

宏观点评 20220610

金融数据点评：M2、社融增速差创近6年新高，反映了什么？

2022年06月10日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

- 5月人民币贷款与政府债务拉动社融超预期反弹，但在退税等因素的影响下，本月M2增速快速上升，M2与社融同比增速差再次扩大，创近6年最高，这一现象实属罕见。另外，本月票据冲量现象依然存在，信贷的结构性问题未见明显好转。展望未来，我们认为在5月23日国常会、5月24日央行全系统货币信贷形势分析会等政策部署的推动下，预计专项债、政策性银行信贷等将拉动6月金融数据进一步上升，信贷结构将有所改善。
- 票据融资拉动5月新增人民币贷款出现超季节性上升。5月新增人民币贷款规模达1.89万亿元，同比多增3920亿元，各口径人民币贷款同比少增情况均有所缓解。从贡献情况来看，企业短期贷款及票据融资为人民币贷款上升的主要原因。另外，本月居民户人民币贷款虽已转正，但依然呈同比少增态势，其中居民户中长期贷款同比少增情况依然存在。
- 除信贷拉动外，政府债务对社融的托底作用较强，支持5月社融同比增速回升0.3个百分点至10.5%。在人民币贷款的拉动下，5月社融口径的人民币贷款新增规模达1.82万亿元。同时，在专项债发行的推动下，5月政府债券新增1.06万亿元。两方面因素是本月社融超预期反弹的形成重要支撑。另一方面，由于银行票据冲量规模较大，本月存量未贴现银行承兑汇票依然呈下降态势。
- 5月市场利率揭示有效需求不足问题，票据冲量现象几乎贯穿全月，信贷的结构性问题依然较为明显。虽然新增人民币贷款出现超季节性反弹，但中长期贷款依然不足，占比下行至35%。从市场利率来看，票据冲量现象几乎贯穿整个5月，票据利率延续了4月的下行趋势，期间并无明显回升，且自5月第2周又出现了大幅下行，从利率下行时点来看甚至早于4月。同时，国股银票转贴现利率也有相似现象，且在5月下旬再度出现加速下行至接近于零的水平，转贴现利率与同业存单利率利差仍未转正。
- 在信贷数据好转的作用下，M2与社融同比增速走势回归正相关，但两增速差却创近6年最高水平。社融与M2犹如一个硬币的两面，两项的同比增速一般有较强的相关性，历史上也很少出现社融增速低于M2增速的情况。从创造渠道来看，银行发放人民币贷款在增加社融的同时也能派生M2，因此信贷规模占比越高，两增速走势将更为趋同。然而，在上月信贷数据较差、财政投放及居民存款增加的情况下，M2增速与社融增速出现背离。虽然本月新增人民币贷款大幅回升，社融同比增速止跌回升，但M2增速上行更快，达11.1%。5月两增速差上升0.3个百分点至0.6%。我们认为这与财政加大增值税留抵退税力度有关，从4月起实施至5月底，已退还留抵税额约1.34万亿元。人民币存款，尤其是企业存款大幅上升，1-5月企业存款累计同比多增近2.6万亿元，而去年同期则为同比少增情况。
- 政策发力支持下，预计6月社融增速与信贷数据将有进一步好转。一是政策性银行信贷有望增加。根据6月8日国常会所提出的加强金融支持基础设施建设力度，调增政策性银行8000亿元信贷额度，预计将对未来的信贷投放带来较大支持；二是房地产政策宽松与5年期LPR利率下调相呼应，有利于释放居民改善性住房需求潜力，拉动居民户中长期贷款规模；三是专项债支撑力度将放大。据我们统计，目前6月计划新增专项债发行规模已超5800亿元。若各地方能完成国常会要求，于今年6月底前完成今年新增专项债券发行工作，那么预计6月将有超1.6万亿元的专项债新增规模；四是央行已于5月24日召开全系统货币信贷形势分析会，将引导和支持地方法人金融机构加大贷款投放，优化信贷结构，降低融资成本。

