

总量研究

融资边际回暖，政策仍需护航

——2022年5月金融数据点评

要点

事件：2022年6月10日，中国人民银行公布2022年5月货币金融数据。人民币贷款新增1.89万亿元，同比多增3920亿元，前值6454亿元；社融新增2.79万亿元，同比多增8399亿元，前值9102亿元，存量同比增速10.5%，前值10.2%；M2增速11.1%，前值10.5%。

核心观点：5月新增社融和信贷均高于市场预期和去年同期水平，主要受益于政府债券前置发行和票据融资冲量。另外，在国内疫情影响趋弱、多地放松限贷限购以及一系列消费刺激政策的助推下，居民和企业部门融资均呈现出了明显的边际改善，但就绝对水平而言，仍处于较为低迷的水平。

展望来看，在不考虑新增政府债务额度的情况下，政府部门净融资对新增社融的影响，关键在于融资节奏，而非融资高度，目前专项债发行已近尾声，二季度后对新增社融的推动作用将明显减弱。因而，居民和企业部门净融资修复的斜率，将是社融增速能否持续企稳的关键，而这又取决于两个关键因素，一是房地产调控的放松力度是否能够修复居民部门的信心，二是国内疫情是否还会再次大范围扩散。因而，在融资难言企稳的背景下，预计货币政策的宽松力度易强难弱，各类刺激需求端的稳增长政策仍将加码出台。

融资：融资波动加大，需求仍未企稳

从经济部门视角来看，企业部门和政府部门是5月加杠杆的主要部门，居民部门连续7个月拖累新增社融，但5月拖累作用边际小幅走弱，“实体弱、政策进”的融资主旋律仍未发生明显改变。

居民端来看，一方面，从30个大中城市的商品房销售数据来看，无论是销售套数，还是销售面积，今年以来的商品房销售数据相较往年同期仍然较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势，但随着年后多地放松限购限贷监管，这一态势开始呈现边际走弱迹象。另一方面，随着5月国内疫情反复程度有所减弱，社交管制等限制措施放开，以及上海、青岛等多地推出一系列消费刺激措施，居民消费和短期信贷均出现一定程度的改善。

企业端来看，5月对公贷款仍然主要靠票据融资和企业短贷支撑，企业中长期贷款虽有改善，但依旧较为低迷。一则，商品房销售维持低迷拖累房企新开工意愿，出口景气度下行和疫情存在不确定性，限制制造业企业投资扩产意愿。二则，在乌克兰危机、全球供应链受阻等多重因素的扰动下，要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。中长期信贷需求的回升，仍然需要释放商品房的合理需求，以恢复房地产行业的信心。另外，积极推动重大项目、基建投资落地也是催生配套贷款的重要途径。

货币：资金活力边际走弱，实体信心有待修复

5月M1-M2同比增速由-5.4%下行至-6.5%，表明资金活力延续走弱，反映出疫情所带来的不确定性影响，对实体部门的预期冲击仍有待修复。5月社融存量同比增速10.5%，M2同比增速11.1%，社融与M2同比增速差由4月的-0.3%进一步下滑至5月的-0.6%，表明实体信用扩张速度持续低于货币扩张速度，资金价格上行压力有限。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwah@ebsecn.com

相关研报

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七（2022-05-17）

不一样的降息，存款利率改革——2022年一季度货币政策执行报告点评（2022-05-09）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四（2022-01-25）

货币微松能为稳增长做些什么？ —— 光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1. 融资波动加大，需求仍未企稳	3
2. 资金活力边际走弱，实体信心有待修复	5
3. 风险提示	6

图目录

图 1：5 月新增社融较预期均值多 4192 亿元.....	3
图 2：5 月新增信贷较预期均值多 4907 亿元.....	3
图 3：居民部门对新增社融的拖累作用小幅走弱	4
图 4：本币信贷和政府债券驱动 5 月新增社融明显多增	4
图 5：票据融资对新增信贷的贡献率持续上行.....	5
图 6：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口小幅收窄	5
图 7：货币增速剪刀差下行，资金活力边际走弱	6
图 8：货币供需差维持低位	6

