

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 市场重回宽信用逻辑

2022年6月11日

- **信贷回升两大支点：需求修复，基数压力缓解。**5月新增信贷超预期，分项上，企业短期资金需求旺盛，中长贷少增幅度收窄，反映出本轮疫情进入扫尾阶段，有效融资需求在修复。居民短贷自去年11月以来首次多增，或与主要城市有序复工复产，重启消费经营活动有关。居民中长贷仍受到房贷拖累，少增幅度较大。票据融资增幅最大，是5月信贷回升的主要原因，反映出信贷投放阻力仍存。后续信贷回升的支点一是实体融资需求修复，二是去年5月居民房贷首次出现下行拐点，基数压力减轻，叠加各地房贷利率下调、限购限售松绑，房贷有望企稳。
- **5、6月份政府债集中发力，拉动社融大幅增长。**5月新增社融规模同比多增8378亿元，增速升至10.5%，主要源于信贷回升与政府债放量。按照国务院最新部署，今年已下达的3.45万亿元专项债额度要在6月底前基本发行完毕。根据最新发行节奏，6月新增专项债发行或达1.4万亿，较去年同期多发约1万亿，有望拉动社融增速抬升，迎来年内首个高峰。
- **M2-M1增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日。**5月M2-M1增速剪刀差扩大至6.5%，当前经济下行压力依然突出，居民就业形势严峻，投资与消费情绪低迷，企业尤其是中小微企业经营困难，对于未来预期仍有待扭转。存款端来看，财政维持支出强度，财政存款同比少增，配合货币政策发力，居民企业存款明显增多。
- **市场重回宽信用逻辑。**未来货币政策有两大发力点，一是活用结构性货币政策工具撬动信贷增长。预计下一阶段货币政策将以结构性发力为主，针对实体融资需求偏弱等主要矛盾，活用结构工具能够“四两拨千斤”，有效支持信贷增长。近期再贷款工具频出，将作为下一阶段政策的主要支点。二是5年期LPR或存在进一步下行空间。国务院最新定调再提“继续推动实际贷款利率稳中有降”，新一轮LPR下调抓手或为存款利率改革，考虑到今年以来短贷需求不弱、稳房贷必要性、期限利差等现实因素，再降5年期LPR的可能性更大。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目录

一、信贷回升两大支点：需求修复，基数压力缓解 .....	3
二、5、6 月份政府债集中发力，拉动社融大幅增长 .....	5
三、M2-M1 增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日 .....	6
四、市场重回宽信用逻辑 .....	7
风险因素 .....	8

图目录

图 1：5 月新增信贷实现同比多增，大幅超过市场预期 .....	3
图 2：5 月中下旬票据利率大幅下探，较同业存单收益率差值明显走阔 .....	4
图 3：2021 年 5 月居民房贷下行拐点首次出现 .....	4
图 4：2021 年 6 月以来，各项贷款余额增速首次回升 .....	5
图 5：5 月社融多增主要受信贷和政府债拉动 .....	5
图 6：6 月新增专项债发行或超 1.4 万亿，同比大幅多增 .....	6
图 7：5 月 M2-M1 增速剪刀差小幅扩大 .....	6
图 8：5 月财政存款放量，居民企业存款增多 .....	7
图 9：2021 年末以来再贷款工具频出，将有效支持信贷增长 .....	7
图 10：再降 LPR 抓手或为存款利率改革 .....	8

## 事件：

6月10日，央行公布5月金融数据：新增人民币贷款1.89万亿元，预期1.41万亿元，前值6454亿元。新增社会融资规模2.79万亿元，前值9102亿元。M2同比增长11.10%，预期10.49%，前值10.50%。

