

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

市场重回宽信用逻辑

2022年6月11日

- **信贷回升两大支点：需求修复，基数压力缓解。**5月新增信贷超预期，分项上，企业短期资金需求旺盛，中长贷少增幅度收窄，反映出本轮疫情进入扫尾阶段，有效融资需求在修复。居民短贷自去年11月以来首次多增，或与主要城市有序复工复产，重启消费经营活动有关。居民中长贷仍受到房贷拖累，少增幅度较大。票据融资增幅最大，是5月信贷回升的主要原因，反映出信贷投放阻力仍存。后续信贷回升的支点一是实体融资需求修复，二是去年5月居民房贷首次出现下行拐点，基数压力减轻，叠加各地房贷利率下调、限购限售松绑，房贷有望企稳。
- **5、6月份政府债集中发力，拉动社融大幅增长。**5月新增社融规模同比多增8378亿元，增速升至10.5%，主要源于信贷回升与政府债放量。按照国务院最新部署，今年已下达的3.45万亿元专项债额度要在6月底前基本发行完毕。根据最新发行节奏，6月新增专项债发行或达1.4万亿，较去年同期多发约1万亿，有望拉动社融增速抬升，迎来年内首个高峰。
- **M2-M1增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日。**5月M2-M1增速剪刀差扩大至6.5%，当前经济下行压力依然突出，居民就业形势严峻，投资与消费情绪低迷，企业尤其是中小微企业经营困难，对于未来预期仍有待扭转。存款端来看，财政维持支出强度，财政存款同比少增，配合货币政策发力，居民企业存款明显增多。
- **市场重回宽信用逻辑。**未来货币政策有两大发力点，一是活用结构性货币政策工具撬动信贷增长。预计下一阶段货币政策将以结构性发力为主，针对实体融资需求偏弱等主要矛盾，活用结构工具能够“四两拨千斤”，有效支持信贷增长。近期再贷款工具频出，将作为下一阶段政策的主要支点。二是5年期LPR或存在进一步下行空间。国务院最新定调再提“继续推动实际贷款利率稳中有降”，新一轮LPR下调抓手或为存款利率改革，考虑到今年以来短贷需求不弱、稳房贷必要性、期限利差等现实因素，再降5年期LPR的可能性更大。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。



目 录

一、信贷回升两大支点：需求修复，基数压力缓解	3
二、5、6 月份政府债集中发力，拉动社融大幅增长	5
三、M2-M1 增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日	6
四、市场重回宽信用逻辑	7
风险因素	8

图 目 录

图 1：5 月新增信贷实现同比多增，大幅超过市场预期	3
图 2：5 月中下旬票据利率大幅下探，较同业存单收益率差值明显走阔	4
图 3：2021 年 5 月居民房贷下行拐点首次出现	4
图 4：2021 年 6 月以来，各项贷款余额增速首次回升	5
图 5：5 月社融多增主要受信贷和政府债拉动	5
图 6：6 月新增专项债发行或超 1.4 万亿，同比大幅多增	6
图 7：5 月 M2-M1 增速剪刀差小幅扩大	6
图 8：5 月财政存款放量，居民企业存款增多	7
图 9：2021 年末以来再贷款工具频出，将有效支持信贷增长	7
图 10：再降 LPR 抓手或为存款利率改革	8

事件：

6月10日，央行公布5月金融数据：新增人民币贷款1.89万亿元，预期1.41万亿元，前值6454亿元。新增社会融资规模2.79万亿元，前值9102亿元。M2同比增长11.10%，预期10.49%，前值10.50%。

一、信贷回升两大支点：需求修复，基数压力缓解

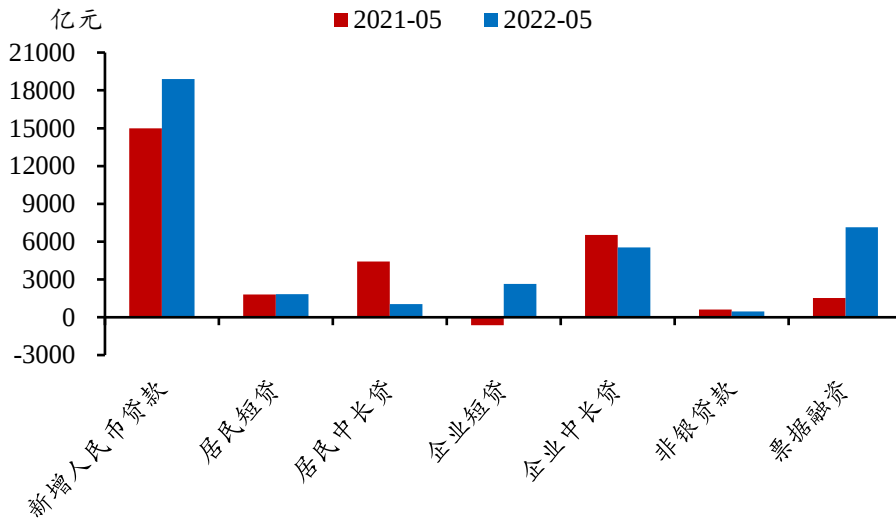
新增信贷实现同比多增，大幅超过市场预期。5月新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3900亿元，超市场预期。分项上看：

