

5 月金融数据点评

货币政策需谨慎应对输入型物价上行

新增社融小幅低于市场预期，新增信贷符合市场预期；M2 增速小幅上升，有基数效应影响，M1 增速下行与企业存款少增互相印证，企业现金偏好继续下降；关注企业融资需求下降对实体经济供求均衡可能产生的潜在影响。

- 5 月新增社融 1.92 万亿元，社融存量同比增长 11.03%。新增人民币贷款 1.43 万亿元，企业债融资净下降，政府债券发行较 4 月明显放量，表外融资维持被压缩的趋势。
- 5 月 M2 同比增长 8.3%，M1 同比增长 6.1%，M0 同比增长 5.6%，单位活期存款同比增长 6.22%，准货币同比增长 9.19%。
- 5 月存款新增 2.56 万亿元，其中居民存款新增 1072 亿元，企业存款少增 1240 亿元，非银存款新增 7830 亿元，财政存款新增 9257 亿元。新增贷款 1.5 万亿元，其中短贷及票据新增 2700 亿元，中长贷新增 1.1 万亿元。
- 企业融资需求下降可能影响供给和价格。自我国经济从新冠疫情冲击恢复以来，供给端领跑复苏，从工业增加值月环比数据的历史比较看，目前已经逐步接近疫情前的均衡水平。但从全球范围内看，自 2021 年以来，全球第三波新冠疫情、美国不断加码财政刺激政策、国际大宗商品价格快速上涨，通过进口推升我国 PPI，进而影响企业盈利能力和生产动力，可能导致我国供给端出现再平衡。在这个过程中，我们担忧的问题包括三个方面：一是原材料价格快速上行，可能压缩企业盈利空间，特别是生产易受影响且融资渠道不畅的中小型企业，导致企业经营状况和财务状况异常，二是企业可能存在自主收缩生产的情况，如果该现象影响范围扩大，可能导致供需持续失衡，三是如果供需均衡被打破，成本上升将向下游传导，进而导致通胀上行。在这一过程中，可能出现工业增加值增速走弱、中小企业经营状况恶化、就业下行等问题，进而影响经济复苏基础和趋势。
- 货币政策需谨慎应对输入型物价上行。5 月社融存量同比增速较 4 月下降 0.64 个百分点，M2 增速上升 0.2 个百分点，M1 增速下降 0.1 个百分点，M0 增速上升 0.3 个百分点，我们维持此前观点，认为央行在货币政策层面上并未收紧，实体经济流动性当前的问题是企业的现金偏好下降，导致 M1 增速和企业新增存款走弱。虽然国内金融数据总量尚好，但结合 PPI 和 PMI 数据来看，7 月政治局会议之前，货币政策需要应对海外大宗商品价格上升，对我国供给端造成的一系列负面影响，总的来看，短期内货币政策主动收紧的可能性较小。
- 风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融低于预期。5月新增社融1.92万亿元，较去年同期少增1.27万亿元，较4月多增693亿元，低于市场预期的2.11万亿元。5月社融存量同比增长11.03%，较4月下降了0.64个百分点。5月进口增速在4月的基础上继续上行，证明内需复苏趋势持续，社融低于预期或是企业流动性处于较高水平导致融资需求下降所致。

人民币信贷符合预期，政府债券放量。5月新增人民币贷款1.43万亿元，较去年同期少增1202亿元，较4月多增1460亿元，基本符合市场预期。从社融分类看，企业债融资净下降，一方面说明当前利率水平持续抑制企业融资，同时也表明企业自身融资需求走弱；政府债券发行较4月明显放量，预计政府债发行量上升的趋势在未来几个月也将持续；表外融资较4月虽然多增1064亿元，但整体仍维持被压缩的趋势。

图表1.新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	19,200	14,300	7	-408	-1,295	-926	-1,336	717	6,701
环比上月变动	693	1,460	279	-195	33	1,226	-4,845	-97	2,962
同比去年同期	-12,666	-1,202	-450	-135	-958	-1,762	-4,215	364	-4,661