事件：2022年6月10日，中国人民银行公布2022年5月货币金融数据。人民币贷款新增1.89万亿元，同比多增3920亿元，前值6454亿元；社融新增2.79万亿元，同比多增8399亿元，前值9102亿元，存量同比增速10.5%，前值10.2%；M2增速11.1%，前值10.5%。

核心观点：5月新增社融和信贷均高于市场预期和去年同期水平，主要受益于政府债券前置发行和票据融资冲量。另外，在国内疫情影响趋弱、多地放松限购以及一系列消费刺激政策的助推下，居民和企业部门融资均呈现出了明显的边际改善，但就绝对水平而言，仍处于较为低迷的水平。

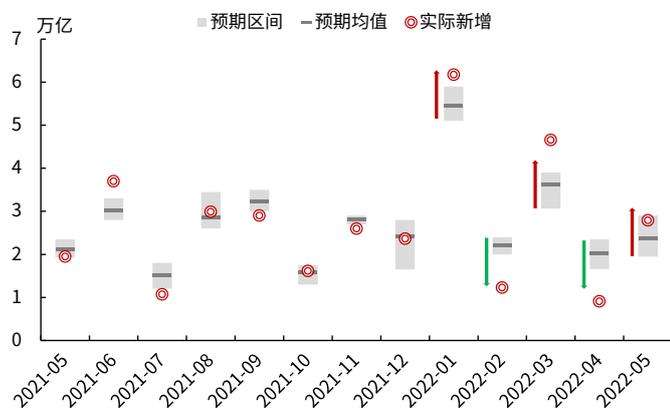
展望来看，在不考虑新增政府债务额度的情况下，政府部门净融资对新增社融的影响，关键在于融资节奏，而非融资高度，目前专项债发行已近尾声，二季度后对新增社融的推动作用将明显减弱。因而，居民和企业部门净融资修复的斜率，将是社融增速能否持续企稳的关键，而这又取决于两个关键因素，一是房地产调控的放松力度是否能够修复居民部门的信心，二是国内疫情是否还会再次大范围扩散。因而，在融资难言企稳的背景下，预计货币政策的宽松力度易强难弱，各类刺激需求端的稳增长政策仍将加码出台。

1. 融资波动加大，需求仍未企稳

从融资总量来看，5月新增社融和信贷均高于市场预期和去年同期水平，并且延续了今年以来的高波动特征，主要反映了疫情扰动和政策力度的不确定性。总的来看，今年前5个月社融新增15.76万亿元，同比多增1.66万亿元；信贷新增10.88万亿元，同比多增2354亿元，融资规模在总量层面的表现较为疲弱。

5月新增社融2.79万亿元，略高于市场预期(Wind一致预期为2.37万亿元)，明显高于2021年同期新增社融。5月新增信贷1.89万亿元，略高于市场预期(Wind一致预期为1.40万亿元)，略高于2021年同期新增信贷。其中，剔除非银贷款后，居民和企业部门新增信贷1.84万亿元，较2021年同期多增4063亿元。

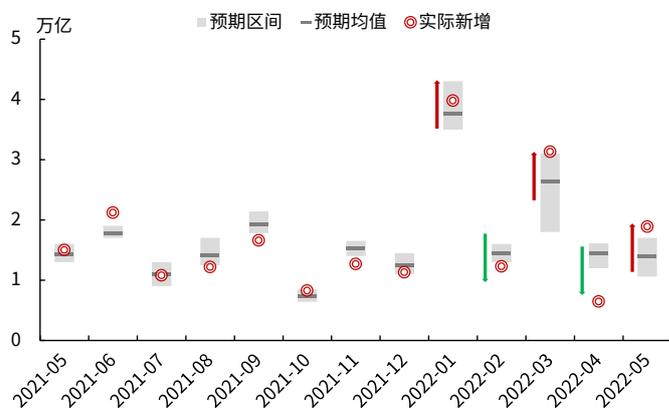
图1：5月新增社融较预期均值多4192亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年5月

图2：5月新增信贷较预期均值多4907亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年5月

社融结构层面，从经济部门视角来看，企业部门和政府部门是 5 月加杠杆的主要部门，居民部门连续 7 个月拖累新增社融，但 5 月拖累作用边际小幅走弱，“实体弱、政策进”的融资主旋律仍未发生明显改变。