1) 企业贷款整体多增，短期资金需求旺盛。企业短贷同比多增3286亿元，一方面去年同期短贷收缩，企业信贷需求聚焦于中长端，导致基数较低。另一方面，今年以来财政支出进度较快、发力基建，施工企业营运资金需求较高，同时3月末以来发生新一轮疫情，央行助企纾困力度较大，推出多项工具支持普惠小微贷款等，有效拉动企业短贷多增。企业中长贷同比少增977亿元，较上月有较明显收窄，反映出随着本轮疫情进入扫尾阶段，有效融资需求逐步修复。

2) 居民贷款整体少增，为最大拖累项。居民短贷同比多增34亿元，自去年11月以来首次实现多增，或与主要城市疫情好转，有序复工复产有关，居民逐步重启消费与经营活动。居民中长贷同比少增3379亿元，仍然受到房贷的明显拖累。

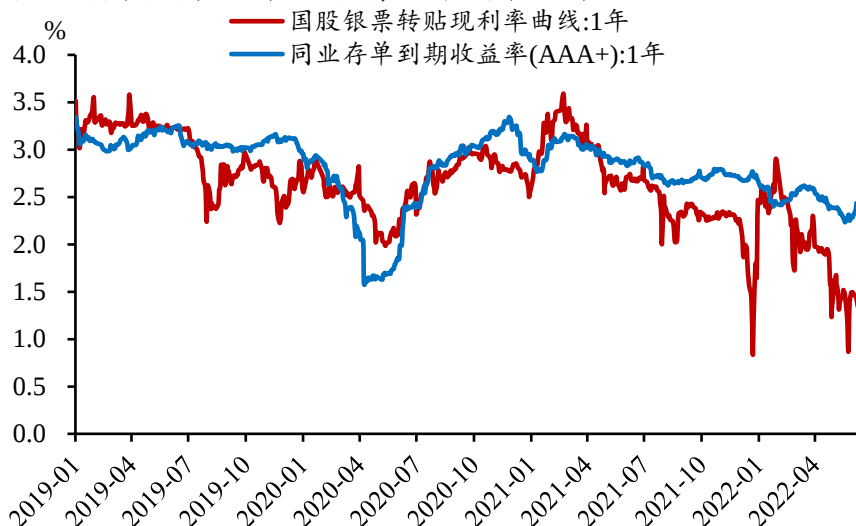
3) 信贷回升主要靠票据。票据融资同比多增5591亿元，是最大支撑项，反映出信贷投放阻力仍存，银行通过做多票据以填充信贷规模。5月中下旬票据利率大幅下探，较同业存单收益率差值明显走阔，6月份以来，利差仍维持在1%以上的高位。