## 一、信贷回升两大支点：需求修复，基数压力缓解

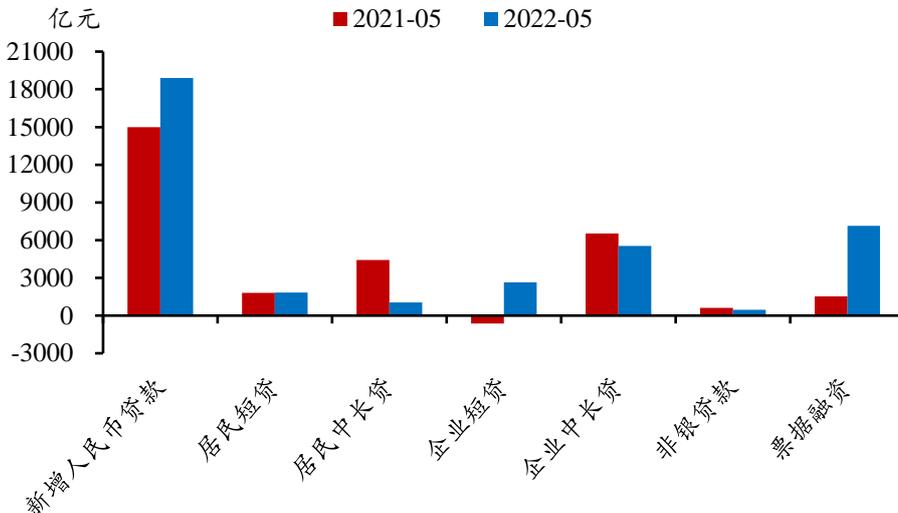
**新增信贷实现同比多增，大幅超过市场预期。**5月新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3900亿元，超市场预期。分项上看：

**1) 企业贷款整体多增，短期资金需求旺盛。**企业短贷同比多增3286亿元，一方面去年同期短贷收缩，企业信贷需求聚焦于中长端，导致基数较低。另一方面，今年以来财政支出进度较快、发力基建，施工企业营运资金需求较高，同时3月末以来发生新一轮疫情，央行助企纾困力度较大，推出多项工具支持普惠小微贷款等，有效拉动企业短贷多增。企业中长贷同比少增977亿元，较上月有较明显收窄，反映出随着本轮疫情进入扫尾阶段，有效融资需求逐步修复。

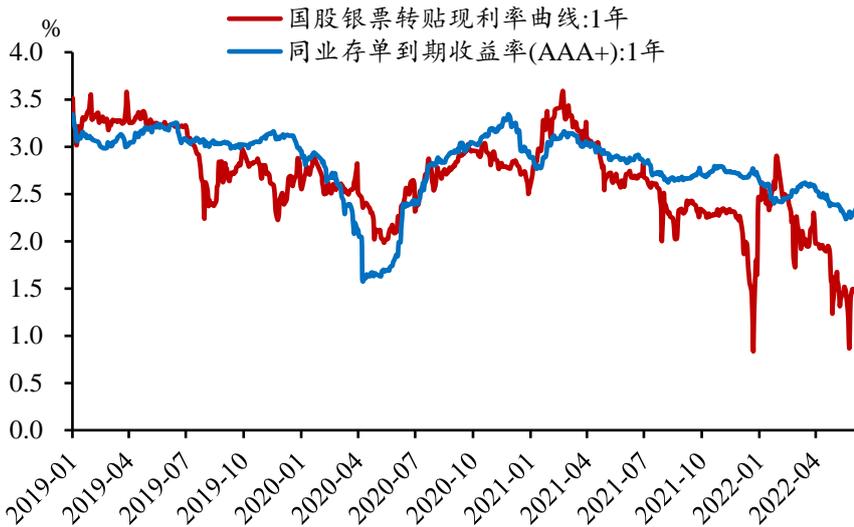
**2) 居民贷款整体少增，为最大拖累项。**居民短贷同比多增34亿元，自去年11月以来首次实现多增，或与主要城市疫情好转，有序复工复产有关，居民逐步重启消费与经营活动。居民中长贷同比少增3379亿元，仍然受到房贷的明显拖累。