资料来源：万得，中银证券

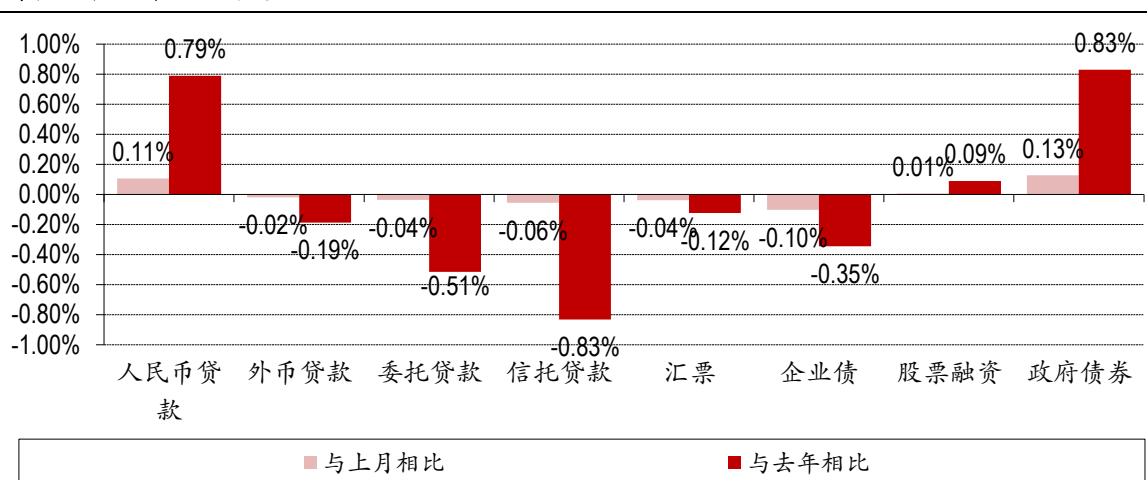
图表2.新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	14,307	-2,629	-619	8,141
环比上月变动	1,739	1,064	-4,942	2,832
同比去年同期	-1,652	-2,855	-3,851	-4,308

资料来源：万得，中银证券

5月较4月融资明显向信贷和政府债券集中。从社融存量结构来看，2021年5月与4月相比，占比上升的基本是人民币贷款上升了0.11%，政府债券占比上升0.13%，另外股票融资占比上升0.01%；与去年同期相比，依然是人民币贷款和政府债券占比大幅上升，股票占比小幅上升，结构变化趋势继续。考虑到当前海外第三波新冠疫情的负面影响，以及国内经济复苏基础不稳定不均衡的局面，叠加融资结构进一步向表内和政府部门集中，需要关注容易受融资渠道限制的经济部门，在复苏过程中被挤压的情况，以及部分行业向龙头公司快速集中可能出现就业市场波动等问题。

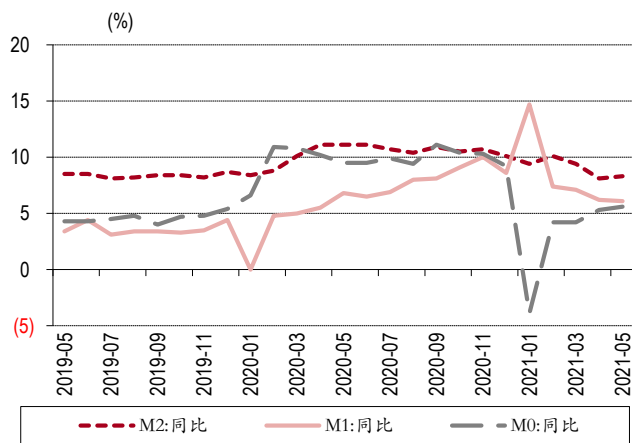
图表3.社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

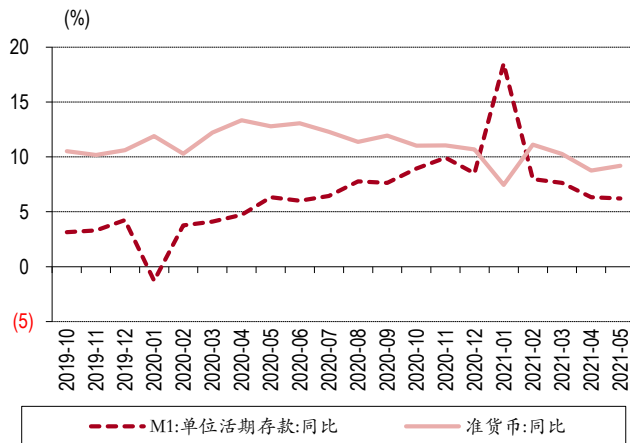
M2 增速小幅超预期。5 月 M2 同比增长 8.3%，较 4 月上升 0.2 个百分点；M1 同比增长 6.1%，较 4 月下降 0.1 个百分点；M0 同比增长 5.6%，较 4 月上升 0.3 个百分点。5 月单位活期存款同比增长 6.22%，较 4 月下降 0.11 个百分点，准货币同比增长 9.19%，较 4 月上升 0.44 个百分点。5 月 M0 同比增速上行，我们维持此前观点，认为央行货币政策没有继续收紧，至少流动性投放层面是相对平稳的；M1 增速下行和单位活期存款增速下行相互印证，表明企业在经营回到正轨之后，流动性偏好开始下降，影响之一是企业存款少增；5 月 M2 同比增速小幅上行，超出市场预期，同时存在基数效应影响。整体来看，流动性环境没有继续收紧。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

居民投资需求热度不减。5 月存款新增 2.56 万亿元，其中居民存款新增 1072 亿元，企业存款少增 1240 亿元，非银存款新增 7830 亿元，财政存款新增 9257 亿元。5 月企业新增存款继续少增，但 4 月工业企业利润数据中流动资产同比增速维持在较高水平，且 5 月单位活期存款增速不低，说明无须担忧企业流动性问题；非银存款继续高增，一定程度上与投资者继续看好 A 股相关，长期来看，居民存款投资化虽然过程波动明显但是大趋势；未来几个月财政存款的走向将受政府债券发行放量 and 财政支出全年后置两方面影响。

