

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：定期点评

社融总量强结构弱，未来或仍反复

——2022年5月金融数据点评

2022年6月11日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座

28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **4月M2及社融明显增长。**2022年5月M2增速为11.1%(前值10.5%)，明显超过一致预期；社融存量329.19万亿元，同比增长10.5%(前值10.2%)，有所回升。5月，社融新增2.79亿元，仅次于2022年同期。1-5月社融累计绝对值15.76万亿元，仅低于2020年同期，为经济修复提供了重要保障。

➤ **贷款和政府债券是融资主力。**5月新增信贷、地方政府专项债、企业债、股票融资分别为2.79万亿元、1.06万亿元、-108亿元、292亿元。截止6月10日，2022年新增地方专项债已发行2.59万亿元，完成全年总额度约71%，按照“今年下达的额度6月底前发行完毕”的要求，6月剩余时间要发行约1.06万亿元，对6月社融有较大支撑，但债券的供给压力也值得关注。

➤ **5月信贷结构差。结构上看，第一，居民加杠杆不足。**5月企业贷款增加1.53万亿元，住户贷款仅增加2888亿元，住户近3个月新增贷款占比为14.6%(前值4.0%)，而企业近3个月新增贷款占比为81.1%(前值86.0%)，尽管结构较4月有所好转，但住户加杠杆动力仍不足。至此，住户3个月贷款占比已连续4个月维持低位，时间和幅度均为2015年以来之最。往后看，住户加杠杆动力修复大概率较慢，一是疫情影响未完全消退，社会流动和信心重构尚需时日，一部分人可能不愿加杠杆；二是疫情加剧财富分化，佐证是住户存款高增的同时伴随失业率攀升，一季度居民支出收入比大幅下滑，这种情况下，一部分人贷款资质下降；三是尽管多地购房政策松绑，房贷利率下行，但房价上涨预期不足制约居民需求。**第二，企业中长期贷款占比和增速进一步走低。**企业近3个月新增中长期贷款合计占比47.2%(前值49.2%)，而同期短贷和票据融资合计占比53.0%(前值50.4%)。企业中长期贷款增速和短期贷款增速分别为11.5%(前值11.7%)、14.5%(前值12.3%)。

➤ **实体经济存款好转，财政性存款回落。**5月人民币存款增加3.04万亿元。从存款增速看，受益于减税降费的实施，4月财政性存款增速回落至3.2%(前值11.3%)，住户存款增速和企业存款增速分别为12.8%(前值12.2%)、9.52%(前值7.64%)；从存款占比看，近3个月实体经济存款(住户+企业)占比提升至83.7%(前值61.5%)，其中住户存款和企业存款占比分别提升12个百分点和10个百分点。

➤ **市场启示：5月社融总量强结构弱，关注社融总量和结构反复中存在**

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



的债市交易机会。经济弱修复下扰动因素仍较多，如长期不确定因素增多导致居民和企业信心恢复缓慢、通胀传导和结构性通胀仍在持续等。社融在5月狭义资金面充裕、LPR下调、专项债发行的驱动下好转符合市场预期，问题是接下来是否“一帆风顺”？不确定性在于，融资需求恢复可能较慢，同时，受制于物价、汇率、资本流出、短期稳增长和长期可持续发展之间权衡等因素，货币金融政策在较长时期内相对克制。但货币供应量高增下融资利率下行趋势较确定。预计社融反复的概率较大。对于债市，可能根据疫情、经济、社融等反复调整，可以关注其中的交易机会，但上述因素整体处于震荡好转趋势，因此收益率中枢抬升概率加大。

➤ **风险提示：**疫情反复；通胀大幅上行；房地产在政策边际松绑下恢复力度不足；居民信心恢复慢于预期；地缘政治风险等。

图表目录

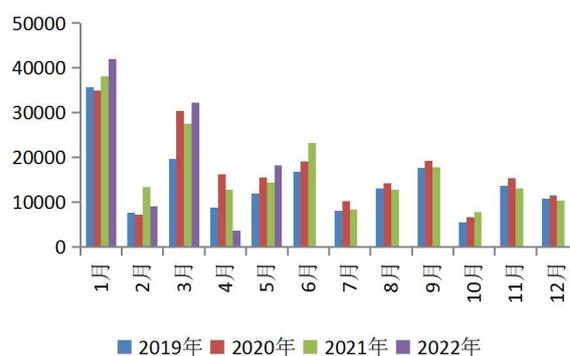
图 1：M2 及社融存量同比增速（%）	4
图 2：新增社融当月值（亿元）	4
图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比.....	4
图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比.....	4
图 5：M2-M1 走势（%）	4
图 6：住户存款增速和企业存款增速（%）	4

图 1：M2 及社融存量同比增速 (%)



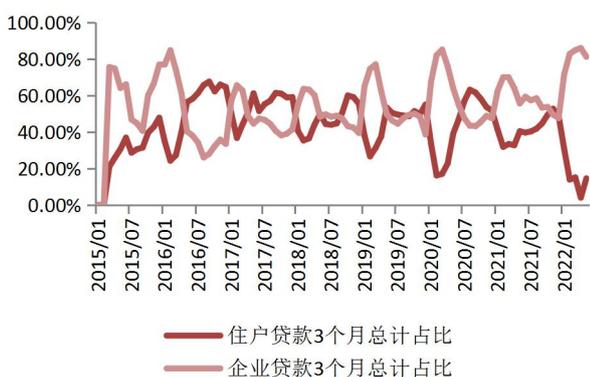
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值 (亿元)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比



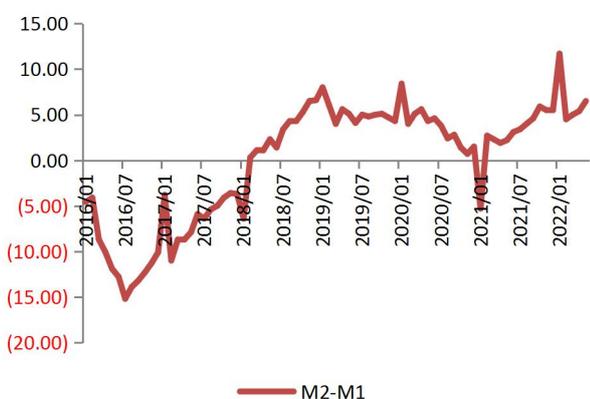
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比



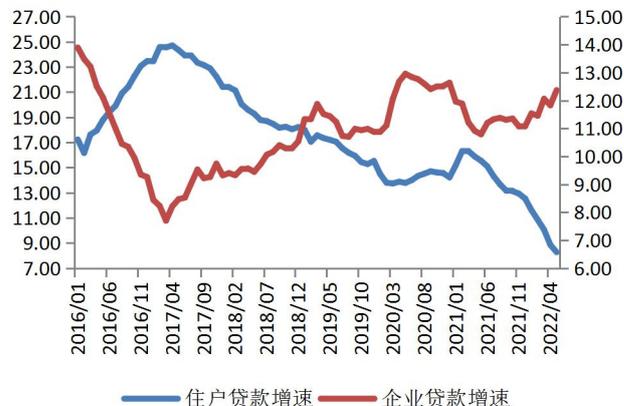
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：M2-M1 走势 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：住户存款增速和企业存款增速 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