图 1：5月新增信贷实现同比多增，大幅超过市场预期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

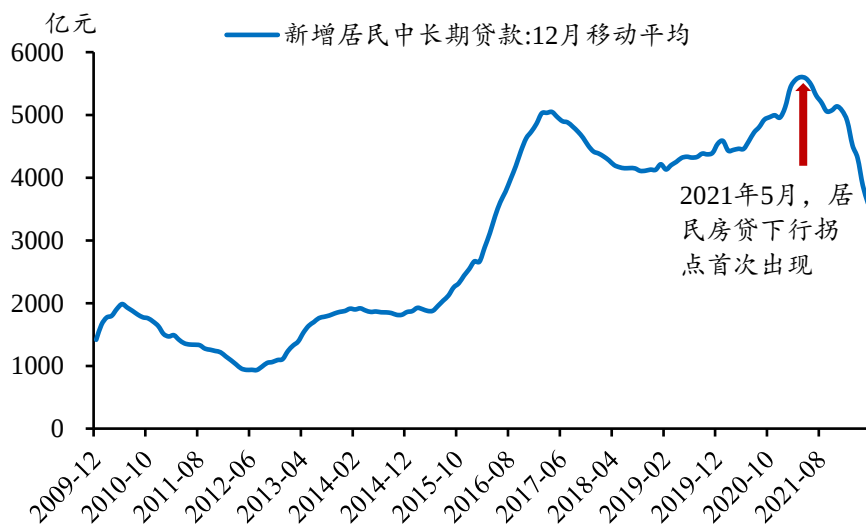
图 2：5 月中下旬票据利率大幅下探，较同业存单收益率差值明显走阔



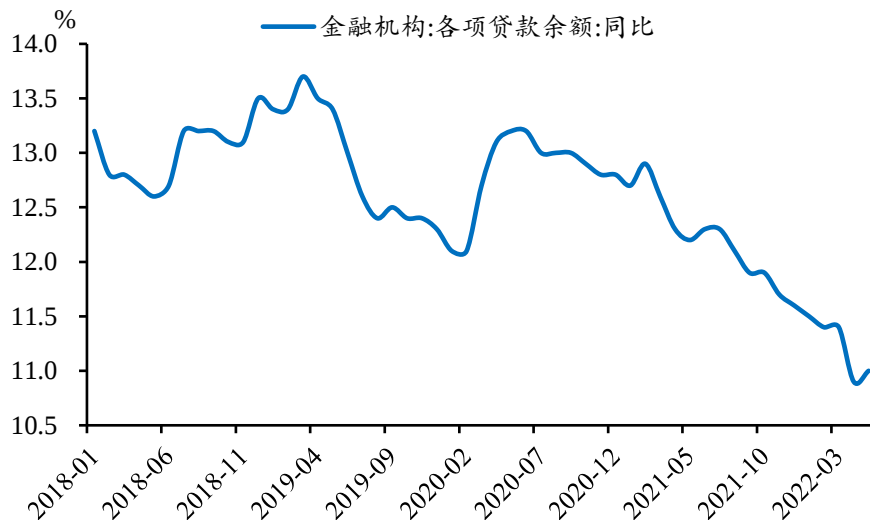
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随基数压力缓解，信贷有望形成回升趋势。疫情的暂时性影响已在逐步退却，一揽子稳经济政策扎实推进，我们判断信贷需求最低迷的时点或已过去。5 月各项贷款余额增速边际回升 0.1 个百分点至 11%，打破了自去年 6 月以来的下行趋势，初步企稳。后续信贷回升的支点一是实体融资需求修复，二是基数压力趋于缓解。去年 5 月，居民房贷下行拐点首次出现，3、4 季度房地产景气持续回落，企业开发贷也开始收缩。下半年，房贷利率下调与各地限购限售松绑形成合力，房贷有望企稳，同时基数压力减轻，对信贷增长的拖累有望缓解。

图 3：2021 年 5 月居民房贷下行拐点首次出现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

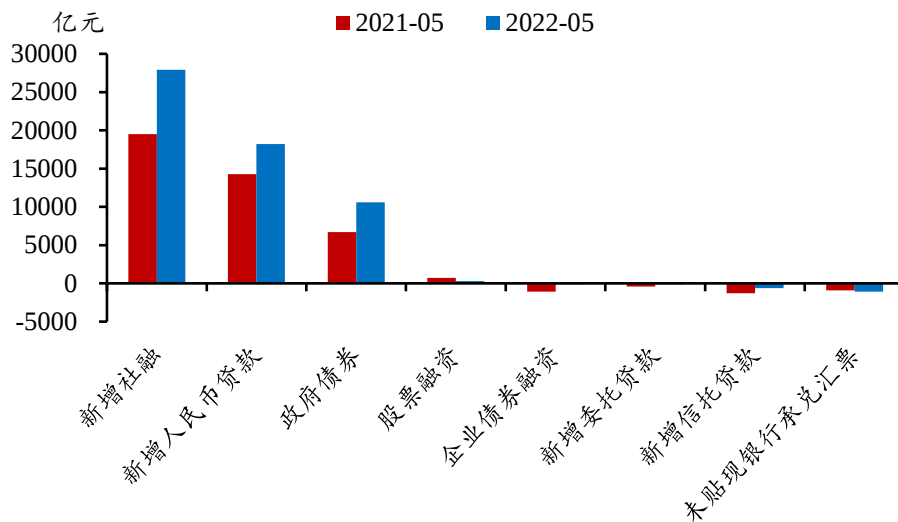
图 4：2021 年 6 月以来，各项贷款余额增速首次回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、5、6 月份政府债集中发力，拉动社融大幅增长

