

宏观点评

社融总量增、结构差，降准降息又可期

事件：2022年5月新增人民币贷款1.89万亿，预期1.4万亿，去年同期1.5万亿；新增社融2.79万亿，预期2.37万亿，去年同期1.92万亿；社融增速10.5%，前值10.2%；M2同比11.1%，预期10.5%，前值10.5%；M1同比4.6%，前值5.1%。

核心结论：只是规模回升、结构未见改善，短期紧盯降准降息、核心一二线松地产。

1、总体看，信贷、社融规模大升，超季节性也超预期，但结构仍差：经历了4月“腰斩”，5月信贷、社融新增规模环比和同比均大幅回升，社融增速抬升0.3个百分点至10.5%，主贡献是企业短贷、票据冲量、地方债，“遗憾”的是，结构仍差，集中表现为：按揭贷款虽重回正增长，但同比大幅少增、已连续6个月同比少增，再叠加M2大幅回升但M1回落，指向地产景气仍差；企业中长贷连续2个月同比少增，票据超季节性高增、延续冲量特征，企业短贷大幅多增，均指向实体融资需求未见改善。

2、继续提示：事情正在起变化，6月可能是经济和市场的分水岭。维持此前判断，“政策底”确认，“执行底”也被确认，“经济底、市场底”可能仍要磨；经济和市场能否走出底部，6月是可能是分水岭。这一论断背后的核心逻辑是我们4月以来反复强调的“4大矛盾”正在起变化，即：防疫情 VS 稳增长；抓落实 VS 换届、问责；新政策（松地产等）VS 硬约束；稳外部 VS 美联储、俄乌、中美博弈。

3、短期有4点关注，尤其是降准降息、核心一二线城市松地产：1) 6月信贷、社融有望延续多增，社融增速也有望延续抬升，紧盯专项债实际发行规模；2) 下半年稳增长“资金缺口”较大，6月或7月降准降息的可能性进一步提升；3) 房地产仍是本轮宽信用的关键，继续提示北上深杭等核心一二线很可能松地产；4) 美联储收紧节奏，6月15日开会，加息50bp几成定局，重点是后续加息路径和美国通胀走势。

4、具体看，5月信贷社融的主要特征如下：

1) 新增信贷超预期回升，但结构仍差：按揭贷款虽重回正增长，但同比大幅少增、已连续6个月同比少增，指向地产景气仍差；企业中长贷连续2个月同比少增，票据超季节性高增、延续冲量特征，企业短贷大幅多增，均指向实体融资需求未见改善。

>总量看，5月新增信贷1.89万亿、同比多增3900亿，高于季节性水平（近三年同期均值1.39万亿），也高于市场预期1.4万亿。其中，居民贷款新增2888亿，同比少增3344亿，已连续7个月同比少增；企业贷款新增1.53万亿，由上月的少增1768亿转为同比大增7243亿；非银贷款新增461亿，连续3个月同比少增。

>按揭贷款虽然转正，但同比大幅少增、也是连续6个月同比少增，指向地产景气度仍差。5月居民短期贷款新增1840亿，同比多增34亿，此前连续6个月同比少增；居民中长期贷款新增规模由负转正为1047亿、同比大幅少增3379亿，也是连续6个月同比少增，指向地产景气度仍差、宽松效果并未显现。

>企业中长贷延续同比少增，票据超季节性高增、延续冲量特征，均指向实体融资需求仍差。5月企业短贷新增2642亿，同比多增3286亿，明显高于季节性（近三年均值592亿），可能与疫情冲击下企业经营性现金流压力加大有关；企业中长期贷款新增5551亿，同比少增977亿，连续2个月同比少增；票据融资新增7129亿，同比多增5591亿，明显高于季节性（近三年均值1419亿），单月新增规模再创历史新高，延续的是票据冲量；综合看，还是反映了实体融资需求差。

2) 社融回升超预期也超季节性，企业短贷、票据冲量、地方债是主贡献；社融增速抬升至10.5%，鉴于6月专项债将多发，指向6月社融增速有望延续走高。

>总量看，5月新增社融2.79万亿，同比多增8378亿，高于预期2.37万亿，也超季节性（近三年均值2.28万亿）；5月社融存量增速抬升0.3个百分点至10.5%。

>结构看，5月社融口径的新增人民币贷款1.82万亿，同比多增3906亿，明显高于季节性（近三年同期1.39万亿），是5月社融的主要拉动项；政府债券融资新增1.06万亿，同比多增3899亿，是5月社融的另一拉动项；企业债券融资由正转负为-108亿，扣除城投债融资（5月城投债净融资156亿）后进一步下滑，指向实体企业融资意愿仍偏弱；表外融资减少1819亿，同比少减810亿，信托贷款是主要贡献项。

>往后看，6月社融在专项债带动下有望进一步冲高，再往后仍要看房地产松动效果：5.30财政支持稳住经济大盘会议指出，要确保“在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”。预计6月新增专项债规模达1.4万亿左右，将推动6月社融进一步抬升。再往后看，专项债对社融的拉动将明显减弱，地产松动效果是关键。

3) M2大升、M1回落，M2-M1剪刀差再度走阔，仍指向地产弱、资金活跃度低。

>5月M1同比4.6%，较上月回落0.5个百分点，可能与地产以及基建投资放缓等有关；M2同比11.1%，较上月抬升0.6个百分点，主要与社融改善以及财政延续积极等有关。存款端，5月新增存款3.04万亿，同比多增4800亿，其中：财政存款新增5592亿，同比少增3665亿，指向财政存款投放继续加快。此外，M2-M1剪刀差延续走阔，地产销售疲软仍是主拖累（5月30城地产销售面积同比-48.3%）。

