年同期有所放缓，其中票据融资冲量明显，企业短贷不振。5月企业中长期贷款增加5,000亿元，企业短期贷款减少1,200亿元，而票据融资增加3,572亿元。总体5月企业贷款增加7,400亿元，同比少增1,158亿元。从居民端来看，5月居民新增贷款757亿元，同比少增2,915亿元。其中，居民短期和中长期贷款分别新增243亿元和514亿元，低于上年同期水平。此外，非银行业金融机构贷款新增363亿元，少增241亿元。

图1:社融部分分项变动情况(亿元)



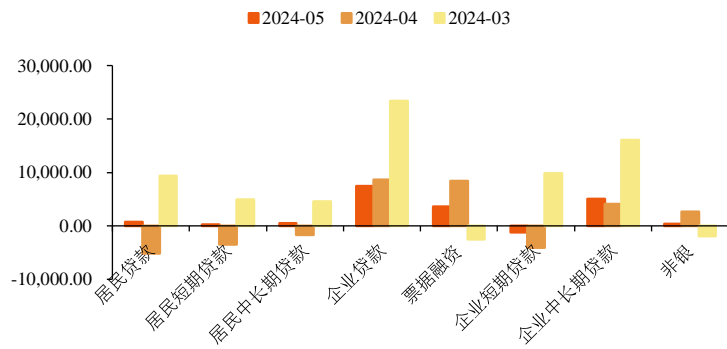
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:新增人民币信贷分项较上年同期变动水平(亿元)



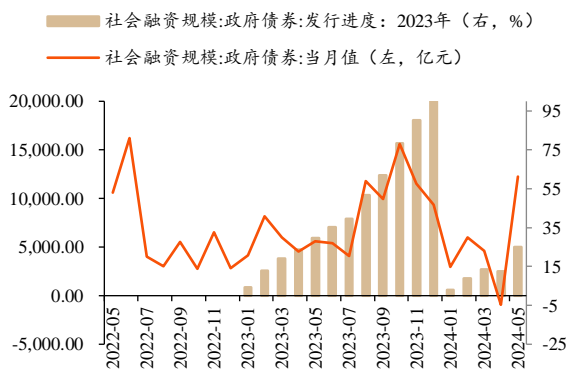
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:居民部门与制造业融资需求(亿元)



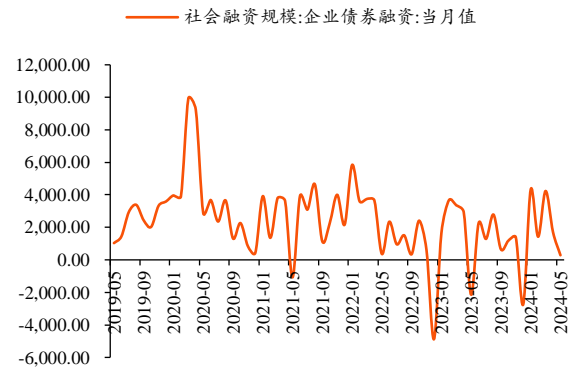
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:政府债发行进度



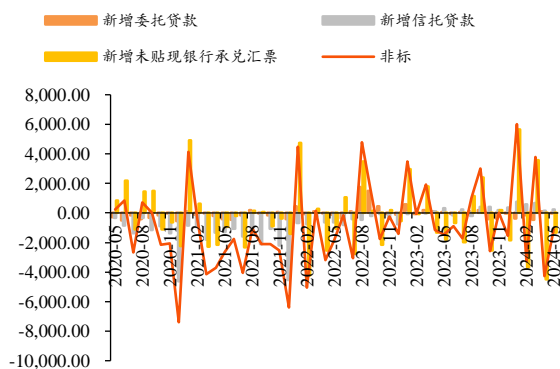
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:企业债发行规模(亿元)



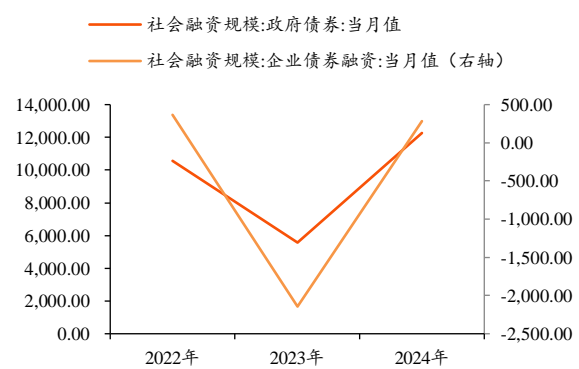
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:非标融资(亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:近3年政府债券及企业债发行(亿元)



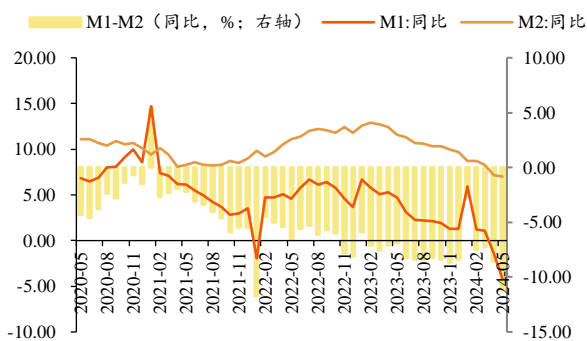
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. M1 增速延续放缓趋势