企业短贷少增。5 月新增贷款 1.5 万亿元，较去年同期多增 200 亿元，其中短贷及票据新增 2700 亿元，较去年同期少增 2478 亿元，中长期贷款新增 1.1 万亿元，较去年同期多增 987 亿元。5 月短贷较 4 月上升，主要受到居民短期贷款需求影响，企业短期贷款少增，与流动性偏好降低有关；中长期贷款依然强劲，特别是企业中长期贷款多增，或表明制造业投资有望维持高增长，居民 5 月新增中长期贷款较 4 月和去年同期都有小幅下降，关注后续房地产销售增速情况。

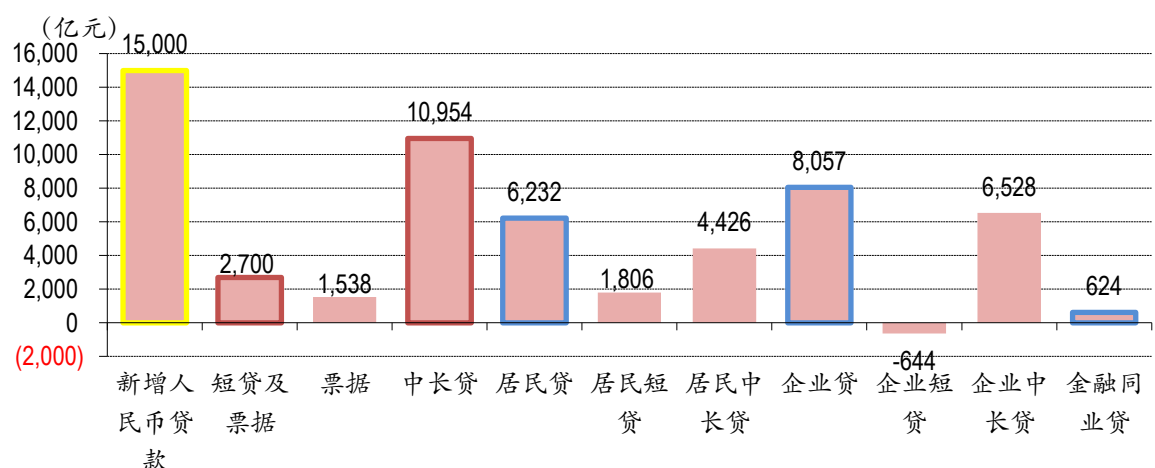
企业融资需求下降可能影响供给和价格。自我国经济从新冠疫情冲击恢复以来，供给端领跑复苏，从工业增加值月环比数据的历史比较看，目前已经逐步接近疫情前的均衡水平。但从全球范围内看，自 2021 年以来，全球第三波新冠疫情、美国不断加码财政刺激政策、国际大宗商品价格快速上涨，通过进口推升我国 PPI，进而影响企业盈利能力和生产动力，可能导致我国供给端出现再平衡。在这个过程中，我们担忧的问题包括三个方面：一是原材料价格快速上行，可能压缩企业盈利空间，特别是生产易受影响且融资渠道不畅的中小型企业，导致企业经营状况和财务状况异常，二是企业可能存在自主收缩生产的情况，如果该现象影响范围扩大，可能导致供需持续失衡，三是如果供需均衡被打破，成本上升将向下游传导，进而导致通胀上行。在这一过程中，可能出现工业增加值增速走弱、中小企业经营状况恶化、就业下行等问题，进而影响经济复苏基础和趋势。

图表 6. 新增存贷款变化 (单位: 亿元)

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		25,600	1,072	-1,240	9,257	7,830	8,681
	环比上月变动	32,852	16,772	2,316	3,480	2,562	7,722
	同比去年同期	2,500	-3,747	-9,294	-3,843	14,566	4,818
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		15,000	2,700	10,954	6,232	8,057	624
	环比上月变动	300	1,771	-569	949	505	-908
	同比去年同期	200	-2,478	987	-811	-402	1,284

资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: 万得, 中银证券

货币政策需谨慎应对输入型物价上行。5月社融存量同比增速较4月下降0.64个百分点, M2增速上升0.2个百分点, M1增速下降0.1个百分点, M0增速上升0.3个百分点, 我们维持此前观点, 认为央行在货币政策层面上并未收紧, 实体经济流动性当前的问题是企业的现金偏好下降, 导致M1增速和企业新增存款走弱。虽然国内金融数据总量尚好, 但结合PPI和PMI数据来看, 7月政治局会议之前, 货币政策需要应对海外大宗商品价格上升, 对我国供给端造成的一系列负面影响, 总的来看, 短期内货币政策主动收紧的可能性较小。

风险提示: 全球通胀上行速度和幅度过快; 全球流动性回流美债。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20139

