

融资结构的弱改善

——5月金融数据点评 20220610

报告日期: 2022-06-10

首席分析师: 颜子琦

执业证书号: S0010522030002

电话: 13127532070

邮箱: yanzq@hazq.com

分析师: 张伟

执业证书号: S0010522030003

电话: 18811507660

邮箱: zhangwei@hazq.com

研究助理: 杨佩霖

执业证书号: S0010122040030

电话: 17861391391

邮箱: yangpl@hazq.com

主要观点:

● 事件:

5月10日,央行发布2022年5月金融数据。5月,M2同比增长11.1%,增速较上月提高0.6pct,较去年同期提升2.8pct;社会融资规模新增2.79万亿元,较去年同期多增8,399亿元;社融存量同比增长10.5%,环比提升0.3pct。

● 结构有限改善,社融-M2倒挂加剧。

5月的金融数据呈现出总量明显好转,结构有限改善的特征,其中总量的好转程度超出市场预期。此外,社融、M2增速的倒挂较上月而言进一步加剧,可能仍然由留抵退税等财政支出和资金空转共同引起。

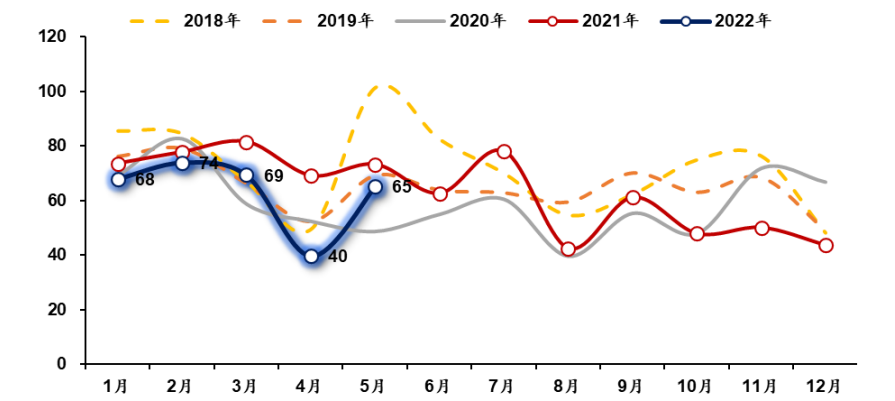
往后看,5月23日央行信贷形势座谈会基本确立了金融系统全力促进宽信用、政策决心和金融机构的意愿毋庸置疑,关键还是在于实体部门融资需求是否会有实质性的改善,来自财政、政策行的逆周期调节仍然十分重要。

◆ 社融几乎全线发力

5月新增社融2.79万亿元,同比多增8,378亿元,较为明显地超出了季节性规律。从对增量的贡献程度来看,人民币贷款、政府债券各贡献了社融多增规模的47%,是社融总量回升的主要驱动项,除这两项外,其余分项基本也有改善的迹象。

1) 投向实体的新增信贷同比多增。5月,投向实体部门的人民币贷款新增1.82万亿元,同比多增3,906亿元,为近5年同期最高值。信贷在新增社融中的占比也由4月的40%大幅提升至65%,基本回归到季节性水平。

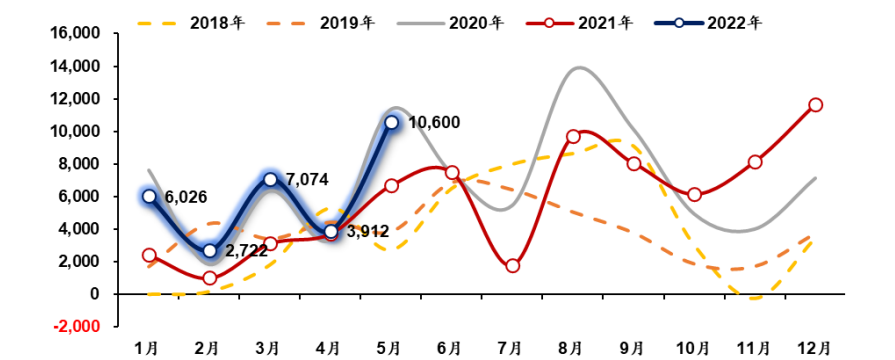
图表 1 人民币贷款在新增社融中的占比回归到季节性水平（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 政府债券融资对标 2020 年，预计对 6 月社融的支撑作用更强。5 月，社融口径下政府债券净融资 1.06 万亿元，同比多增 3,899 亿元，占新增社融的 38%，占比小幅回落 5pct。从融资量上看，前 5 个月政府债发行节奏与 2020 年基本一致，但在 6 月可能会超出 2020 年同期。由于财政部要求 6 月底之前将新增专项债基本发行完毕，因此 6 月政府债的供给会进一步放量，我们预计 6 月政府债净融资规模大概率会创下历史新高，从而对 6 月社融形成更加有力的支撑。

