

2022 年 06 月 12 日

证券研究报告—简评报告

社融增量明显改善，M2 增速进一步提升

2022 年 5 月金融数据点评

◎ 投资要点：

分析日期 2022 年 06 月 12 日

证券分析师：王鸿行

执业证书编号：S0630522050001

电话：021-20333311

邮箱：whxing@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

人民银行公布 5 月金融数据与社融规模数据。5 月社融增量环比与同比均改善，月末社融存量增速回升到 3 月末水平。5 月末 M2 增速从高点进一步提升。

◆ 5 月金融数据解读

5 月社融增量超市场预期，体现 5 月中下旬强势的政策执行力。5 月政府、企业、居民部门金融数据具有明显的层次感：政府债券与财政存款靠前发力效果明显，企业信贷大幅改善，居民信贷补回 4 月下降量，这与前期政策发力点和现阶段需求端难点相契合。虽然 5 月社融增量结构性问题依然存在，但当月出现边际改善。鉴于积极政策和全面复工复产将持续推进，同时参考信贷结构在 2020 年 3 月之中数月内的演变过程，我们对未来社融数据结构改善前景偏乐观。展望 6 月，去年同期基数偏高、5 月短贷票据冲量可持续性、与政府债券发行节奏前置等因素将对 6 月社融增量形成干扰，建议将关注重心放在利于社融结构改善的居民与企业中长期贷款、以及 5 月表现不佳的企业债券等分项的增量上。5 月 M2 增速继续高点向上，表明宏观流动性宽松度进一步提升。此外，关注到 5 月 M2-M1 剪刀差进一步扩大。由于当月居民部门存款大幅度回流对 M2-M1 剪刀差扩大有较大贡献，且目前 M2-M1 剪刀差处于 2021 年下半年以来的正常波动区间内，我们认为不宜过度解读本月剪刀差的扩大。

◆ 总量观点

5 月金融数据整体呈现出了总量回升，结构有待进一步改善的特点。这一特征也预示稳增长政策发力正在得到逐步的兑现，经济向企稳的方向继续迈进，但步子还需迈得更大一些。在欧美货币政策收紧的约束下，人民币汇率或将进一步发挥稳定器的作用，为国内货币政策创造空间。虽然海外有输入性通胀的压力，但国内通胀仍然相对可控，货币政策重心在于保就业稳增长，短期继续维持相对宽松的可能性较大。

政策落地的效果决定了经济回升的速度，目前来看仍有待进一步观察，但经济表现最差的时候可能已经过去，这一点相对确定。边际的变化对权益市场构成利好，尤其是基建作为稳增长重要抓手，表现确定性较强。对于债市来说，目前尚处于宽信用的前半程，宽货币可能仍占主导，十年期国债收益率上下均有约束的情况下震荡的可能性较大。

◆ 银行业观点

4 月至 5 月上旬，受区域疫情爆发、房地产销售持续下滑、金融反腐等因素影响，市场关于银行的担忧加重，板块表现低迷。从估值水平来看，随着权重股的明显回调，5 月银行指数 PB 创新低，目前维持在 0.6 倍左右，该估值水平隐含的不良率具有很高的安全边际。5 月中下旬以来，政策明显发力，当月金融数据体现出良好的政策效果。预计 5 月银行业资产增速提升、贷款投放较 4 月明显改善。随着稳增长政策进一步实施，市场关于银行基本面的预期有望改善。建议关注区域经济发达、资产质量优异的区域性银行与头部股份行。

风险提示：房地产违约风险上升，银行业资产质量明显恶化。

相关研究报告

1. 降息重心落向住房贷款，银行净息差受到一定负面影响
2. 社融的冰点与 M2 的高点

正文目录

1. 社融数据详细解读.....	3
1.1. 社融增量明显改善，结构边际向好.....	3
1.2. 流动性宽松度进一步提升.....	5
2. 总量观点.....	5
3. 银行业观点.....	6

