

逆周期下的社融信贷三板斧

2022年06月11日

2022年6月10日，央行公布金融数据，对此我们点评如下：

➤ 如何看待5月社融数据？

5月社融总量不弱，结构上有所改善但仍需政策持续呵护，这反映疫情逐步平稳、宽信用政策发力下，实体融资需求有所转好。其中票据融资、企业短贷和政府债仍是逆周期下的三板斧，为5月社融主要支撑项。

但企业中长期贷款，企业债融资、表外票据融资仍表现较弱，明显弱于季节性水平，实体经济景气度并未明显恢复，市场主体信心和融资需求仍有较大提升空间。此外，M2与M1增速的背离也能予以辅证。

➤ 如何看待后市？

展望未来，疫情得到防控，稳增长政策组合持续发力，宽信用仍在途，一方面期待增量财政政策的出台以及城投融资的边际改善，另一方面地产政策及其效果是关键变量。而在这期间，货币政策不会缺位，流动性仍将维持合理充裕，而至6月底、7月初，随着央行上缴结存利润完毕、宽信用成色初显、地产投资亦有所起色之下，资金利率或将有所抬升，但幅度与节奏还需观察。

于债市而言，交易重心仍落在疫情防控、政策联动、宽信用进程之间。月内流动性保持合理充裕确定性较高，海外因素约束之下央行或不倾向释放太强的政策信号，预计长端继续围绕1年期MLF窄幅震荡，交易空间或有限。宽信用成色以及增量政策的出台仍是关键指示，对应可密切关注国股票据利率走势。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面超预期；海外地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.经济金融数据预测专题：经济弱复苏，5月经济金融数据怎么看？
- 2.资金面专题：技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？
- 3.流动性专题 20220524：如何高频跟踪超储率？
- 4.利率专题 20220521：超预期的5年期LPR单边调降
- 5.利率专题 20220519：财政收入承压，会发特别国债吗？

目 录

1 新增社融总量不弱，信贷与政府债是主要拉动项	3
2 信贷总量优而结构欠佳，宽信用仍待观察	6
3 财政支出加速，“M2-M1”剪刀差大幅走扩	9
4 社融总量不弱，结构改善仍需政策呵护	11
5 风险提示	12
插图目录	13

2022 年 6 月 10 日，央行公布金融数据：

(1) 2022 年 5 月社会融资规模增量为 2.79 万亿元，比上年同期多增 8399 亿元；2022 年 5 月末社会融资规模存量为 329.19 万亿元，同比增长 10.5%。

(2) 5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元。对实体经济发放的人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 3936 亿元。

(3) 5 月末 M2 同比增长 11.1%，M1 同比增长 4.6%。

总体来看，5 月社融总量有所回升，但结构表现仍不佳，对此我们点评如下：

1 新增社融总量不弱，信贷与政府债是主要拉动项

5 月新增社融 27900 亿元，同比多增 8399 亿元；社融同比增速 10.5%，较上月上行 0.3pct；社融同比增速（剔除政府债）9.1%，较上月上行 0.2pct。

其中，新增信贷、政府债融资是主要支撑项，均超季节性水平，非标在去年低基数效应下表现为同比少减，有一定贡献，而企业债融则明显弱于季节性水平。具体而言：

5 月对实体经济发放的人民币贷款增加 18200 亿元，同比多增 3936 亿元；政府债融资增加 10600 亿元，同比多增 3881 亿元；企业债融资减少 108 亿元，低基数下同比少减 969 亿元，明显弱于季节性水平；非标融资减少 1819 亿元，同比少减 810 亿元。

除企业债融资外，非标三项中的表外票据融资也仍弱于季节性水平，由此来看实体融资需求仍有不足。非标同比少减主因信托贷款和委托贷款在低基数效应下的同比少减，而表外票据融资同比多减 142 亿元，仍低于季节性水平。

总结而言，5 月新增社融总量筑底回升，反映疫情逐步平稳、宽信用政策发力下，实体融资需求转好。但企业债融资、表外票据融资在低基数下依然较弱，反映实体融资需求仍有较大提升空间。