■ 风险提示：货币政策超预期，疫情扩散超预期

相关研究

《5月出口为何又扛过了疫情的压力测试？》

2022-06-09

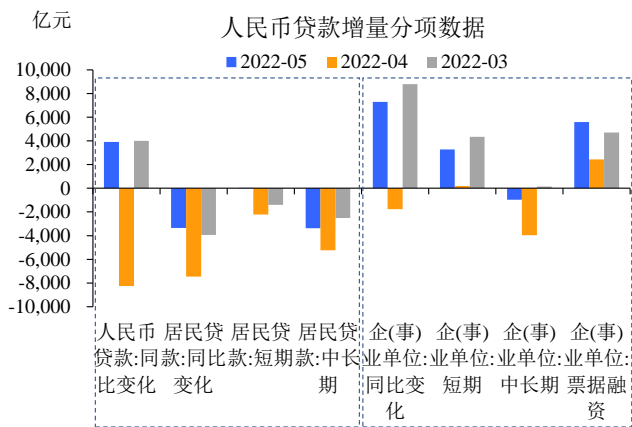
《6月经济可以V到哪里？》

2022-06-07

《会有新一轮PSL稳地产扩基建吗？》

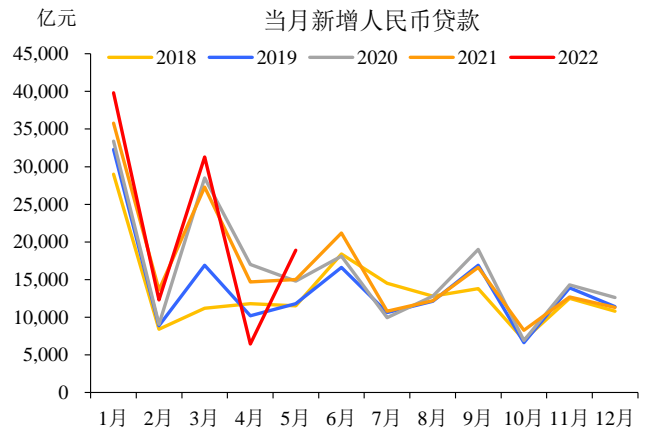
2022-06-02

图1：票据融资带动5月人民币贷款大幅上升



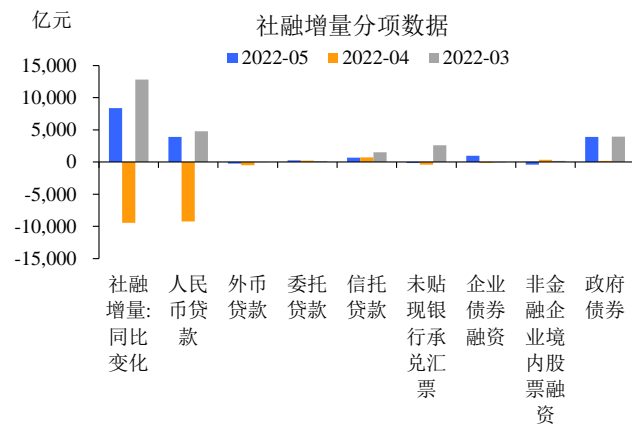
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：5月新增人民币贷款出现超季节性反弹



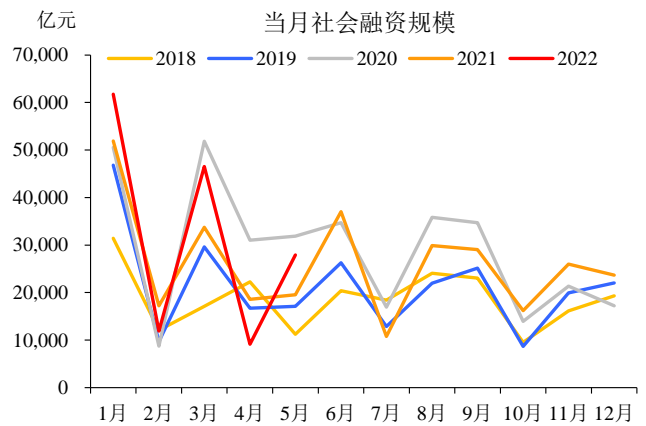
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：5月人民币贷款与政府债务拉动社融上升