**3) 信贷回升主要靠票据。**票据融资同比多增5591亿元，是最大支撑项，反映出信贷投放阻力仍存，银行通过做多票据以填充信贷规模。5月中下旬票据利率大幅下探，较同业存单收益率差值明显走阔，6月份以来，利差仍维持在1%以上的高位。

图 1：5月新增信贷实现同比多增，大幅超过市场预期

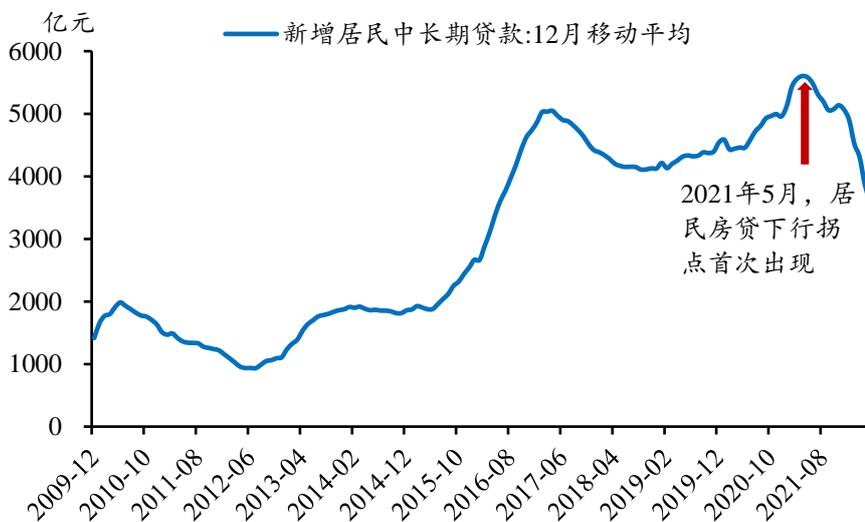


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

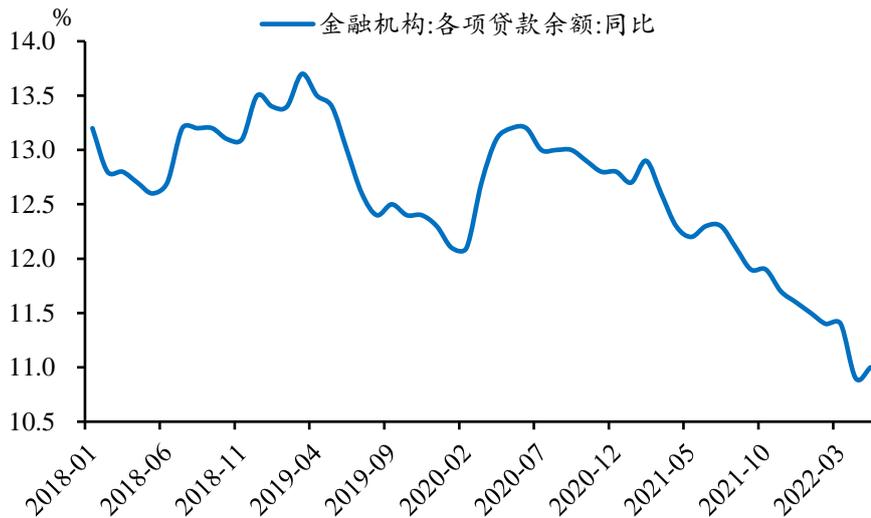
**图 2：5 月中下旬票据利率大幅下探，较同业存单收益率差值明显走阔**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**随基数压力缓解，信贷有望形成回升趋势。**疫情的暂时性影响已在逐步退却，一揽子稳经济政策扎实推进，我们判断信贷需求最低迷的时点或已过去。5月各项贷款余额增速边际回升0.1个百分点至11%，打破了自去年6月以来的下行趋势，初步企稳。后续信贷回升的支点一是实体融资需求修复，二是基数压力趋于缓解。去年5月，居民房贷下行拐点首次出现，3、4季度房地产景气持续回落，企业开发贷也开始收缩。下半年，房贷利率下调与各地限购限售松绑形成合力，房贷有望企稳，同时基数压力减轻，对信贷增长的拖累有望缓解。