展望未来，随着疫情管控后经济环比动能增强，市场主体信心逐渐恢复，社融总量与结构有望边际改善：一方面是疫情受控下实体融资需求的或有所回暖，另一方面稳增长宽信用诉求下政策发力也不应低估：

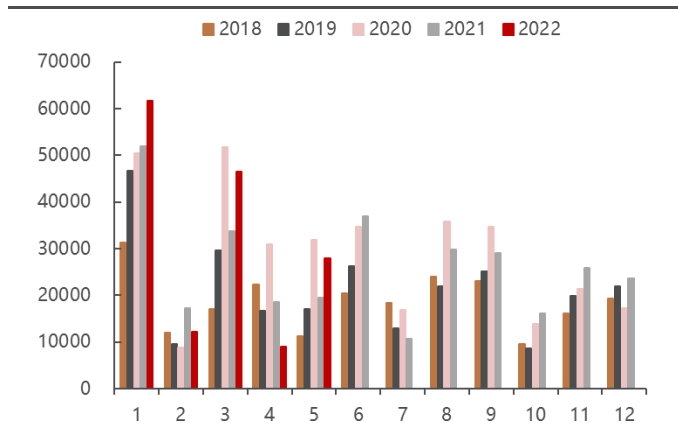
(1) 货币政策方面：首先从逻辑上看，疫情制约减弱之下稳增长诉求进一步凸显，而稳增长、稳就业需要良好的货币金融环境，因而预计货币政策不会缺席，将继续综合运用包含总量及结构、价格及数量在内的多种货币政策工具。

(2) 财政政策方面：一方面是预算内继续维持政策靠前发力，本月内政府债供给仍处高位水平，往后展望或有的特别国债以及专项债增发均值得市场期待；另一方面是预算外加杠杆，主要是城投融资政策边际变化，毕竟今年以来各项会议及政策表述均意味着要靠基建发力托举经济，且从历史上看，社融改善通常离

不开城投融资的提振，近期从交易所城投债批文审核政策来看有边际松的迹象。

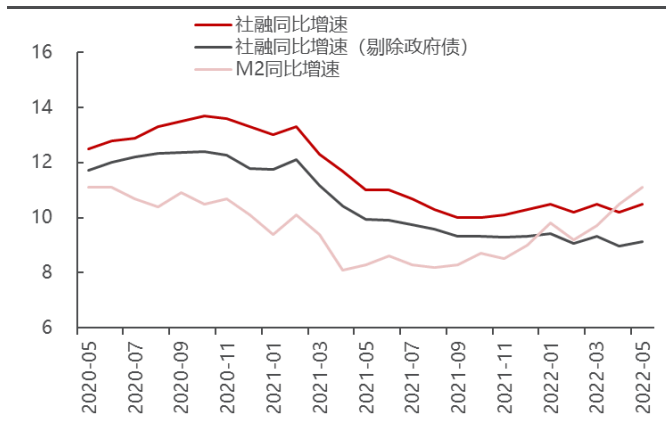
(3) 此外考虑近期政策性银行调增的 8000 亿信贷额度、房贷利率下降以及购房活动恢复、近期汽车消费政策密集释放等政策发力，社融信贷有新增支持因素。但考虑到疫情仍有零星出现，地产以及出口承压下，经济恢复的动能并不算强，宽信用是否能持续恢复、社融信贷修复的斜率还需观察。

图 1：新增社融季节性比较（亿元）



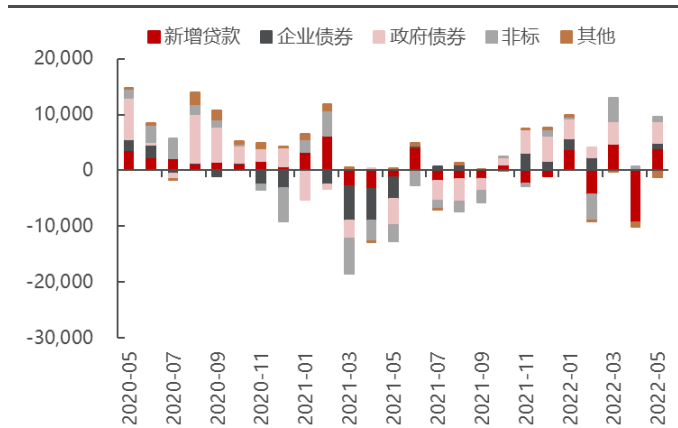
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：社融增速及 M2 增速（%）



