

## 信用供给改善，信用需求低点或已出现

## 数据：

中国人民银行公布：5月新增人民币贷款1.5万亿元，比去年同期多增200亿元；5月新增社融1.92万亿元，同比少增1.27万亿元。截至5月末，社融存量同比增长11.0%，M2同比8.3%。

## 评论：

- **信贷仍强于季节性，市场融资需求旺盛。从总量上看，“不急转弯”特征明显。**5月新增人民币贷款规模较去年规模走阔，且强于近5年均值（1.38万亿元），明显高于2017-2020年的水平。一方面，信贷增速小幅放缓，代表政策正在回归疫情前的常态；另一方面，整体增量仍较正常水平高出不少，意味着放缓幅度相对温和。**结构上看**，居民中长期贷款回落，企业中长期贷款相对稳定。**贷款结构变化有两点含义**：一是政策约束和房贷利率回升下，居民中长期贷款对地产销售的支持开始明显走弱；二是企业中长期贷款依然较强指向制造业投资和基建投资支撑仍存，今年财政呈现明显的后置特征，后续基建的融资需求对中长期贷款仍然有所支撑。
- **社融增速回落主要受到债券发行放缓拖累。从总量看**，新增社融已超过2019年水平。5月新增社融1.92万亿，同比少增1.27万亿，超过2019年的1.71万亿，但仍然低于近5年的平均值（2.18万亿）；5月社融存量同比增速降至11.0%，较上月下降0.7个百分点。随着经济增速向潜在GDP增速靠拢，信用需求逐渐向均值收敛。**从结构来看**，企业债券融资和政府债券同比少增幅度较大。**社融结构变化有两点含义**：第一，政府债券同比少增较大，一方面由于去年同期高基数原因，另一方面今年地方债今年发行节奏较慢。第二，信用风险上升叠加信用债到期量较多，在风险偏好下降和融资成本上升的背景下，企业通过债券直接融资的数量受到影响。
- **M2同比回升意味着信用供给改善。从总量上看**，M1和M2余额回升，M1同比回落，M2同比回升。M2余额上升1.34万亿，M1余额上升1.14万亿；M2同比为8.3%，较前值8.1%回升；M1同比为6.1%，较前值6.2%回落。**从结构上看**，新增企业存款减少、财政存款增加，新增居民存款和新增非银存款增加。5月份人民币存款增多25600亿元，同比多增2500亿元；其中，住户存款多增1072亿元，非金融企业存款多减1240亿元，财政性存款多增9257亿元，非银行业金融机构存款增加7830亿元。
- **信用供给转向扩张，信用需求低点或已出现。首先，新增信贷变化依然反映政策“不急转弯”特征。**从总量来看，新增信贷同比明显少增但依然强于季节性；从结构来看，居民中长期贷款回落对应地产销售走弱，企业中长期贷款依然较强指向制造业投资较强。**第二，信用供给转向扩张，信用需求低点或已出现。**M2重新转向扩张，意味着信用重新转向扩张；但从结构来看，M2回升主要由居民存款和非银存款上升带动，意味着信用扩张的持续性和趋势性并不强。社融存量增速跌至11%，意味着信用需求或许已经接近年内低点；从结构看，后续随着债券发行进度的加快，社融存量同比增速可能逐渐转向震荡。**第三，需求和供给缺口收窄，短端利率（DR007）保持较低水平，对应流动性在五月份保持较宽松状态。****第四，信用趋于稳定，其对资产估值的影响弱化。**

**风险提示：**货币出现收缩、系统性信用风险爆发、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn  
杨一凡 联系人  
yangyifan@gjzq.com.cn

数据:

中国人民银行公布: 5月新增人民币贷款 1.5 万亿元, 比去年同期多增 200 亿元; 5月新增社融 1.92 万亿元, 同比少增 1.27 万亿元。截至 5 月末, 社融存量同比增长 11.0%, M2 同比 8.3%。