**图 3：2021 年 5 月居民房贷下行拐点首次出现**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

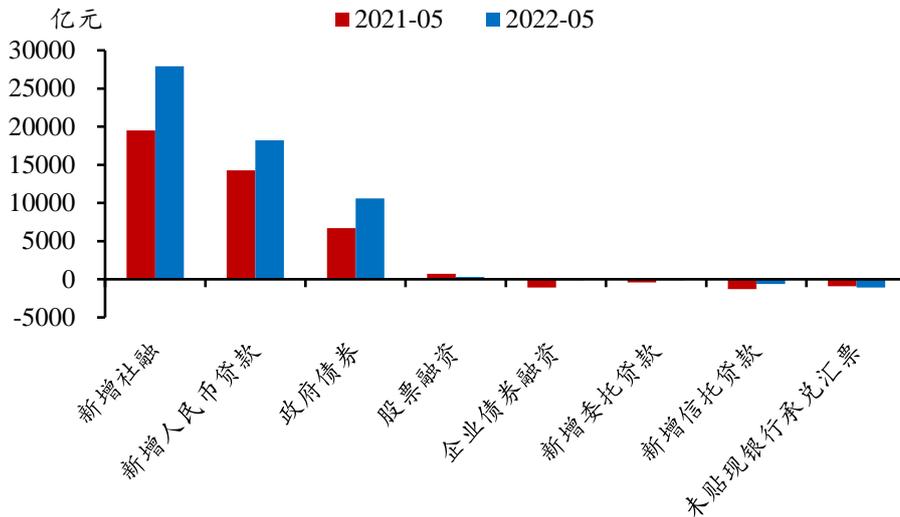
**图 4：2021 年 6 月以来，各项贷款余额增速首次回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

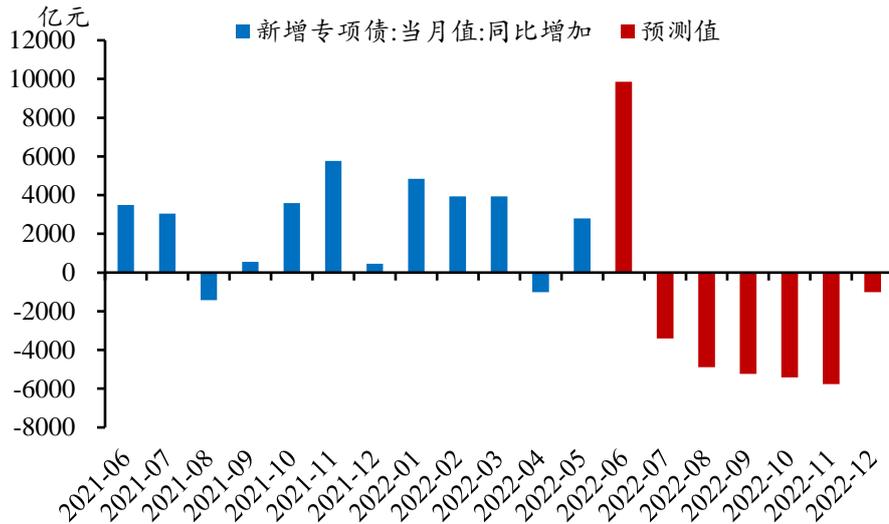
## 二、5、6 月份政府债集中发力，拉动社融大幅增长

**政府债放量拉动社融大幅增长。**5 月新增社融规模 2.79 万亿元、同比多增 8378 亿元，社融存量增速 10.5%、边际回升 0.3 个百分点。分项上看，社融回升主要靠信贷和政府债放量，两项分别同比多增 3906、3899 亿元。表外融资三项降幅收窄，合计同比少减 810 亿元，体现为正向贡献。直接融资中，企业债融资同比多增 969 亿元，股票融资同比少增 425 亿元。

**6 月将迎社融增速高峰。**按照国务院的最新部署，今年已下达的 3.45 万亿元专项债额度要在 6 月底前基本发行完毕。按照当前发行节奏测算，6 月新增专项债发行或达 1.4 万亿，较去年同期多发约 1 万亿，有望拉动社融增速抬升，迎来年内首个高峰。