风险提示：疫情、政策力度、外部环境等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

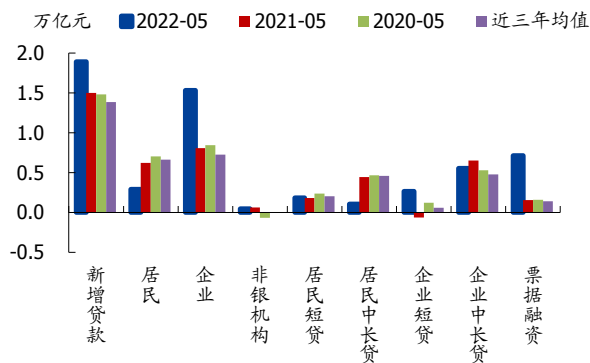
执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

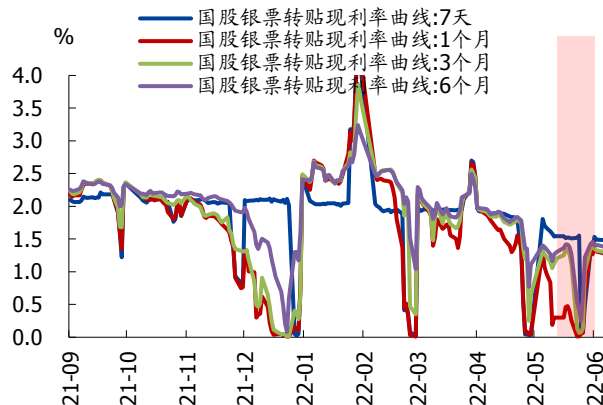
- 1、《6月可能是分水岭，有6条线索》2022-06-06
- 2、《新一轮“大礼包”的开始—单边降LPR七点理解》2022-05-20
- 3、《房贷“再负”，社融“腰斩”，有望“降息”》2022-05-13
- 4、《两“新增”&三“没变”—央行Q1货币政策报告7信号》2022-05-10
- 5、《不一样的反转—逐句解读4.29政治局会议》2022-04-29
- 6、《年内有可能发行特别国债吗？》2022-05-06

图表 1: 5月新增贷款明显超预期



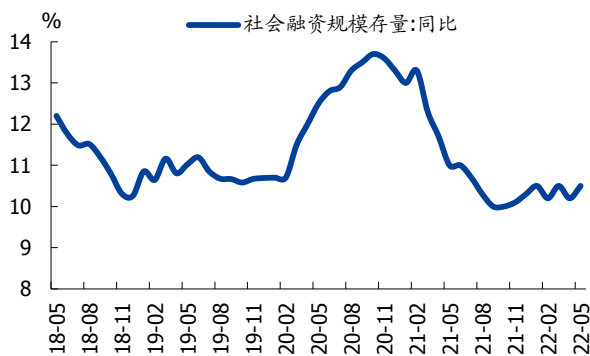
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 5月底国股银票转贴利率大幅下行



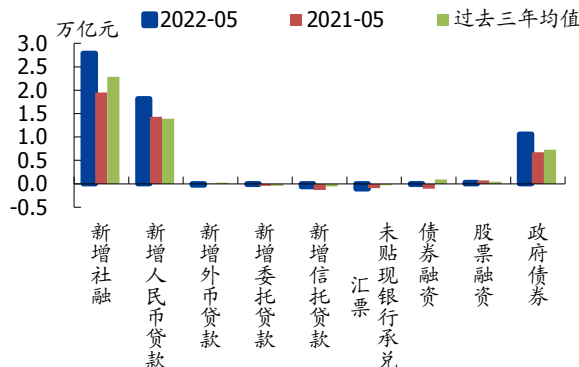
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 5月存量社融增速抬升至 10.5%



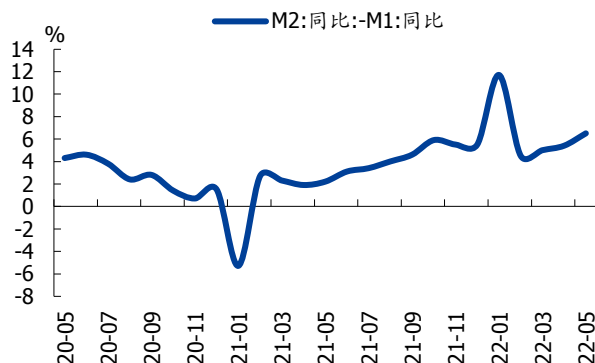
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 5月新增社融超预期, 信贷和政府债券是主要贡献项



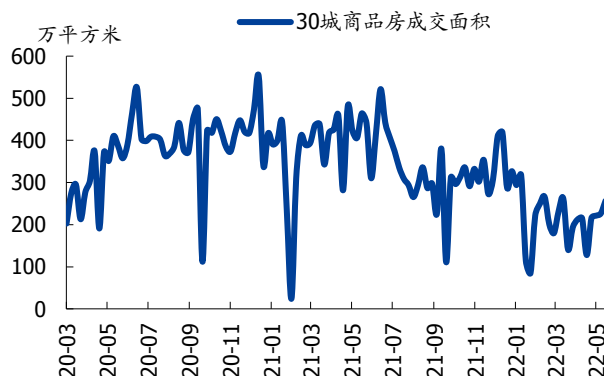
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: M2-M1 剪刀差继续走阔



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 5月 30 城商品房销售面积同比回落 48.3%, 未见明显好转



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北 京

上 海

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_42880