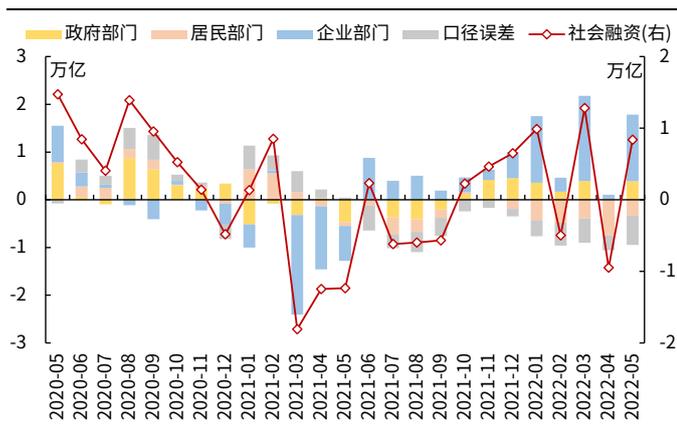
居民部门净融资自 2021 年 11 月以来持续同比少增，但 5 月同比少增幅度小幅边际走弱，蕴含着本轮疫情趋缓背景下限制措施减弱，以及大规模消费刺激政策，对居民消费和购房行为产生了一定程度的刺激作用。

企业部门净融资今年以来波动较大，呈现出“上个月大幅上行，下个月明显回落”的特征，可能主要受“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下，政策力度的不确定性等因素影响：一则，房地产行业的信心仍未完全恢复，房地产开发贷款依然较为低迷，并且疫情反复等因素也使得企业投资扩产意愿较为有限；二则，稳增长的政策诉求下，信用扩张不及预期便会促使政策进一步发力，因而，新增融资便在“内生需求不足导致的低增长”和“信用扩张受阻下政策加码导致的高增长”间反复切换。但 5 月融资数据也展现出了一些积极现象，那就是在疫情影响明显减弱后，对公中长贷的同比收缩幅度明显放缓。

政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的，为 3.37 万亿元的赤字额度叠加 3.65 万亿元的专项债新增额度，也就是说，今年政府部门融资净额大约在 7.02 万亿元上下，与去年基本相当，对新增融资的拉动相对有限。因而，在不考虑新增政府债务额度的情况下，政府部门净融资对新增融资的影响，关键在于融资节奏，而非融资高度。从目前的政府部门融资节奏来看，今年前 5 个月政府部门净融资额达 3.03 万亿元，占全年预计净融资额的 43.2%，明显高于稳增长压力同样较大的 2019 年和 2020 年同期。

从融资途径视角来看，直接融资和表内融资是 5 月新增社融同比多增的主要推动因素，表外融资基本持平去年同期。与 2021 年同期相比，5 月表内融资多增 3659 亿元，表外融资多增 810 亿元，直接融资多增 4443 亿元。其中，社融口径下的新增人民币贷款同比多增 3906 亿元，政府债券同比多增 3899 亿元，是 5 月新增社融同比明显多增的主要助推力。