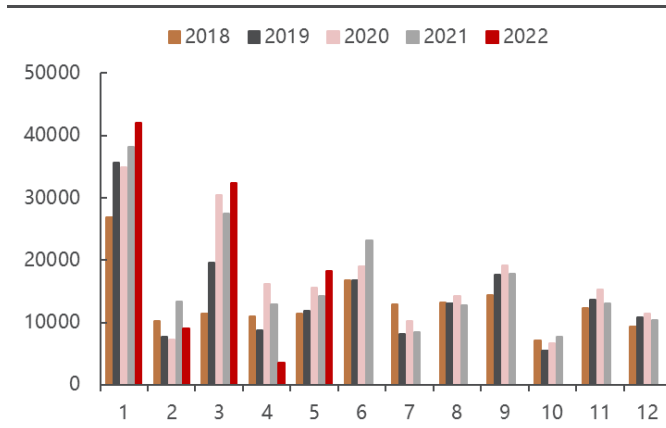
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：新增社融结构同比变动（亿元）



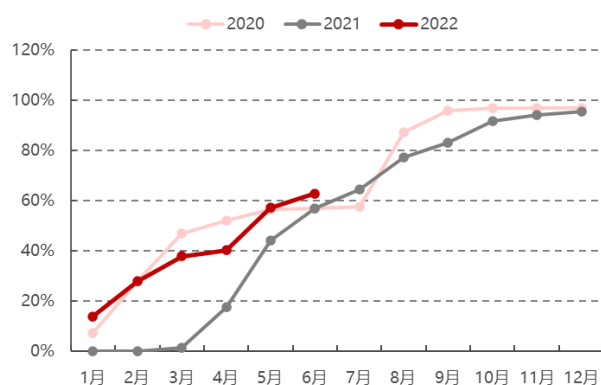
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：新增贷款季节性比较（亿元）



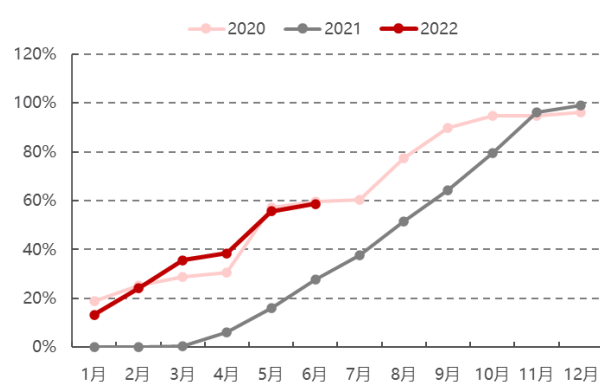
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：地方一般债发行进度（%）



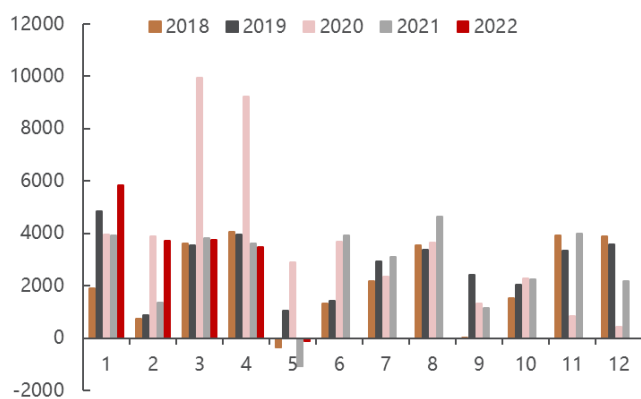
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：地方专项债发行进度（%）



