



金融数据简评

融资底部企稳，改善有限，内生性需求仍弱

本月金融数据基本符合市场预期，表内贷款总量方面符合预期，但当中居民贷款占比仍高，企业中长期贷款偏弱，融资结构有待改善；社融方面如果剔除地方政府债发行提前的影响，存量社融同比增速为 10.24%，较去年低点改善并不明显。整体来说，我们认为融资环境处于“底部已现，改善有限”的阶段，内生性融资需求仍然偏低。

- 本月金融数据基本符合市场预期，表内贷款总量方面符合预期，但当中居民贷款占比仍高，企业中长期贷款偏弱，融资结构有待改善；社融方面如果剔除地方政府债发行提前的影响，存量社融同比增速为 10.24%，较去年低点改善并不明显。整体来说，我们认为融资环境处于“底部已现，改善有限”的阶段，内生性融资需求仍然偏低。
- 货币政策方面，二季度以来人民银行在货币政策上释放的信号对市场来说并不乐观。当前最大的矛盾之处在于尽管在近期央行释放的信号稍显保守，但投资者认为内需下行压力较大、外部环境面临冲击以及内部风险事件的爆发情况下，货币政策在未来大概率将重回宽松。其风险点在于，货币政策当局目前面临在“增长”、“通胀”和“防风险”等多目标的阶段中，此时传递的信号通常较为模糊，即便能够判断对方向也很难精准的把握时点。
- 对流动性市场来说，5 月份财政缴税规模基本符合预期，超储率维持在中低区间。而 6 月份流动性缺口处于较为尴尬的位置：在一次全面降准的情况下，流动性供给水平也将低于去年同期；而在仅仅略为超量续作 MLF 的情况下，叠加上本月月末有季节性财政支出和法定存款准备金的付息，6 月末超储率水平也将维持在与 3 月末基本持平的位置上。因此我们认为当前的流动性缺口并不适合市场过度博弈货币政策。短期来看，在超储率水平偏低的情况下，叠加同业刚兑打破后对于流动性市场的影响，对 6 月份流动性环境维持谨慎的判断。

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：固定收益

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

融资底部企稳，改善有限，内生性需求仍弱

事件：

央行网站6月12日显示，5月末，本外币贷款余额150.01万亿元，同比增长12.9%。月末人民币贷款余额144.31万亿元，同比增长13.4%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.8个百分点。5月份社会融资规模增量为1.4万亿元，比上年同期多4,466亿元。

贷款方面，5月新增人民币贷款为1.18万亿，前值为1.02万亿。从贷款结构看，居民贷款本月增长6,625亿，当中按揭贷款增长4,677亿，居民短期贷款增长1,948亿。企业贷款增长为5,224亿，其中企业中长期贷款为增长2,524亿，企业短期贷款增长1,209亿。除此之外，票据融资在本月增长1,132亿，非银贷款增长58亿。表内贷款总量方面符合预期，但当中居民贷款占比仍高，企业中长期贷款偏弱，融资结构有待改善。

社融方面，5月份社融新增1.4万亿，前值为1.36万亿，去年同期为9,518亿，存量社融同比增速上行至10.60%，如果剔除地方政府债发行提前的影响，存量社融同比增速为10.24%，较去年低点改善并不明显。社融当中，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票这表外三大项分别下降631亿、下降52亿和下降770亿，表外融资延续负增长。直接融资方面，企业债融资增长476亿，本月企业债融资大幅下行主要由于季节性因素，股票融资增长259亿。除此之外，地方政府专项债增长1,251亿。

货币方面，5月份M2增速持平在8.5%，M2环比绝对值增加6,529.67亿；M1同比增速上行至3.4%，仍维持低位；M0环比下降1,165.76亿，对流动性形成小幅正向影响。存款方面，5月份新增人民币存款1.22万亿，其中居民存款增长2,417亿，企业存款增长1,181亿；财政存款上升4,849亿；非银存款上升409亿。

综合考虑：

本月金融数据基本符合市场预期，表内贷款总量方面符合预期，但当中居民贷款占比仍高，企业中长期贷款偏弱，融资结构有待改善；社融方面如果剔除地方政府债发行提前的影响，存量社融同比增速为10.24%，较去年低点改善并不明显。整体来说，我们认为融资环境处于“底部已现，改善有限”的阶段，内生性融资需求仍然偏低。