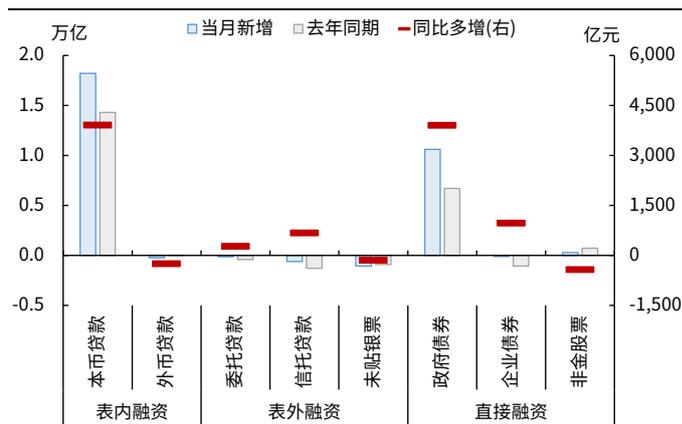
图 3：居民部门对新增社融的拖累作用小幅走弱



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

数据说明：图中数据为各经济部门当月净融资额的同比差值，数据截至 2022 年 5 月

图 4：本币信贷和政府债券驱动 5 月新增社融明显多增



资料来源：Wind, iFinD, 光大证券研究所

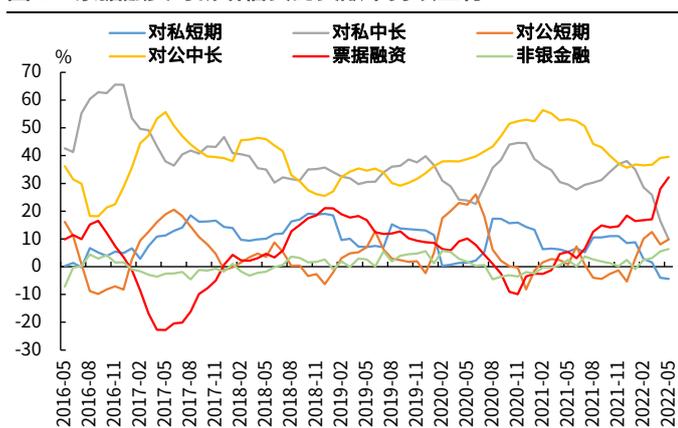
数据截至 2022 年 5 月

信贷结构层面，剔除非银机构贷款后，5月居民和企业贷款同比多增4063亿元，其中，居民部门同比少增3345亿元，企业部门同比多增7408亿元。票据融资同比多增5591亿元，企业短贷同比多增3286亿元，是新增信贷的主要支撑项；企业中长期贷款同比少增977亿元，居民中长期贷款同比少增3379亿元，是新增信贷的主要拖累项。

居民端来看，一方面，从30个大中城市的商品房销售数据来看，无论是销售套数，还是销售面积，今年以来的商品房销售数据相较往年同期仍然较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势，但随着年后多地放松限购限贷监管，这一态势开始呈现边际走弱迹象。另一方面，随着5月国内疫情反复程度有所减弱，社交管制等限制措施放开，以及上海、青岛等多地推出一系列消费刺激措施，居民消费和短期信贷均出现一定程度的改善。

企业端来看，5月对公贷款仍然主要靠票据融资和企业短贷支撑，企业中长期贷款虽有改善，但依旧较为低迷。一则，商品房销售维持低迷拖累房企新开工意愿，出口景气度下行和疫情存在不确定性，限制制造业企业投资扩产意愿。二则，在乌克兰危机、全球供应链受阻等多重因素的扰动下，要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。中长期信贷需求的回升，仍然需要释放商品房的合理需求，以恢复房地产行业的信心。另外，积极推动重大项目、基建投资落地也是催生配套贷款的重要途径。

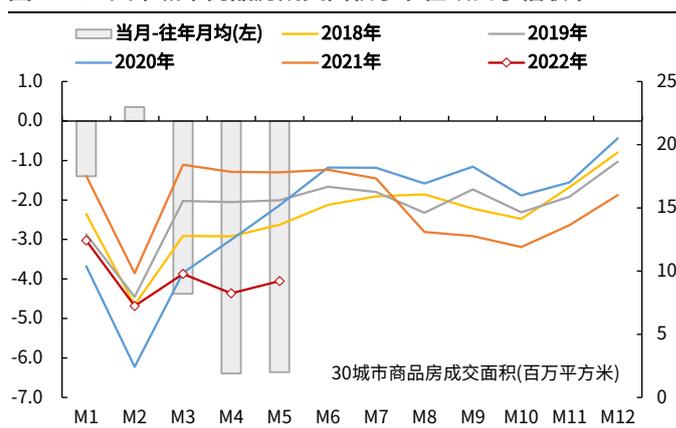
图5：票据融资对新增信贷的贡献率持续上行



资料来源：Wind，iFinD，光大证券研究所

数据说明：各分项对新增信贷贡献率的6个月移动均值，数据截至2022年5月

图6：30大中城市商品房成交面积季节性缺口小幅收窄



资料来源：Wind，iFinD，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示2018年-2021年当月的均值，数据截至2022年5月

次个江中法阳主研 中什信小女往收信

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_42883



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn