

核心观点

分析师 张伟

SAC 证书编号: S0160525060002

zhangwei04@ctsec.com

分析师 任思雨

SAC 证书编号: S0160525090006

rensy@ctsec.com

相关报告

1. 《价格传导出现分化》 2026-06-10
2. 《科技对出口影响渐深》 2026-06-10
3. 《美联储凭什么加息?》 2026-06-09

- ❖ **事件:** 2026年6月12日,央行发布5月金融数据。5月社融新增20293亿元,同比少增2607亿元;社融存量同比增长7.7%,较前值下降0.1个百分点;M2同比8.6%,持平前值;M1同比5.5%,较前值上升0.5个百分点。
- ❖ **企业票据冲量特征明显。**人民币贷款方面,票据冲量特征明显。今年5月信贷弱于季节性。其中5月企业贷款新增6400亿元,同比多增1100亿元。相较于4月,虽然企业贷款同比转为正值,但结构上依赖于票据融资。5月票据融资同比多增4824亿元,而企业的短期贷款、中长期贷款5月同比分别少增100亿元、3500亿元。企业的票据融资已经连续2个月明显同比多增,显示银行冲量来对冲信贷的疲软。
- ❖ **居民贷款需求持续收缩。**5月居民贷款减少1412亿元,同比多减1952亿元。其中短贷减少840亿元,同比多减632亿元;中长贷减少571亿元,同比多减1317亿。5月的居民中长贷贷款的同比多减幅度较4月有所收敛,可能与近期地产成交面积回暖有关。但仍需注意居民的贷款需求持续收缩,连续两个月净减少。
- ❖ **跨境资金流入、财政资金下拨、资金淤积非银可能是造成M2与社融增速背离的原因。**5月M2同比为8.6%,与前值持平。但社融存量同比自3月的7.9%持续下降至5月的7.7%,同期M2同比不降却小幅上升,指向了货币的供应端与需求端背离程度有所深化。一是近期跨境资金的结汇流入,人民币存款上升、推高了企业的存款,但这种存款上升并非通过实体贷款途径,因此社融并未同步变化;二是来自于财政资金的下拨,财政存款直接转化为企业存款,这一途径的变化也不会计入社融;三是资金部分淤积于非银体系,尽管5月的非银存款同比少增500亿元、转为了负值,但今年1-5月非银存款较去年同期增加2.57万亿元,亦支撑了M2与社融增速的背离。
- ❖ **风险提示:** 实体需求复苏不及预期;资本市场波动及政策效果不及预期风险;国际地缘政治局势变化超预期。

内容目录

1 有效需求不足.....	3
2 货币的供给表现强于需求.....	7
3 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 5月新增社融符合季节性	3
图 2: 5月企业债券规模处于近年较高水平	4
图 3: 5月股票融资同比多增提供支撑，主要来源于去年同期规模较低.....	4
图 4: 5月末贴现银行承兑汇票规模仍是净减少，表外规模缩水	5
图 5: 4、5月票据融资冲量明显	5
图 6: 居民贷款明显弱于季节性	6
图 7: 3、4月消费者信心指数持续下滑	6
图 8: 5月政府债券规模符合季节性	7
图 9: 5月 M1 的环比值符合季节性.....	7
图 10: M2 同比与社融存量同比分化.....	8
图 11: 近期每月待结汇明显较此前减少，跨境资金流入推升存款端.....	8
图 12: 今年 1-5 月的非银存款多数强于季节性	9