图表 2 政府债融资的节奏与 2020 年基本一致（单位：亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 非标融资继续改善，是宽信用的另一个体现。与前两个月一样，5 月表外三项（信托贷款+委托贷款+未贴现银行承兑汇票）继续边际改善。5 月表外三项合计减少 1,819 亿元，同比少减 810 亿元，环比少减 1,355 亿元。从原因上来看，我们认为有两种可能：一是资管新规过渡期结束，非标融资的整改力度有所放缓；二是伴随着前期地产违约的增加，信托展期规模可能有所提升，被动减少了偿还量。

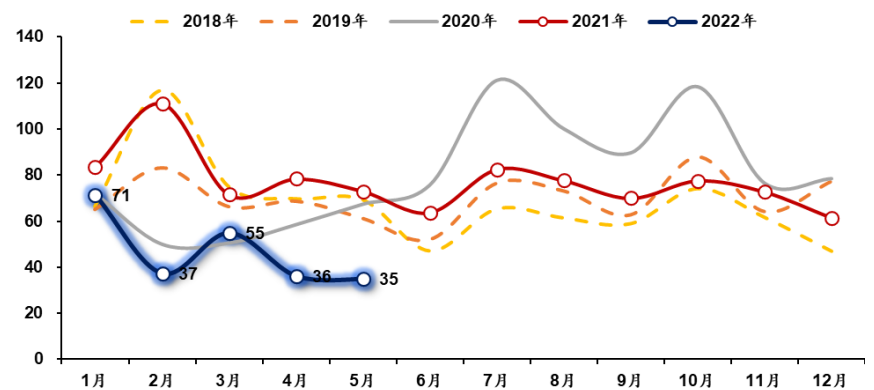
4) 如何理解企业债券和非金融企业股票融资的回落？5 月，企业债券融资减少 108 亿元，环比多减 3,587 亿元，同比少减 969 亿元；非金融企

业境内股票融资 292 亿元，环比少增 874 亿元，同比少增 425 亿元。是否意味着实体企业直接融资遇到了较大的阻碍？实际上，**两项直融数据的回落，更多是技术性原因**。债券方面，由于发债主体需要在 4 月 30 日之前披露年报，导致发行材料在年报披露以后需求进行更新，所以历年 5 月企业债券的融资规模都处于较低的水平。股票方面，由于 4 月股票市场出现了较大的回撤，出于稳定金融市场的考虑，适当放缓 IPO 节奏也是较为常见的技术性手段。

◆ 信贷结构有所改善，但仍然偏弱

信贷的结构仍然处在偏弱的状态下。5 月人民币贷款同比多增 3,900 亿元，而短贷和票据合计同比多增 8,911 亿元，中长期贷款同比少增 4,356 亿元。中长期贷款占比约为 35%，较 4 月小幅回落 1pct。也就是说，5 月超预期好转的信贷数据，仍然主要靠期限偏短的投放来进行支撑，实体部门真实融资需求仍然较为疲软。

图表 3 中长期贷款的占比基本与 4 月持平（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

但相比于 4 月，信贷的结构还是存在一定程度的边际改善。一方面，票据融资的占比有了明显的回落，尽管票据融资同比多增的幅度仍然在提升，但相比于 4 月，短期贷款已经终结了净偿还状态，并且实现了同比多增，信贷投放的期限较 4 月有一定的拉长。另一方面，中长期贷款在 4 月同比少增 9,184 亿元，而 5 月则收敛到了 4,356 亿元，改善幅度超过 50%；而看企业中长期贷款的话，改善程度更加明显，同比仅少增 977 亿元，基本回到了季节性水平。