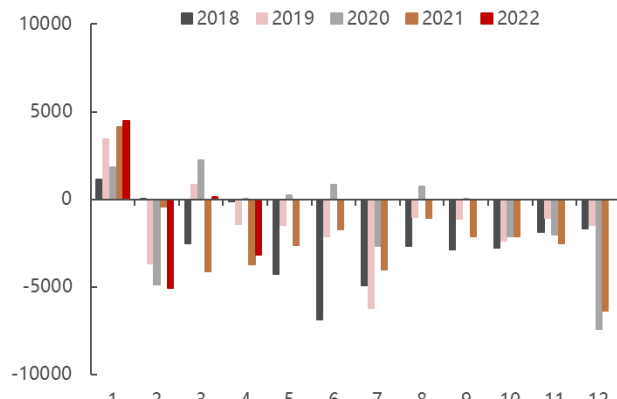
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：企业债融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：非标融资季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 信贷总量优而结构欠佳，宽信用仍待观察

5 月新增人民币贷款 18900 亿元，同比多增 3920 亿元，各项贷款余额同比增速 11%，较上月上行 0.1pct。

其中，票据融资仍为主要支撑，其次是企业短贷，企业中长贷高基数下延续走弱，居民中长贷仍是最大拖累。具体来看：

5 月新增信贷总量优，但结构仍不佳，票据融资与企业短贷依然是主要支撑，宽信用进程仍待观测：票据融资增加 7129 亿元，同比多增 5591 亿元，仍为主要支撑项；企业短期贷款增加 2642 亿元，同比多增 3286 亿元，与票据融资形成双轮驱动。结合票据利率来看，5 月票据利率持续下行，显示宽信用传导仍然不畅，一方面反映银行冲票行为仍存，另一方面或也与监管指导银行助力企业缓解现金流有关。

企业中长期贷款对 5 月新增信贷形成拖累，但需注意到这其中也有去年基数较高的原因，而与季节性水平相比则并不算很弱。进一步结合非银贷款来看，信贷资金仍有很大一部分并未投放到实体经济，仍是淤积在银行间市场：5 月企业中长期贷款增加 5551 亿元，同比少增 977 亿元；非银贷款增加 461 亿元，同比少增 163 亿元，二者均为高基数下同比少增，但实际上超过季节性水平。

分析信贷投向来看，地产相关贷款预计仍是主要拖累，制造业受疫情冲击资本开支意愿或仍有不足，新增信贷更多是投向基建：（1）从 5 月拿地情况看，房企投资意愿仍不足；（2）从 5 月建筑业 PMI 看，土木工程 PMI 及新订单指数分别为 62.7%和 59.1%，仍处高景气区间，这意味着 5 月基建持续发力，而地产仍是拖累，相关融资预计也对应走弱；（3）从制造业来看，5 月内外需回暖之下，制造业企业投资动力有所增强，经营预期也有所好转。但不同规模企业 PMI 显示，中小微企业资本开支意愿仍然不足，主因 5 月疫情冲击对实体影响尚未消退，要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素叠加抑制企业投资意愿，票据利率持续下行也印证宽信用传导进程仍有阻碍。

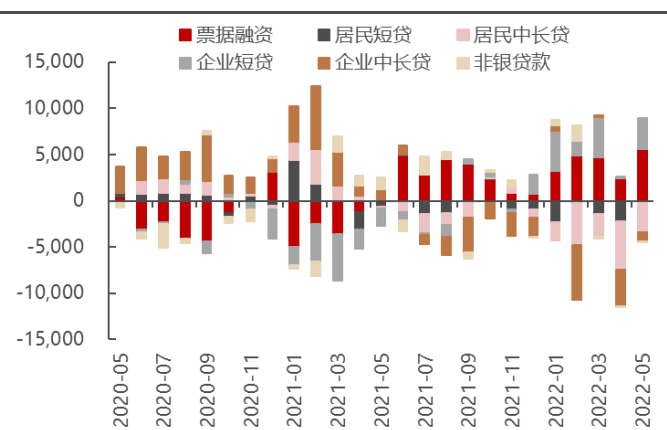
居民短贷低基数下同比微涨，因而难言有所改善，显示疫情反复之下居民消费及就业情况仍较严峻：居民短期贷款增加 1840 亿元，同比多增 34 亿元，主因去年基数较低，疫情反复下居民消费及就业仍受较大冲击。展望未来，居民短贷能否回暖，主要还是取决于疫情动向以及稳就业、保民生、促销费等组合式政策的实施效果。