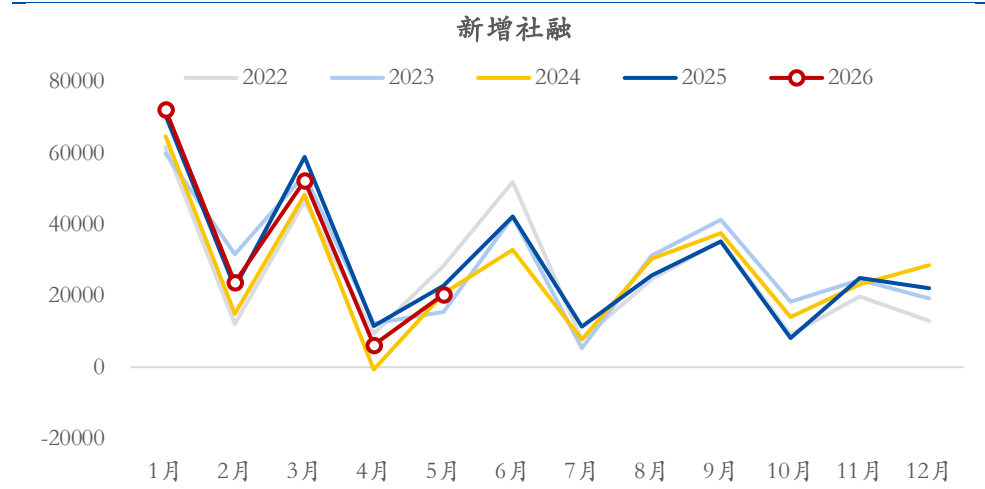


2026年6月12日，央行发布5月金融数据。5月社融新增20293亿元，同比少增2607亿元；社融存量同比增长7.7%，较前值下降0.1个百分点；M2同比8.6%，持平前值；M1同比5.5%，较前值上升0.5个百分点。

1 有效需求不足

5月新增社融20293亿元，同比少增2607亿元，社融存量同比7.7%。但均好于wind一致预期，说明市场对5月金融数据偏弱具有共识。其中社融同比支撑项主要来自于企业债券、股票融资、未贴现银行承兑汇票、委托贷款，而拖累项主要来自于人民币贷款和政府债券。