**图 5：5 月社融多增主要受信贷和政府债拉动**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

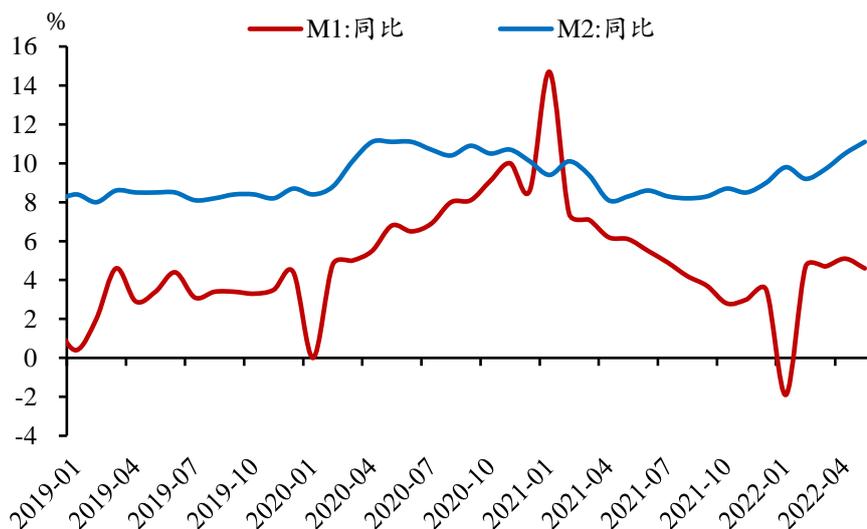
**图 6：6 月新增专项债发行或超 1.4 万亿，同比大幅多增**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

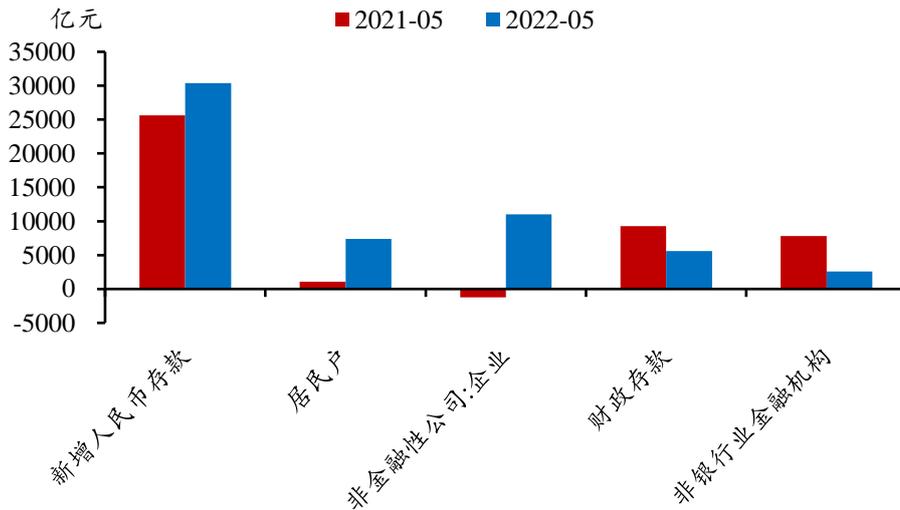
### 三、M2-M1 增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日

**M2-M1 增速剪刀差小幅扩大，扭转预期仍需时日。**社融回升支撑 5 月 M2 增速边际上行 0.6 个百分点至 11.1%，M1 增速达 4.6%，较上月下降 0.5 个百分点，M2-M1 增速剪刀差扩大至 6.5%。当前经济下行压力依然突出，居民就业形势严峻，投资与消费情绪低迷，企业尤其是中小微企业经营困难，对于未来预期仍有待扭转。

**财政维持支出强度，居民企业存款增多。**存款端来看，5 月是上半年企业所得税的汇算清缴时点，财政存款通常多增，居民、企业存款通常少增。2022 年 5 月财政存款同比少增 3665 亿元，反映出财政退税降费和支出力度加大，截至 5 月 16 日共 11029 亿元留抵退税款退至纳税人账户，1-4 月全国公共财政支出增速 5.9%，明显高于去年。同时货币政策配合发力，4 月份以来央行推出 4400 亿元再贷款工具纾困实体经济。政策支持下，5 月居民、企业存款分别同比多增 6321、12240 亿元。

**图 7：5 月 M2-M1 增速剪刀差小幅扩大**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：5 月财政存款放量，居民企业存款增多**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 四、市场重回宽信用逻辑