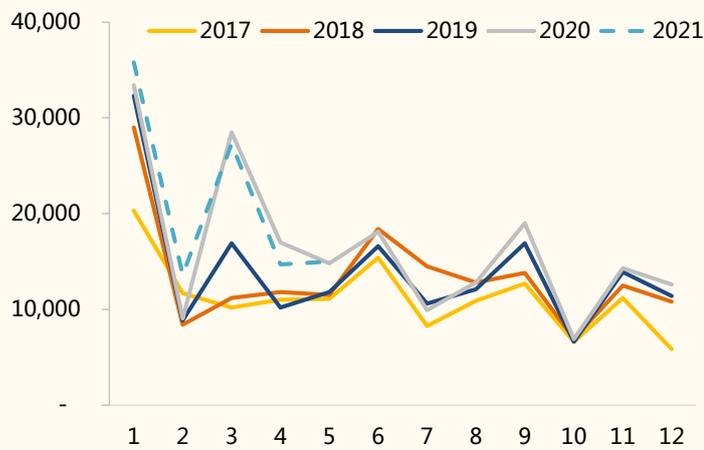
评论:

1. 信贷仍强于季节性, 市场融资需求旺盛

总量上看, “不急转弯”特征明显。5月新增人民币贷款规模较去年规模走阔, 且强于近 5 年均值 (1.38 万亿元), 明显高于 2017-2020 年的水平。一方面, 信贷增速小幅放缓, 代表政策正在回归疫情前的常态; 另一方面, 整体增量仍较正常水平高出不少, 意味着放缓幅度相对温和。

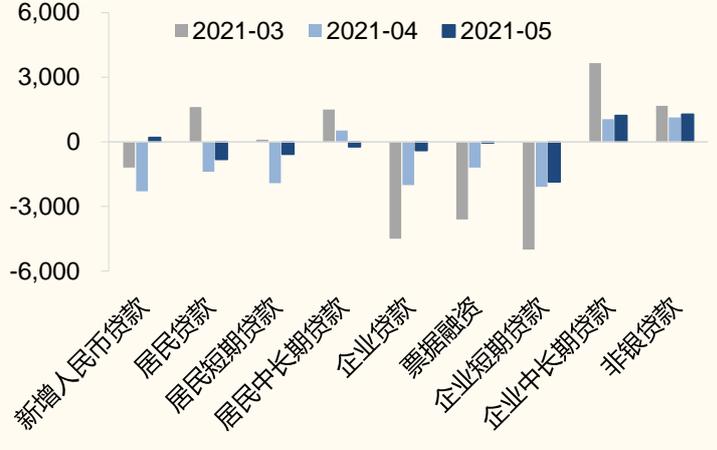
从结构上来看, 居民中长期贷款回落, 企业中长期贷款相对稳定。具体来看, 居民贷款同比少增 811 亿, 其中居民短期贷款同比少增 575 亿、居民中长期贷款同比少增 236 亿; 企业贷款同比少增 402 亿, 其中票据融资同比少增 48 亿、企业短期贷款同比少增 1855 亿、企业中长期贷款同比多增 1223 亿; 非银金融机构贷款同比多增 1284 亿。**贷款结构变化有两点含义:** 一是政策约束和房贷利率回升下, 居民中长期贷款对地产销售的支持开始明显走弱; 二是企业中长期贷款依然较强指向制造业投资和基建投资支撑仍存, 今年财政呈现明显的后置特征, 后续基建的融资需求对中长期贷款仍然有所支撑。

图表 1: 5月信贷仍强于季节性 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 5月信贷同比由负转正