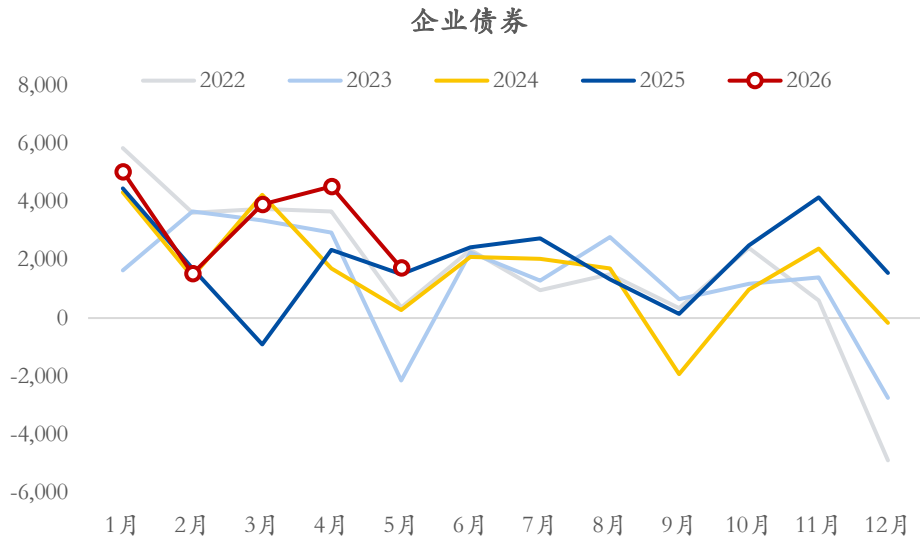
图1: 5月新增社融符合季节性



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

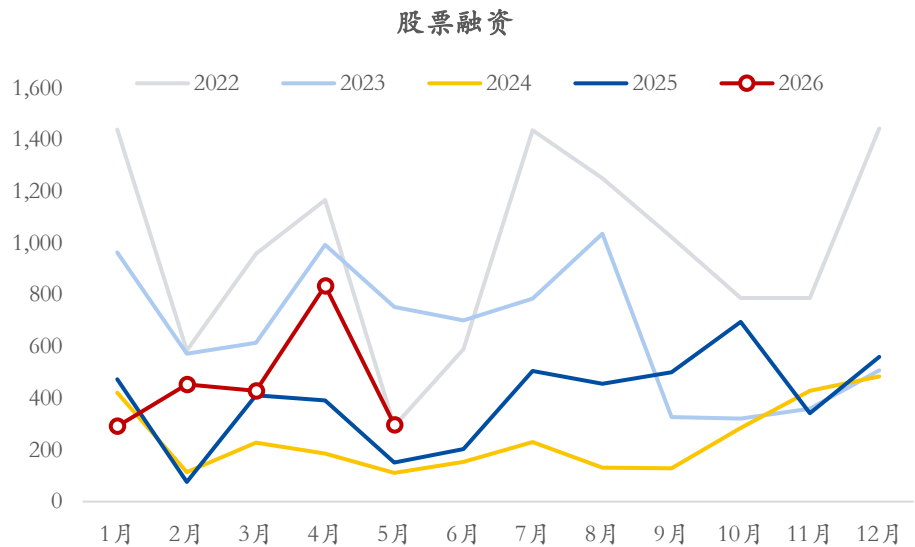
5月直接融资两项的同比对社融提供了支撑，其中企业债券新增1715亿元，同比多增219亿元。股票融资新增297亿元，同比多增145亿元。企业通过直接融资较银行贷款成本具备优势的影响仍在延续。

图2: 5月企业债券规模处于近年较高水平



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

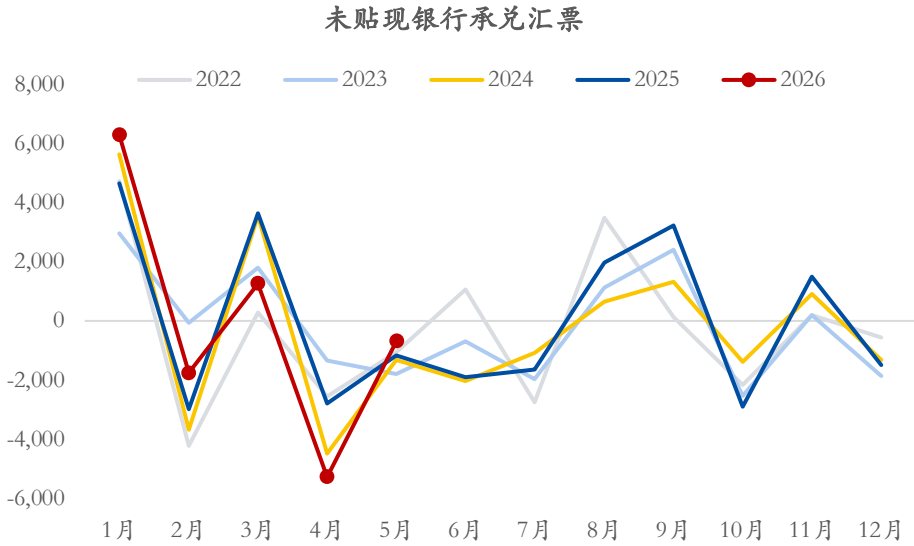
图3: 5月股票融资同比多增提供支撑, 主要来源于去年同期规模较低



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

而非标中, 未贴现银行承兑汇票 5月减少 684 亿元, 同比少减 480 亿元。对社融同比形成支撑更多源自于未贴现银行承兑汇票的收缩幅度较去年同期减少, 本质仍在减少、表外规模缩水, 并非同比多增。