图表目录

图 1 5月新增社会融资环比同比均明显改善.....	4
图 2 5月新增人民币贷款环比同比均明显改善.....	4
图 3 5月新增委托贷款同比少减.....	4
图 4 5月新增信托贷款同比少减.....	4
图 5 5月新增未贴现银行承兑汇票同比多减.....	4
图 6 5月新增企业债券融资表现不佳.....	4
图 7 5月非金融企业股票融资同比少增.....	5
图 8 5月政府债券融资同比多增.....	5
图 9 5月 M2 同比增速继续提升.....	5
图 10 破净银行股估值水平隐含不良率安全边际较高.....	6

1. 社融数据详细解读

1.1. 社融增量明显改善，结构边际向好

5月社融增量为2.79万亿元，环比增加1.88万亿，同比多增0.84万亿。结构上看，企业短期贷款与票据融资冲量明显，政府债券发行靠前发力，以上分项对社融增量贡献超过2万亿；企业中长期贷款环比明显改善，新增5551亿元，对社融增量贡献居中；居民贷款补回4月缩量，当月新增2888亿元，对社融增量贡献较少；企业债券发行不佳，直接融资对社融增量贡献微弱；未贴现银承与表外融资负贡献。5月社融增量结构虽依然不均衡，但出现边际改善：居民与企业中长期贷款环比均有所改善。

企业信贷明显改善：5月非金融企业贷款增量（1.53万亿元）环比明显改善，短期贷款增量（2642亿元）、票据融资增量（7129亿元）与中长期贷款增量（5551亿元）环比均明显改善，同比来看，短期贷款与票据融资同比大幅多增（分别多增3286亿元与5591亿元），中长期贷款同比延续少增（少增977亿元）。

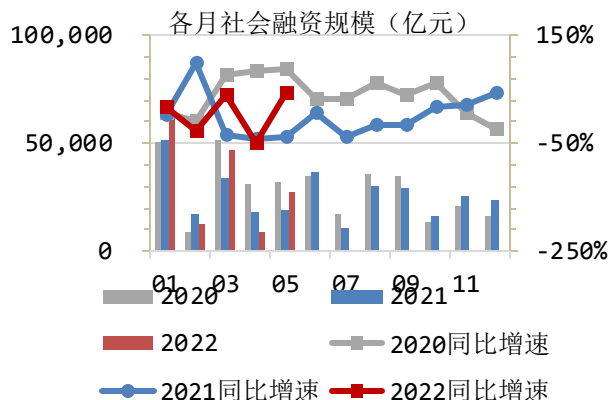
财政靠前发力：5月留抵退税持续发力，财政性存款增量（5592亿元）弱于季节性表现，延续同比大幅少增态势（同比少增3664亿元）；政府债券发行靠前发力，5月新增1.06万亿（V.S. 4月0.39万亿），同比多增3900亿元（V.S. 4月173亿元）。

居民信贷补回4月下降量：5月居民贷款合计增加2888亿元，同比少增3344亿元。其中，5月居民短期贷款增量（+1840亿元）基本补齐4月下降量（-1855亿元）；居民中长期贷款小幅回升，增量（+1047亿元）小幅高于4月下降量（-314亿元）。

参考上一轮疫情来看，未来信贷结构有望得到改善。5月新增人民币贷款中，短期融资占比达61%，与2020年3月疫情后的情况相似，彼时短期融资占比达56%。2020年3月后，短期融资占比连续4个月下降，2020年7月转为净减少，并在近1年时间内均位于相对低位。另外，2020年3月人民币贷款整体新增2.85万亿元，为历史高位。所以，上一轮疫情后信用的恢复，是由短期融资率先推动。