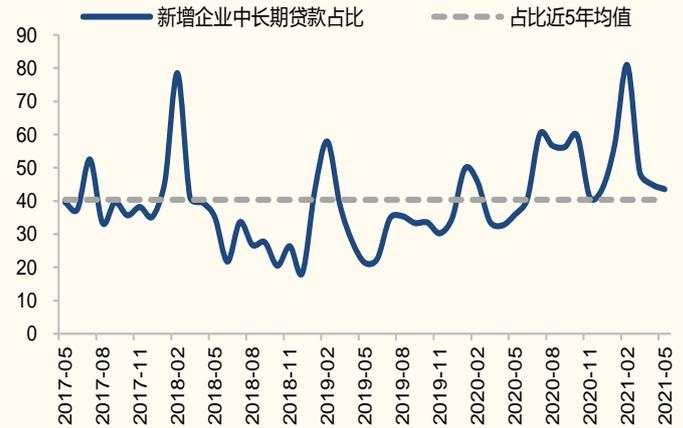
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3：累计新增居民中长期贷款下行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：企业中长期贷款占比回落 (%)



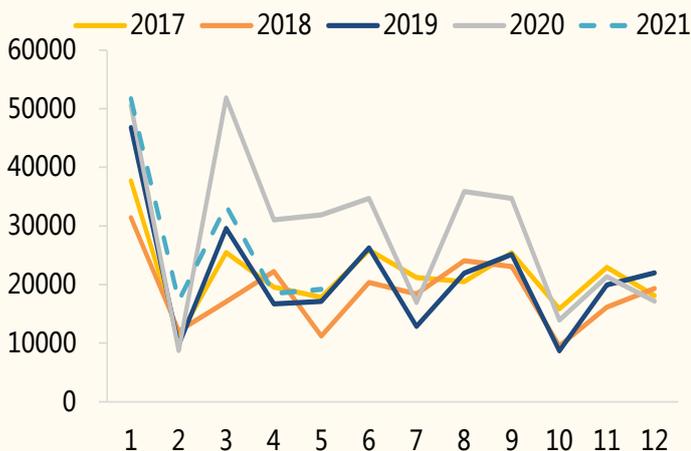
来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 社融增速回落主要受到债券发行放缓拖累

从总量看，新增社融已超过 2019 年水平。5 月新增社融 1.92 万亿，同比少增 1.27 万亿，超过 2019 年的 1.71 万亿，但仍然低于近 5 年的平均值 (2.18 万亿)；5 月社融存量同比增速降至 11.0%，较上月下降 0.7 个百分点。随着经济增速向潜在 GDP 增速靠拢，信用需求逐渐向均值收敛。

从结构来看，企业债券融资和政府债券同比少增幅度较大。具体来看，人民币贷款同比少增 1202 亿，委托贷款同比少增 135 亿，信托贷款同比少增 958 亿，未贴现银行承兑汇票 (表外票据) 同比少增 1762 亿，企业债券融资同比少增 4215 亿，非金融企业境内股票融资同比多增 364 亿，政府债券同比少 4661 亿。社融结构变化有两点含义：第一，政府债券同比少增较大，一方面由于去年同期高基数原因，另一方面今年地方债今年发行节奏较慢。第二，信用风险上升叠加信用债到期量较多，在风险偏好下降和融资成本上升的背景下，企业通过债券直接融资的数量受到影响。

图表 5：5 月新增社融已经回归至正常水平 (亿元)



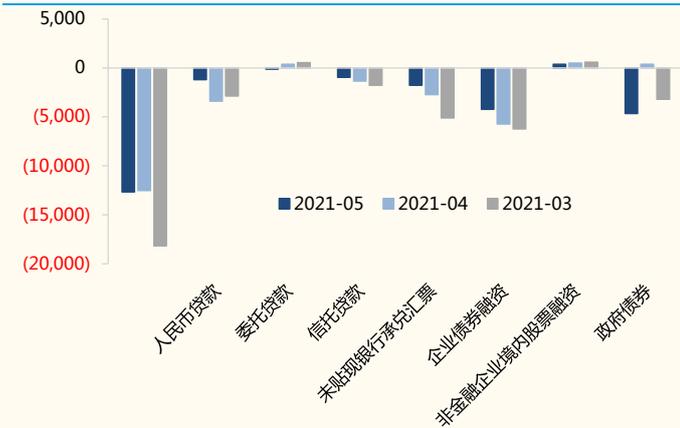
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：5 月社融存量同比增回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：5月社融规模同比少增主要受政府债券影响