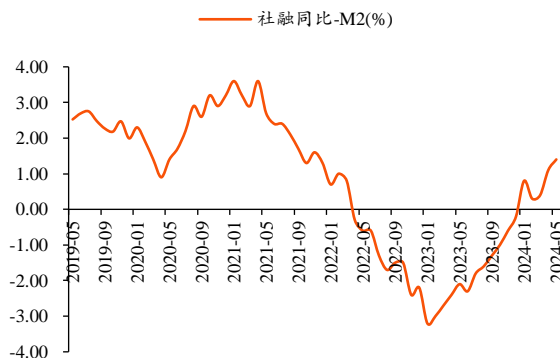
M1 和 M2 增速延续放缓, 背后或体现多重因素。5 月 M1 同比增速为 -4.20%, 较前值降 2.8 个百分点; M2 同比增速为 7.00%, 低于前值 0.20 个百分点。M1-M2 剪刀差绝对值进一步走阔。M1 和 M2 增速剪刀差变动至 -11.20pct, 绝对值走阔。此外, 5 月份社融与 M2 增速差维持在正区间为

1.4%，较前值升 0.3 个百分点。我们认为，M1 增速的变动在反映企业经营预期变化背后，近期更多反映了金融数据“挤水分”、地产行情尚待恢复等阶段性现象；同时央行也指出我国 M1 统计口径也是其当前大幅波动的原因之一。央行认为，我国 M1 统计口径是在 30 年前确立的，随着金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展，符合货币供应量特别是 M1 统计定义的金融产品范畴发生了重大演变，需要考虑对货币供应量的统计口径进行动态完善，个人活期存款以及一些流动性很高甚至直接有支付功能的金融产品，需要研究纳入 M1 统计范围，更好反映货币供应的真实情况。

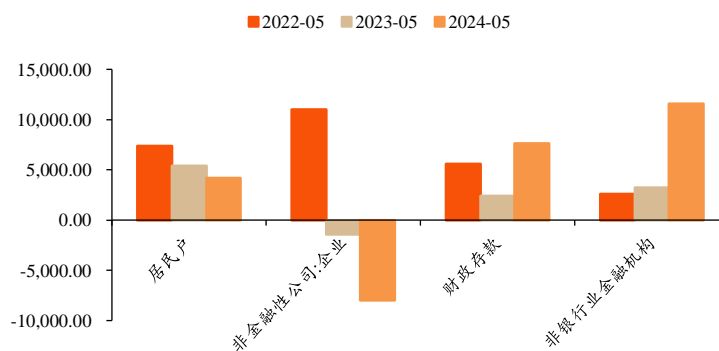
从存款数据来看，在银行业规范手工补息背景下，居民存款同比有所下降，而企业存款与非银存款呈现超季节性分化。5 月住户存款增加 4,200 亿元，比上年同期少增 1,164 亿元；非金融企业存款减少 8,000 亿元，同比多减 6,607 亿元；而非银行业金融机构存款增加 1.16 万亿元，同比多增 8,379 亿元。此外，政府债券加速发行背景下，5 月财政性存款增加 7,633 亿元，同比多增 5,264 亿元。

图8:M1、M2 同比涨跌幅(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差; %)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:新增人民币存款(亿元)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

社融波动显示央行双重调节的政策决心。我们认为，金融行业增加值

核算方式的优化以及对手工补息的持续规范带来的“挤水分”效应延续，叠加上年信贷高基数，是近期金融数据的主要扰动项。5月居民与企业新增信贷乏力或显示供需时间差仍待恢复，我们也在此前报告¹中提及目前“居民的风险偏好有待边际调整”，所以需进一步观察楼市新政等政策对有效需求的释放。最后，央行对金融统计数据的相关表述，有助于引导市场预期。央行主管媒体《金融时报》发文指出²，当前社融规模存量基数庞大并且能够“多次反复发挥对实体经济的支持效果”，所以“淡化金融存量同比多增的比较是有必要的”。同时，为了贯彻执行货币政策加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能的政策目标，“客观上货币增速会有所放缓”，但并不说明央行主观上想收紧信贷。文章也提出“金融规模指标与我国经济发展的相关性也在逐渐减弱”，所以在未来或应该更加客观地、多层次、多视角地分析贷款增速的变化。我们认为，随着楼市新政效果打开、财政政策发力提速、货币政策双重调节成效显现，或有助于改善企业生产经营活动，进而带动M1增速回升。近期我们认为关注半年末MPA考核和理财回表对资金面影响，短期债市维持震荡；长期而言，10Y国债收益率有望向中性利率靠拢，债市大幅调整后仍是配置机会。

4. 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超调：美联储加息或者降息步伐会有随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内物价变化超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超预期：市场波动存超预期可能。

¹ 详情请见《金融数据“挤水分”扰动社融增速》，甬兴证券研究所，2024年06月05日。

² 《业内人士：应逐步淡化对金融总量指标的关注》，金融时报-中国金融新闻网，2024年06月17日，https://www.financialnews.com.cn/2024-06/17/content_402543.html。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。