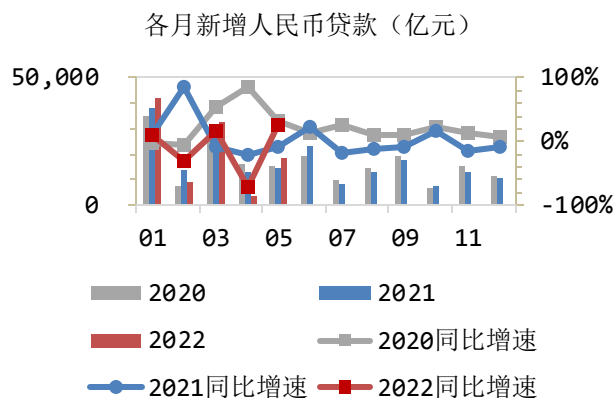
6月社融存在扰动因素，积极关注社融结构改善。5月短期贷款与票据融资冲量较高，政府债发行节奏前置，以上分项6月表现将存在不确定性。基数方面，去年6月居民经营性贷款、企业中长期贷款增量基数偏高。以上因素可能会扰动6月社融数据环比和同比维度的表现。建议将关注重心放在有利于结构改善的居民与企业中长期贷款，以及5月表现低迷的企业债券等分项的增量上。当前政策铺垫充分，市场流动性无忧，全面复工复产后，需求端改善值得期待，我们对未来社融结构改善前景偏乐观。

图 1 5月新增社会融资环比同比均明显改善



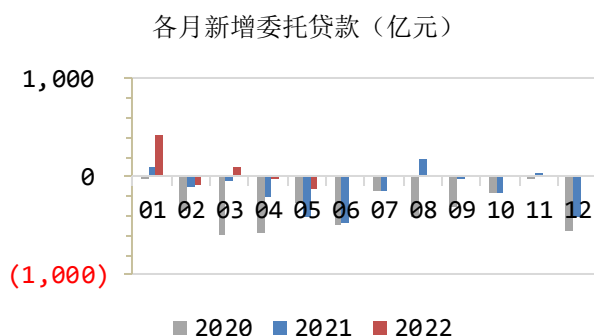
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 2 5月新增人民币贷款环比同比均明显改善



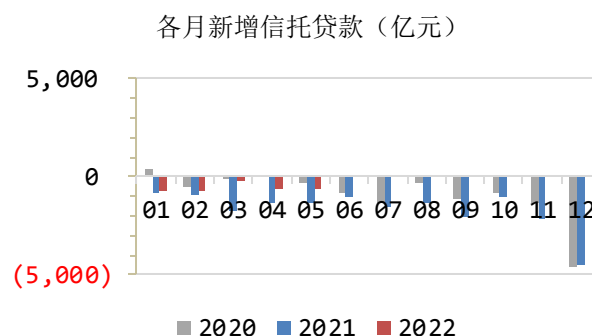
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 3 5月新增委托贷款同比少减



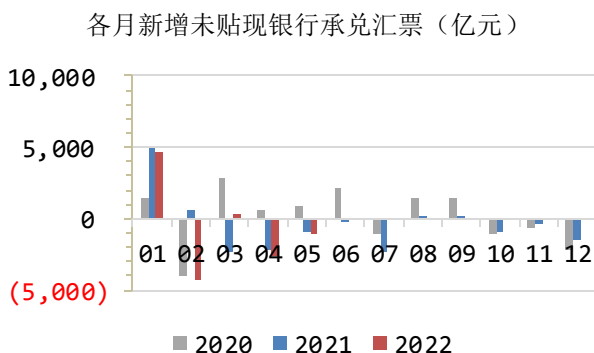
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 4 5月新增信托贷款同比少减



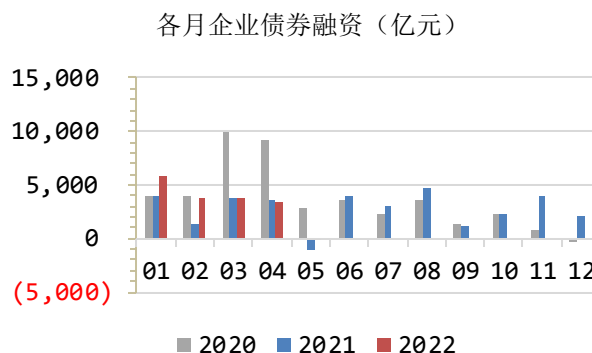
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 5 5月新增未贴现银行承兑汇票同比多减