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：信用风险上升对民企债券融资的影响较大、对地方国企的影响仍存



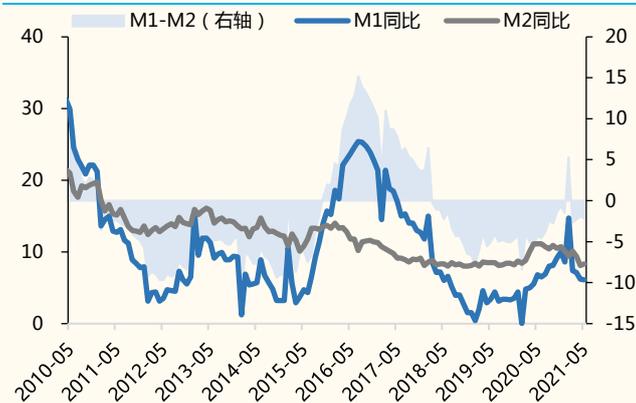
来源：Wind，国金证券研究所

### 3. M2 同比回升意味着信用供给改善

从总量上看，M1 和 M2 余额回升，M1 同比回落，M2 同比回升。M2 余额上升 1.34 万亿，M1 余额上升 1.14 万亿；M2 同比为 8.3%，较前值 8.1% 回升；M1 同比为 6.1%，较前值 6.2% 回落。

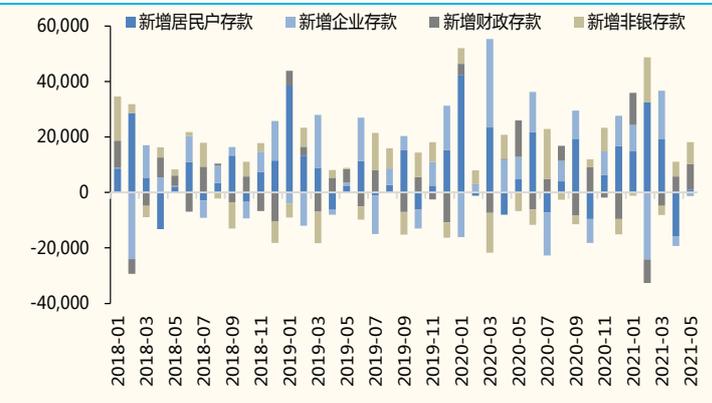
从结构上看，新增企业存款减少、财政存款增加，新增居民存款和新增非银存款增加。5 月份人民币存款增多 25600 亿元，同比多增 2500 亿元；其中，住户存款多增 1072 亿元，非金融企业存款多减 1240 亿元，财政性存款多增 9257 亿元，非银行业金融机构存款增加 7830 亿元。

图表 9：M2 同比回升、M1 同比回落 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：新增存款结构 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

### 4、信用供给转向扩张，信用需求低点或已出现

首先，新增信贷变化依然反映政策“不急转弯”特征。从总量来看，新增信贷同比明显少增但依然强于季节性；从结构来看，居民中长期贷款回落对应地产销售走弱，企业中长期贷款依然较强指向制造业投资较强。第二，信用供给转向扩张，信用需求低点或已出现。M2 重新转向扩张，意味着信用重新转向扩张；但从结构来看，M2 回升主要由居民存款和非银存款上升带动，意味着信用扩张的持续性和趋势性并不强。社融存量增速跌至 11%，意味着信用需求或许已经接近年内低点；从结构看，后续随着债券发行进度的加快，社融存量同比增速可能逐渐转向震荡。第三，需求和供给缺口收窄，短端利率（DR007）保持

较低水平，对应流动性在五月份保持较宽松状态。**第四**，信用趋于稳定，其对资产估值的影响弱化。

**风险提示：**

- 1、流动性收缩导致短端利率出现较大上升；
- 2、信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；
- 3、通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

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\\_20078](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20078)