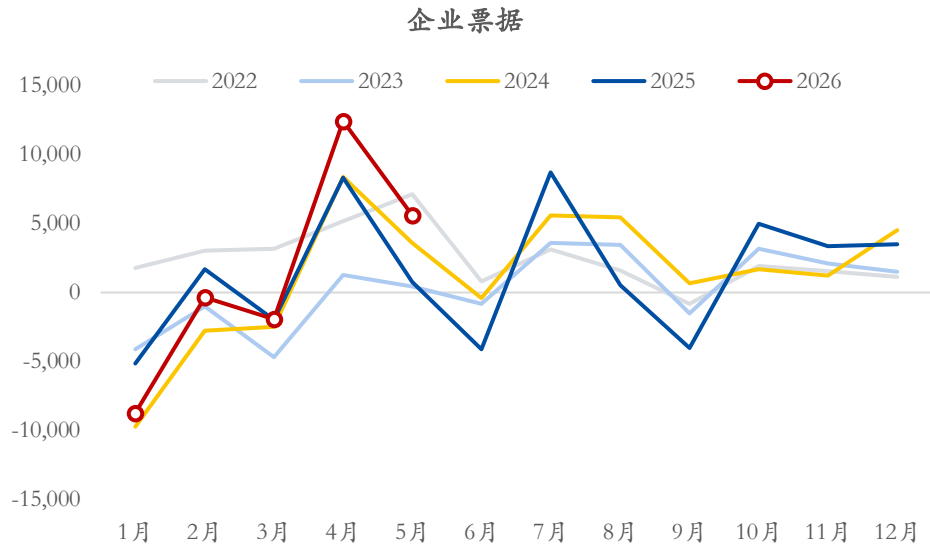
图4: 5月未贴现银行承兑汇票规模仍是净减少，表外规模缩水



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

人民币贷款方面，**票据冲量特征明显**。今年5月信贷弱于季节性。其中5月企业贷款新增6400亿元，同比多增1100亿元。相较于4月，虽然企业贷款同比转为正值，但**结构上依赖于票据融资**。5月票据融资新增5570亿元，同比多增4824亿元，而企业的短期贷款、中长期贷款5月分别新增1000亿元、减少200亿元，同比分别少增100亿元、3500亿元。企业的票据融资已经连续2个月明显同比多增，显示银行冲量来对冲信贷的疲软。