货币政策方面，二季度以来人民银行在货币政策上释放的信号对市场来说并不乐观。当前最大的矛盾之处在于尽管在近期央行释放的信号稍显保守，但投资者认为内需下行压力较大、外部环境面临冲击以及内部风险事件的爆发情况下，货币政策在未来大概率将重回宽松。其风险点在于，货币政策当局目前面临在“增长”、“通胀”和“防风险”等多目标的阶段中，此时传递的信号通常较为模糊，即便能够判断对方向也很难精准的把握时点。

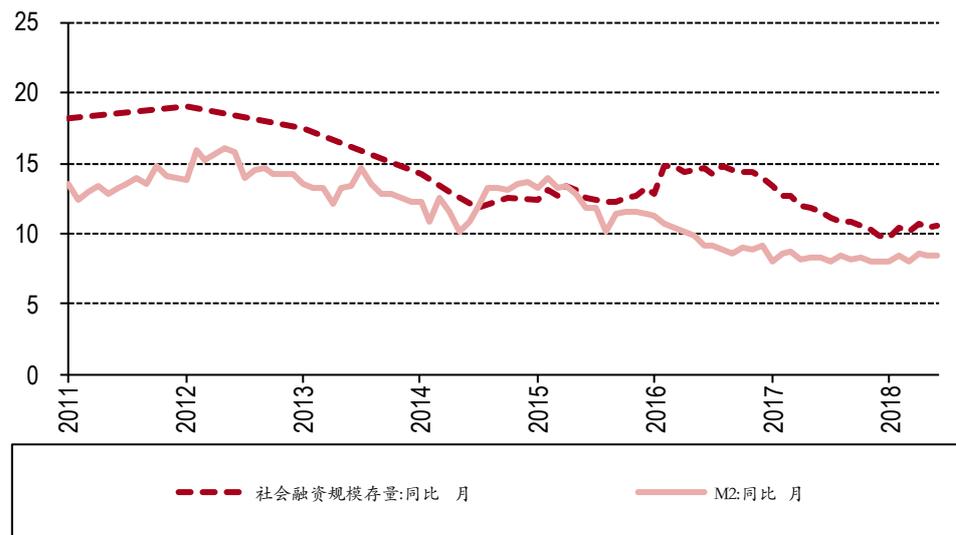
对流动性市场来说，5月份财政缴税规模基本符合预期，超储率维持在中低区间。而6月份流动性缺口处于较为尴尬的位置：在一次全面降准的情况下，流动性供给水平也将低于去年同期；而在仅仅略为超量续作MLF的情况下，叠加上本月月末有季节性财政支出和法定存款准备金的付息，6月末超储率水平也将维持在与3月末基本持平的位置上。因此我们认为当前的流动性缺口并不适合市场过度博弈货币政策。短期来看，在超储率水平偏低的情况下，叠加同业刚兑打破后对于流动性市场的影响，对6月份流动性环境维持谨慎的判断。

对债券市场来说，如果认为长端利率能够有更大的下行空间，必然绕不开的问题是政策利率下调，这一点才是投资者在博弈货币宽松中，收益最大的一个结果。我们认为价格工具相比数量工具，其信号意义更强，即便能够出现也大概率是在数量重回宽松之后，且通胀对于当前降息仍形成一定的制约。



近期尽管市场对二季度基本面预期下修，及海外市场风险偏好大幅下行，债券市场情绪较为乐观，但在货币环境不够宽松的情况下，融资供需对利率市场并不足够友好；另一方面市场对于同业刚兑打破后的市场走势的判断分歧较大，乐观者认为市场风险偏好回落，而悲观观点担心“钱荒”重现，我们认为最终走向如何决定权也在货币环境。因此综合来说，我们认为前期利率下行中透支了较多对货币宽松的预期：在宽松滞后的情况下，预期落空可能导致市场调整；即便降准如期而至，对于利率下行的正面作用也相对有限；降息是博弈宽松中收益最大的选项，但目前预期降息略显偏早。整体上对债券市场维持乐观，但利率进一步下行空间暂时有限。

图表 1 社融同比增速&M2 增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2.M1&M2



资料来源：万得，中银国际证券

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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 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_12033