政府债放量拉动社融大幅增长。5 月新增社融规模 2.79 万亿元、同比多增 8378 亿元，社融存量增速 10.5%、边际回升 0.3 个百分点。分项上看，社融回升主要靠信贷和政府债放量，两项分别同比多增 3906、3899 亿元。表外融资三项降幅收窄，合计同比少减 810 亿元，体现为正向贡献。直接融资中，企业债融资同比多增 969 亿元，股票融资同比少增 425 亿元。

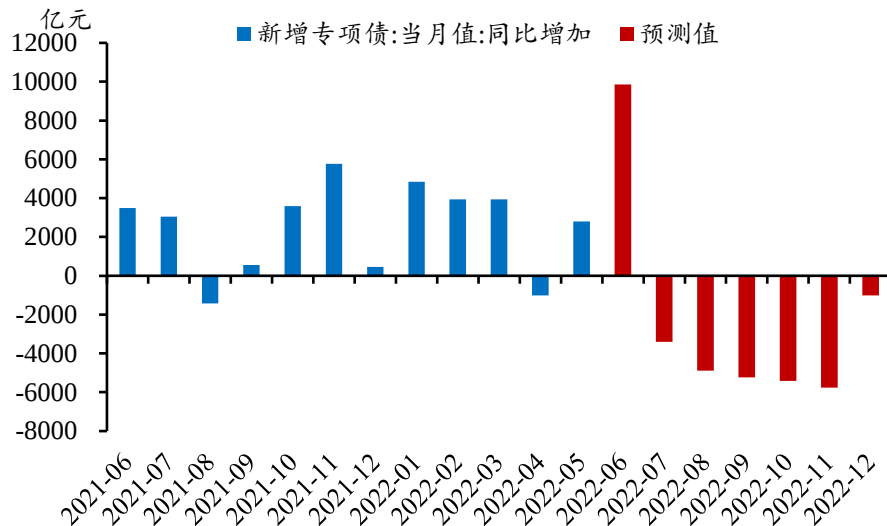
6 月将迎社融增速高峰。按照国务院的最新部署，今年已下达的 3.45 万亿元专项债额度要在 6 月底前基本发行完毕。按照当前发行节奏测算，6 月新增专项债发行或达 1.4 万亿，较去年同期多发约 1 万亿，有望拉动社融增速抬升，迎来年内首个高峰。

图 5：5 月社融多增主要受信贷和政府债拉动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



图 6：6 月新增专项债发行或超 1.4 万亿，同比大幅多增



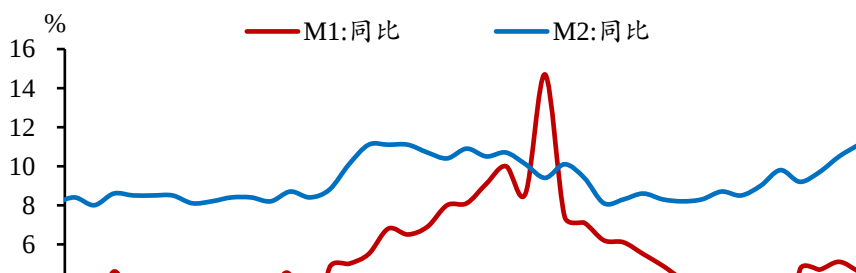
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、M2-M1 增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日

M2-M1 增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日。社融回升支撑 5 月 M2 增速边际上行 0.6 个百分点至 11.1%，M1 增速达 4.6%，较上月下降 0.5 个百分点，M2-M1 增速剪刀差扩大至 6.5%。当前经济下行压力依然突出，居民就业形势严峻，投资与消费情绪低迷，企业尤其是中小微企业经营困难，对于未来预期仍有待扭转。

财政维持支出强度，居民企业存款增多。存款端来看，5 月是上半年企业所得税的汇算清缴时点，财政存款通常多增，居民、企业存款通常少增。2022 年 5 月财政存款同比少增 3665 亿元，反映出财政退税降费支出力度加大，截至 5 月 16 日共 11029 亿元留抵退税款退至纳税人账户，1-4 月全国公共财政支出增速 5.9%，明显高于去年。同时货币政策配合发力，4 月份以来央行推出 4400 亿元再贷款工具纾困实体经济。政策支持下，5 月居民、企业存款分别同比多增 6321、12240 亿元。

图 7：5 月 M2-M1 增速剪刀差小幅扩大



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_42844