未来货币政策有两大发力点，宽信用将重回市场视野。

**一是活用结构性货币政策工具撬动信贷增长。**考虑到今年以来央行降准、上缴结存利润等操作已基本匹配全年流动性缺口，下半年面临国内通胀上行、人民币汇率贬值以及海外主要经济体加息的压力，预计下一阶段货币政策将以结构性发力为主。针对实体融资需求偏弱等主要矛盾，活用结构工具能够“四两拨千斤”，有效发挥撬动信贷增长的功能。近期再贷款工具频出，将成为结构政策发力的主要支点。我们在近期报告《结构性货币政策工具是怎样一步步壮大起来的？》中有详细测算，预计 2022 年相关工具可支持信贷投放 1.3 万亿元，撬动新增信贷超 10 万亿元，贡献社融增长 3.2 个百分点。

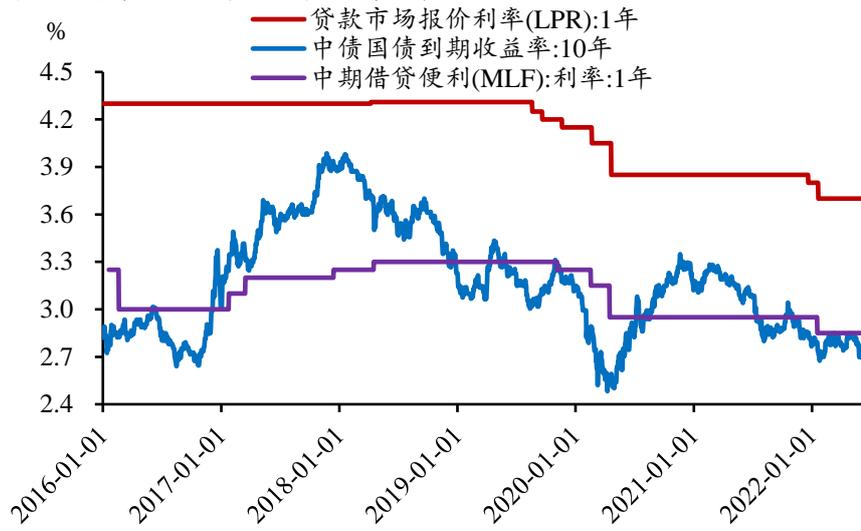
**二是 5 年期 LPR 或存在进一步下行空间。**一是国务院最新定调再提“继续推动实际贷款利率稳中有降”，上一次政策面做出相关表述是在 4 月 13 日国常会上，5 月 20 日 5 年期 LPR 下调落地。二是新一轮 LPR 下调抓手或为存款利率改革，当前银行面临的流动性和资本约束均不强，改革机制将推动存款利率市场化，有望进一步降低银行负债成本，为 LPR 再下调创造空间。三是相比 1 年期 LPR，5 年期 LPR 再降的可能性更大，原因在于今年以来短贷需求不弱，降 1 年期 LPR 的必要性并不是很强，相反降 5 年期 LPR 对于稳房贷、稳预期的意义重大。且从期限利差角度看，当前 1 年、5 年期 LPR 利差 0.75%，较 0.6% 的历史最低水平仍有空间。

**图 9：2021 年末以来再贷款工具频出，将有效支持信贷增长**

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款
额度	暂 unlimited	3000 亿元 (2021 年 11 月 2000 亿元 + 2022 年 5 月 1000 亿元)	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元
适用金融机构	全国性金融机构		政策性银行、国有行、股份行等共 21 家金融机构	试点机构：中农工建交、国开行、进出口银行共 7 家全国性大型银行。 试点地区：浙江、江苏、河南、河北、江西五个省份。	尚未明确
央行支持比例	贷款本金 60%	贷款本金 100%	贷款本金 60%	贷款本金 100%	尚未明确
申请机制	先贷后借		先贷后借，按季发放		尚未明确
投向要求	碳减排重点领域 (清洁能源、节能环保和碳减排技术) 内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	交通运输、物流仓储业
资金利率	1.75%		1.75%		尚未明确
期限	1 年 (最长可展期 2 次至 3 年)				
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平, 其中 1-5 年期贷款利率不高于 5 年期 LPR		-	与同期限档次贷款市场报价利率 (LPR) 大致持平	尚未明确

资料来源: 中国人民银行, 信达证券研发中心

图 10: 再降 LPR 抓手或为存款利率改革



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。