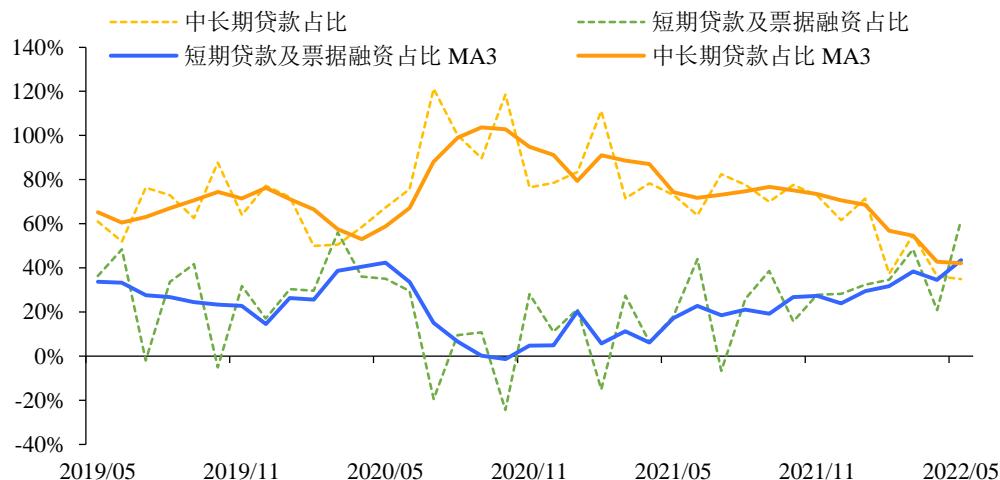
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：5月新增社融超预期反弹



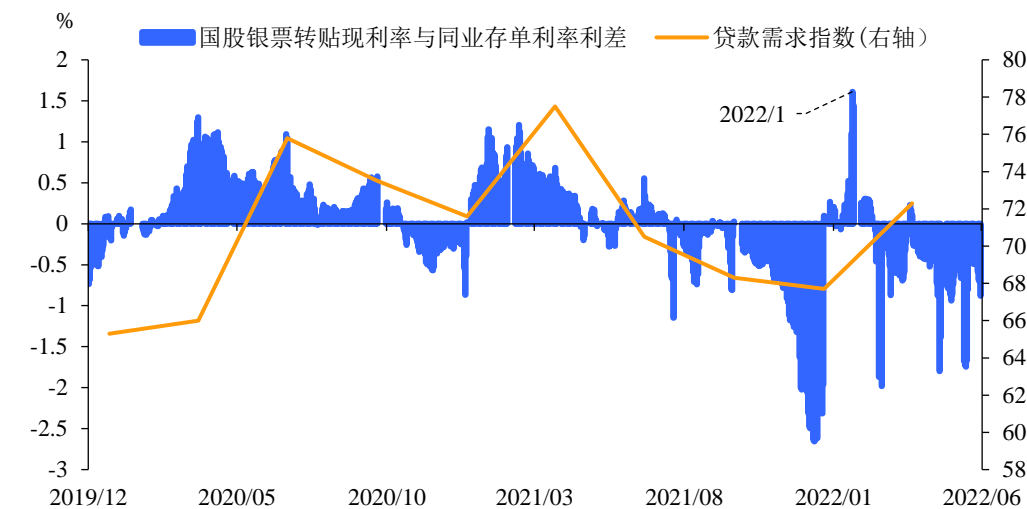
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：中长期贷款占比再度下滑