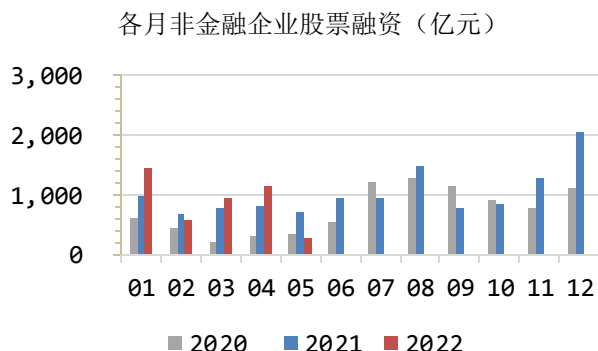
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 6 5月新增企业债券融资表现不佳



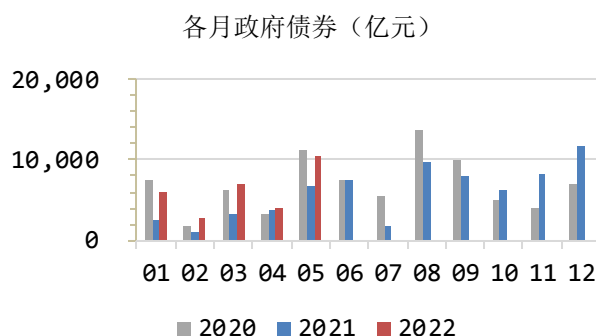
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 7 5月非金融企业股票融资同比少增



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 8 5月政府债券融资同比多增

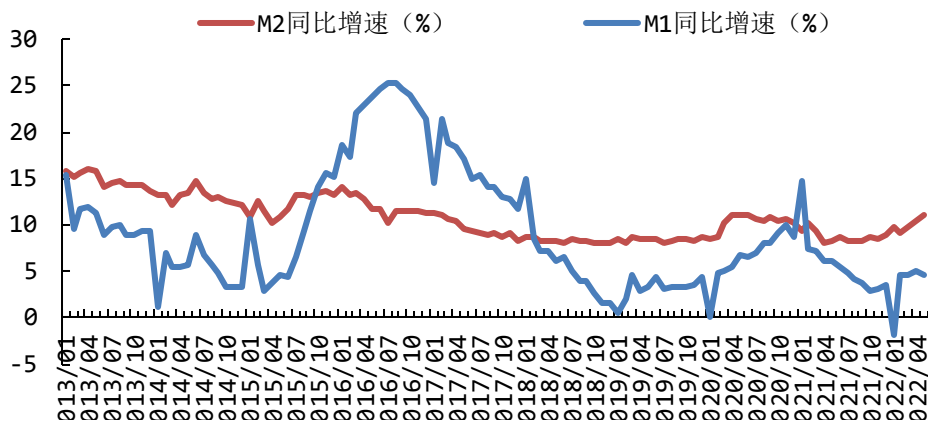


资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

1.2.流动性宽松度进一步提升

5月末，M2同比增速继续上升0.6个百分点至年内新高11.10%。M2增速与M1增速剪刀差扩大1.1个百分点至6.5个百分点。本月居民存款较大幅度回流（5月居民存款增加7393亿元，远高于居民贷款增加额，或较多来自企业部门的转移）对M2增速提升有较大贡献。由于该因素没有趋势性，且当前M2-M1剪刀差也处于2021年下半年以来的波动区间内，因此，不宜将M2-M1剪刀差扩大解读为企业经营活跃度下降。

图 9 5月M2同比增速继续提升



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_42863