也就是说，对 5 月信贷结构拖累较大的实际上是居民中长期贷款，反映的是居民购房意愿仍然没有明显改善。但相比于 2 月和 4 月净偿还的情况来说，5 月居民中长期贷款已经处在边际改善的过程中了，尽管改善幅

度并不算明显。

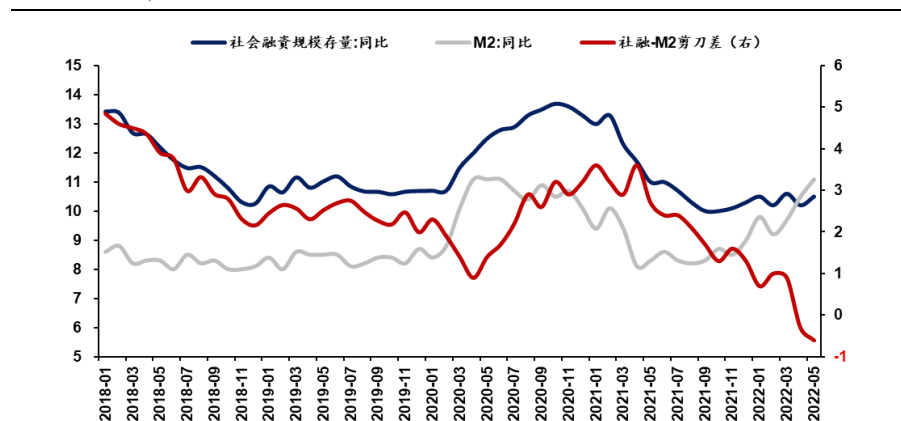
◆ “社融-M2”剪刀差继续走阔

5月，“社融-M2”剪刀差录得0.6%，在负值区间进一步走阔0.3pct。

从5月财政存款同比少增3,665亿元来看，留抵退税等财政加速支出带来的存款增加仍然是M2高增的原因之一。5月M2同比多增约1.39万亿元，其中由信贷投放贡献3,900亿元，财政存款少增贡献3,665亿元。剔除掉这两项后，其他渠道还贡献了大约6,400亿元的M2多增量。

参考我们在《详细拆解一下“社融-M2剪刀差”》中总结的四种导致社融、M2分化的主要原因，我们认为银行拆放非银、而非银未向实体部门投资也是引起M2高增的主要原因之一。从这个角度出发，当前受到实体部门需求恢复偏慢和流动性宽松的共同影响，资金在金融系统内部空转的情况可能仍然存在。

图表4 5月，“社融-M2”剪刀差继续在负值区间走扩（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

● 投资策略：疫情影响交易节奏，但下行空间有限

对债市而言，5月总量强、结构弱的金融数据基本在市场预期之内，对债市的影响较为有限，关键在于后续实体部门融资需求能否驱动融资结构出现实质性的改善。

从经济周期本身出发，在需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力下，实体部门自身进行修复的动力偏弱，仍然需要财政政策提供更多的逆周期需求。我们认为，6月1日国常会提到的调增8,000亿元政策行信贷可能是当前的破局点。从历史数据看，2009年、2015-2017年、2019-

2021 年三轮稳增长周期都离不开政策行的身影，当前也不例外。并且，结合 6 月 8 日郑州市长接受采访所提到的承接国开行 3,000 亿元棚改资金来看，政策行稳增长发力已经在推进的过程中。

10 年期国债收益率已经到了 2.75% 的水平，在稳增长已经开始发力的情况下，利率进一步下行的空间已经较为有限，我们并不建议在当前位置再去追涨。

不过，短期来看，由于近期疫情再次出现了反复的迹象，可能会扰动市场预期，从而影响到短期债市的交易节奏。

此外，政策行的发力，意味着特别国债等增量财政政策出台的概率有所下降，可能与当前市场主流预期存在出入，建议关注这部分预期差带来的交易性机会。

● 风险提示

疫情反复具有不确定性。

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_42873