居民中长贷同比大幅少增，是 5 月新增信贷的主要拖累项，即便在自上而下的地产政策放松之下，居民购房意愿及能力仍受抑制：居民中长期贷款增加 1047 亿元，同比大幅少增 3379 亿元，显示即便 5 月实现房贷利率下限及 5 年期 LPR “双降”，但居民购房意愿仍有不足，主因或在于“房住不炒”基调及疫情冲击下居民加杠杆的意愿及能力均受抑制。

但好的一面在于，居民中长贷由4月负值转正，结合5月内30大城市商品房成交情况来看，地产销售稍有回暖。从历史观察，全国层面的地产需求端政策放松后，销售通常会呈现回暖，当然目前无论从地产所处周期、居民杠杆水平以及收入预期等因素来看都有更大的约束，展望未来，更多的还需关注地产政策的进一步边际调整及其效果显现，特别是着眼于提升居民加杠杆能力的增量政策。

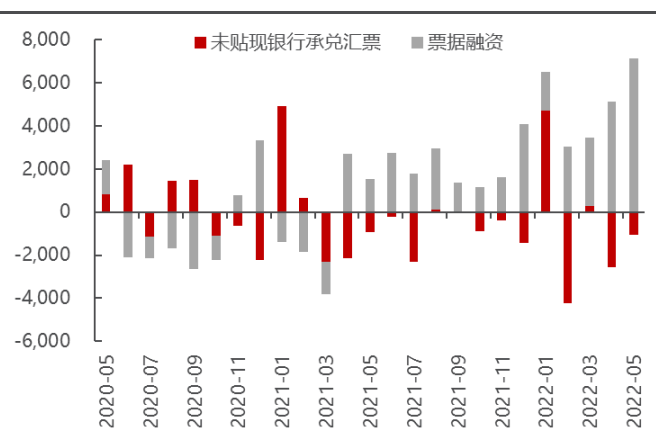
总结来看，在疫情逐步受控之下，评估政策组合发力后的宽信用成色，除了城投融资政策的边际变化形成进一步支撑之外，地产政策及其相关投融资是关键变量。

图9：新增信贷结构同比变化（亿元）



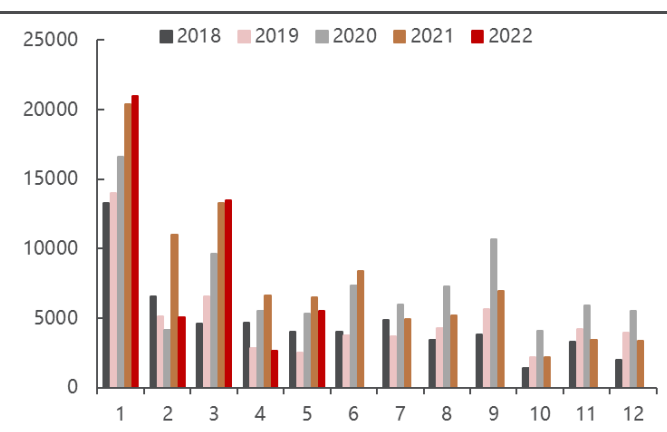
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：表内外票据融资规模比较（亿元）



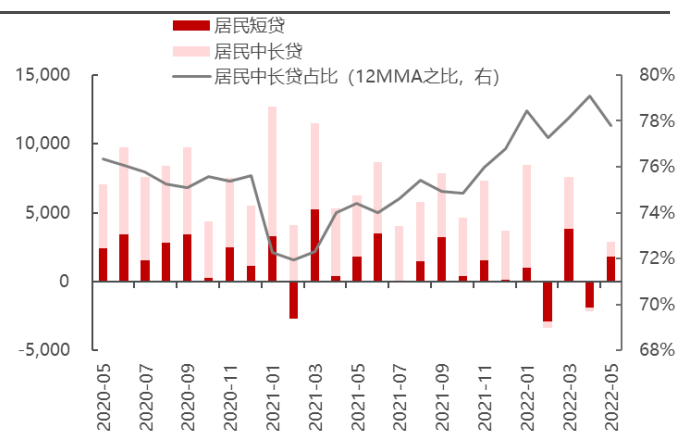
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：企业中长贷季节性比较（亿元）