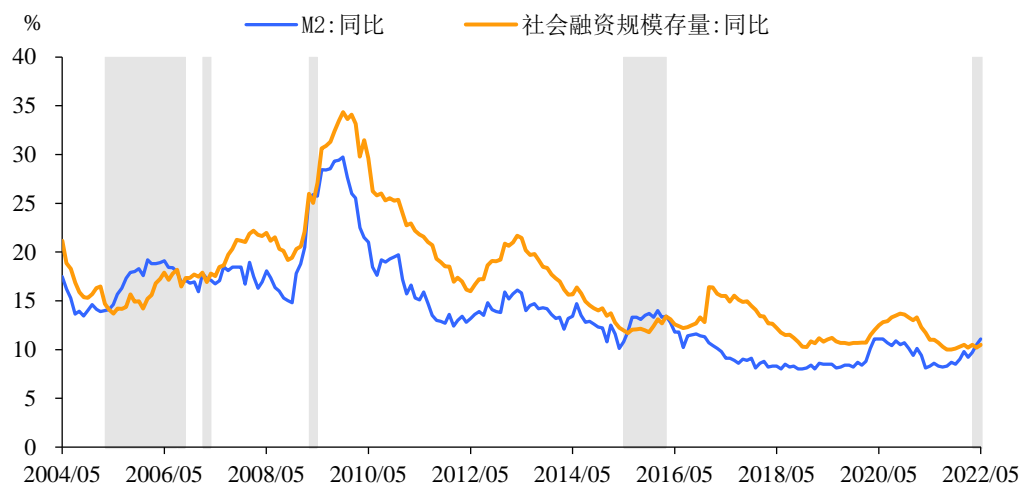
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：转贴现利率与同业存单利率利差仍未转正



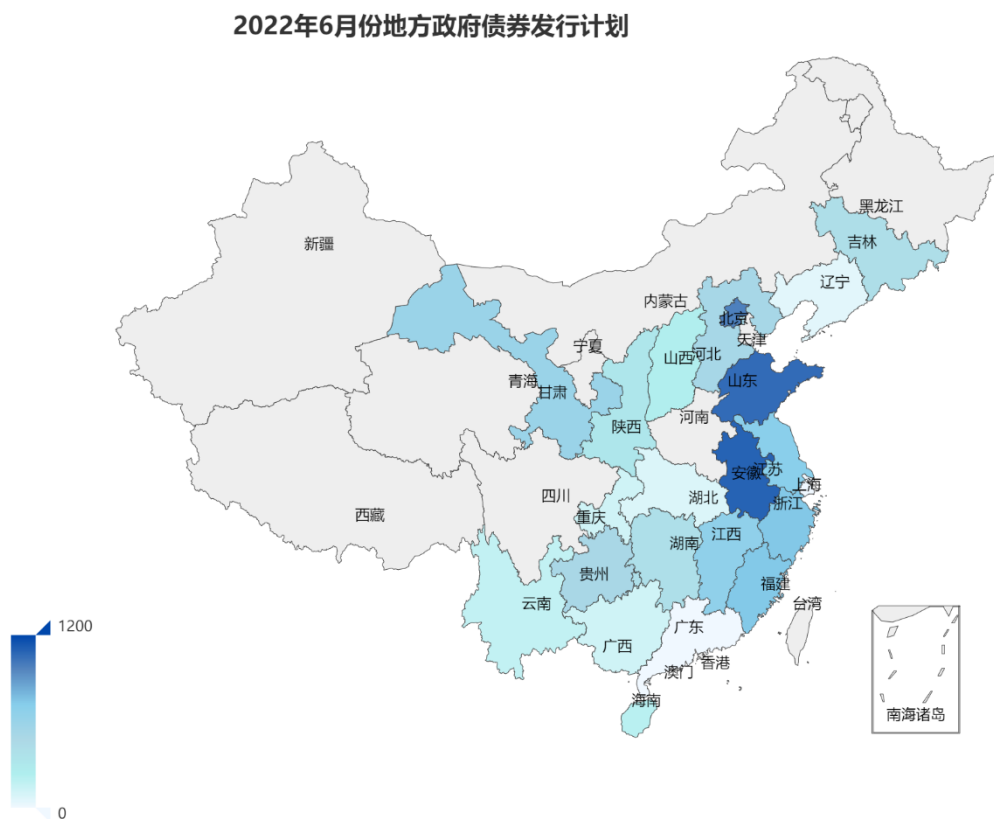
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：M2 与社融同比增速差扩大



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图8：6 月计划新增专项债发行规模已超 5800 亿元



数据来源：中国债券信息网, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>