图5: 4、5月票据融资冲量明显

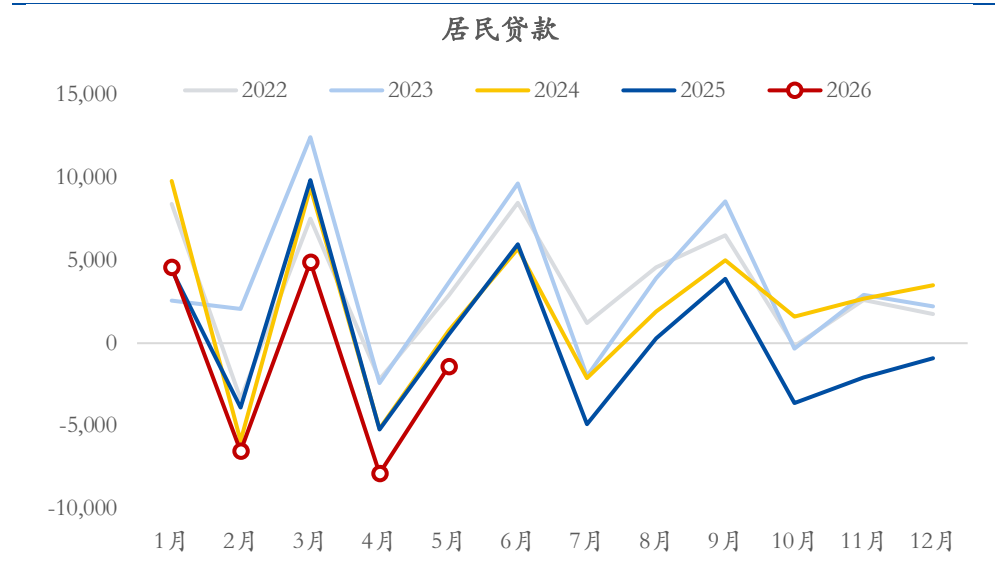


数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

居民贷款需求持续收缩。5月居民贷款减少1412亿元，同比多减1952亿元。其中短贷减少840亿元，同比多减632亿元；中长贷减少571亿元，同比多减1317

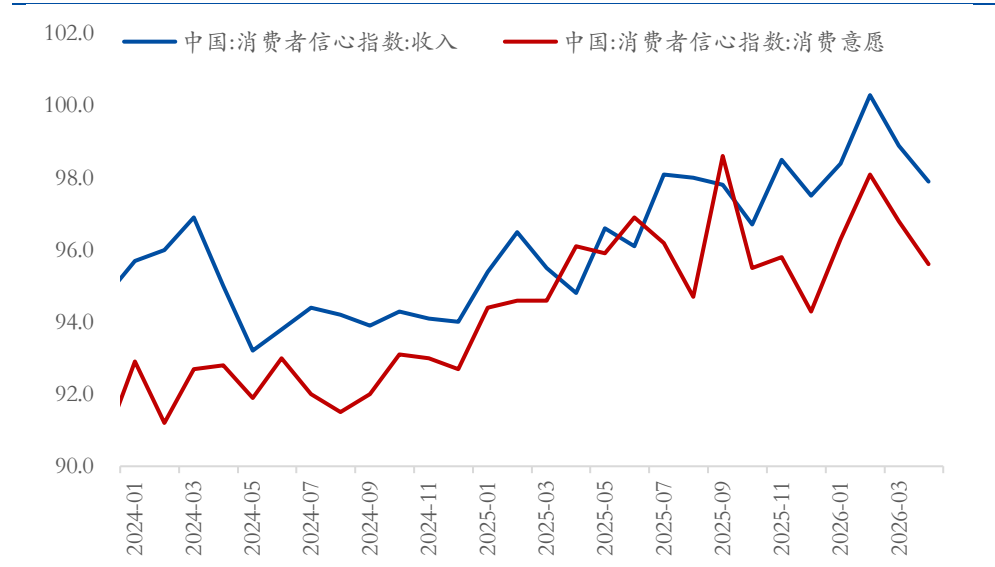
亿。5月的居民中长贷贷款的同比多减幅度较4月有所收敛，可能与近期地产成交面积回暖有关。但仍需注意居民的贷款需求持续收缩，连续两个月净减少。

图6: 居民贷款明显弱于季节性



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

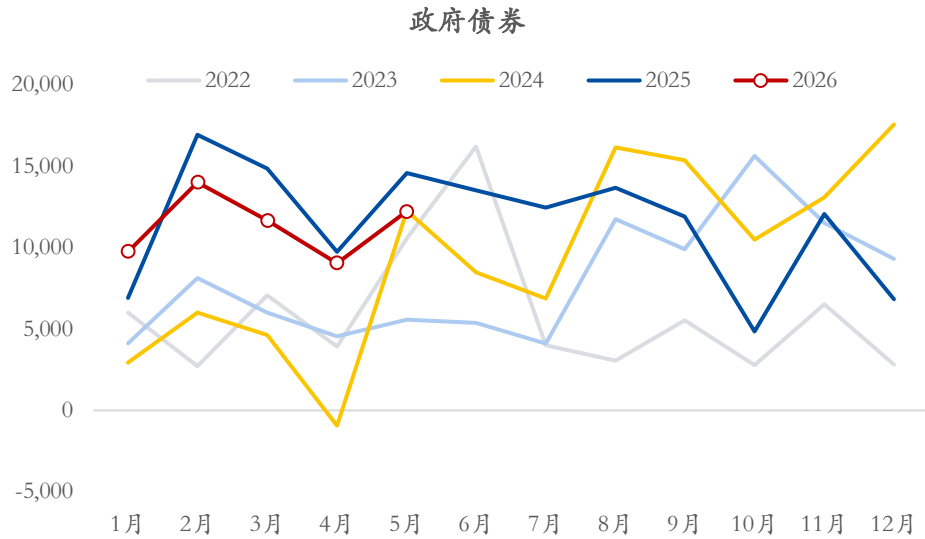
图7: 3、4月消费者信心指数持续下滑



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 指数点。

5月政府债券新增12223亿元，同比少增2362亿元。今年政府债券的发行节奏较去年偏慢。

图8: 5月政府债券规模符合季节性

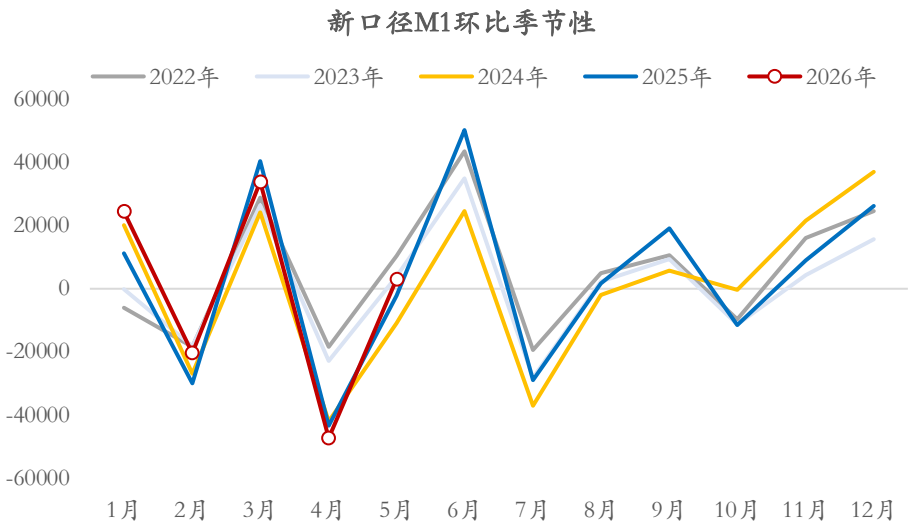


数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

2 货币的供给表现强于需求

5月 M1 同比上升 0.5 个百分点至 5.5%，资金活化程度上升。

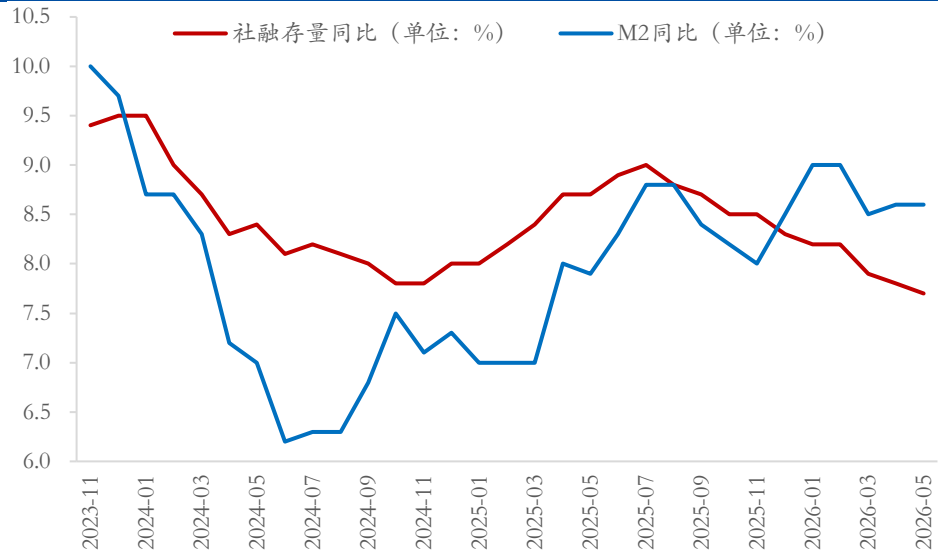
图9: 5月 M1 的环比值符合季节性



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

而5月 M2 同比为 8.6%，与前值持平。但社融存量同比自3月的7.9%持续下降至5月的7.7%，同期 M2 同比不降却小幅上升，指向了货币的供应端与需求端背离程度有所深化。

图10: M2 同比与社融存量同比分化



数据来源: Wind, 财通证券研究所。

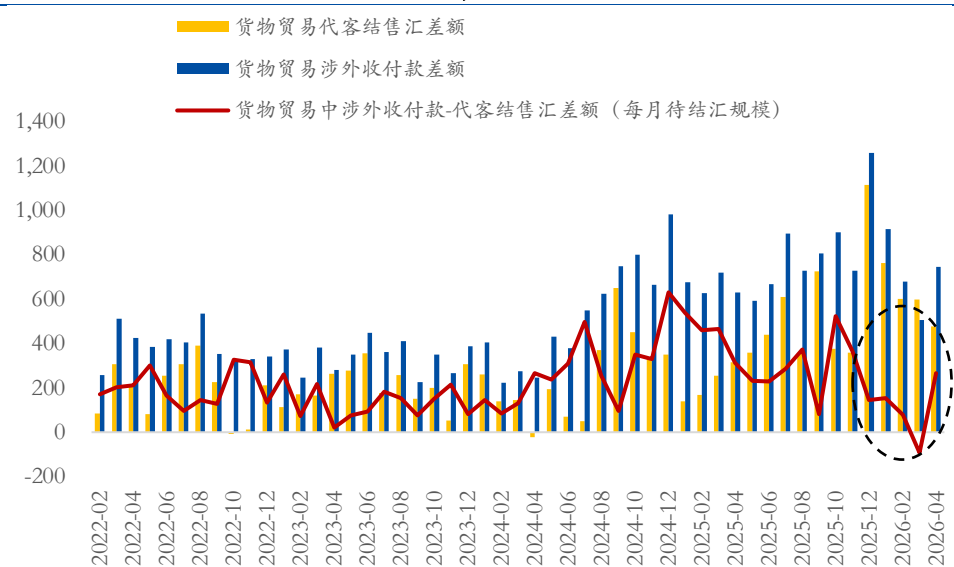
我们理解造成这种原因:

一是近期**跨境资金的结汇流入**，人民币存款上升、推高了企业的存款，但这种存款上升并非通过实体贷款途径，因此社融并未同步变化；

二是来自于**财政资金的下拨**，财政存款直接转化为企业存款，这一途径的变化也不会计入社融；

三是**资金部分淤积于非银体系**，尽管5月的非银存款同比少增500亿元、转为了负值，但今年1-5月非银存款较去年同期增加2.57万亿元，亦支撑了M2与社融增速的背离。

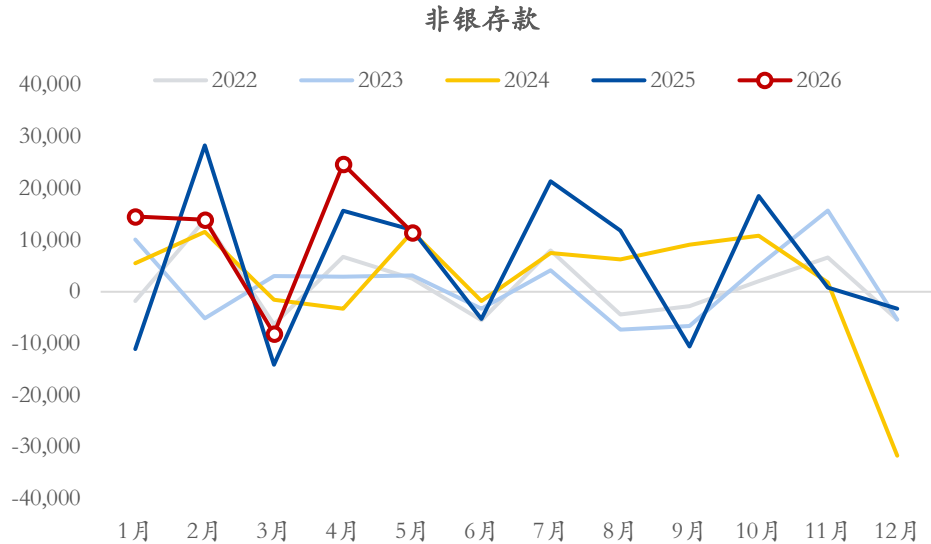
图11: 近期每月待结汇明显较此前减少，跨境资金流入推升存款端



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿美元。

存款端方面，5月非银存款新增11400亿元，同比少增500亿元；财政存款新增7100亿元，同比少增1700亿元；非金融企业存款减少1700亿元，同比少减2476亿元；居民存款减少1100亿元，同比多减5800亿元。

图12: 今年1-5月的非银存款多数强于季节性



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

总体来看，市场对于5月金融数据弱势已有预期，甚至wind一致预期值低于5月实际值。而从结构上来看，5月的传统信贷投放偏弱，企业贷款靠票据融资支撑，居民贷款需求持续收缩。尽管今年以来的直接融资表现出韧性，但仍不能有效对冲信贷的走弱，需求不足情况仍在持续。

3 风险提示

实体需求复苏不及预期: 企业融资依赖票据冲量，内生有效需求暂弱，若后续政策支持减弱，社融与信贷回落加快；

资本市场波动及政策效果不及预期风险: 若后续市场行情走弱、政策传导效果有限，可能扰动货币供应量、存款结构；

国际地缘政治局势变化超预期: 当前，海外经济金融环境较为复杂，地缘政治、海外主要国家的货币政策等都存在不确定性。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。