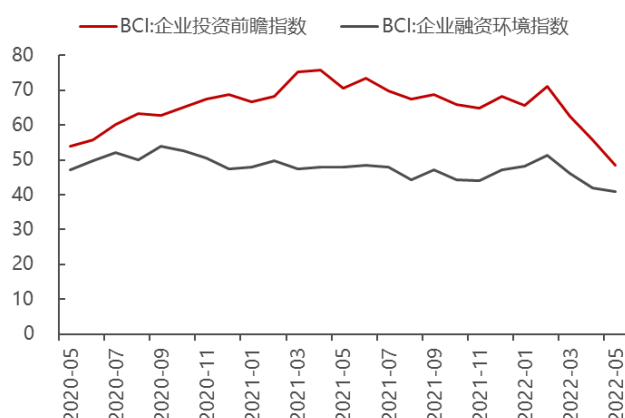
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：居民贷款结构（亿元，%）



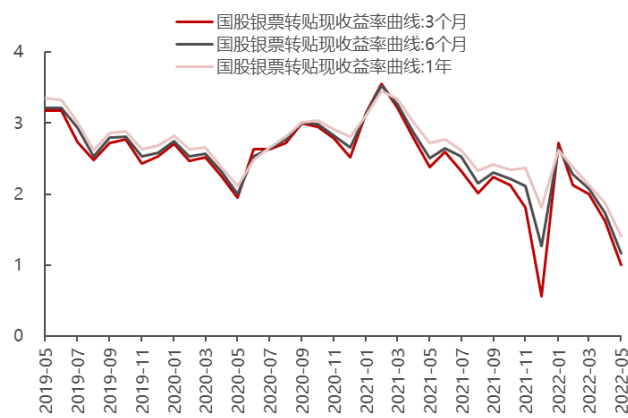
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



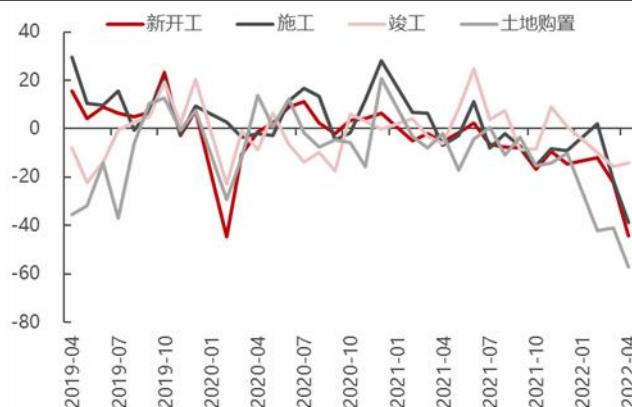
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：票据利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

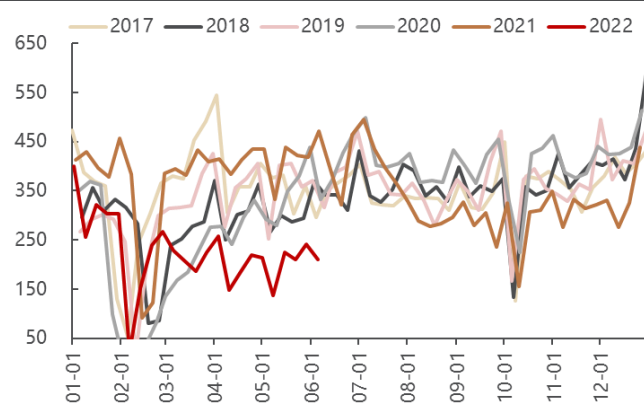
图 15：地产投资分项当月同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2021 年为两年复合增速

图 16：30 大城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

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_42897

