

5月信用扩张总量强、结构弱，6月或迎来结构改善

—2022年5月金融数据点评

2022年6月11日

事件：

据人民银行初步统计，2022年5月，社融新增27900亿元，同比多增8378亿元，截止2022年5月，社融存量329.19万亿元，累计同比+10.5%，前值+10.2%；2022年5月，新增人民币贷款18900亿元，同比多增3900亿元；2022年5月，M0、M1和M2分别同比+13.5%、+4.6%、+11.1%，较上月分别+2.1PCTS、-0.5PCTS和+0.6PCTS。

核心观点：

新增社融超预期回升，合并前5月看今年宽信用力度较大

2022年5月社融增量27900亿元，市场预期为23708亿元。2022年5月社融同比多增8378亿元，与上月的同比少增相比重回上升通道。结构上，5月社融回升主要系新增人民币贷款和政府债券分别同比多增近4000亿元，其余项贡献较小。合并前5月数据看，2022年前5月新增社融157627亿元，为2017年以来历年前5月的次高（仅低于2020年同期的174003亿元），表明今年前5月宽信用力度较大。

人民币贷款总量改善明显，但结构仍然不佳

5月新增人民币贷款18900亿元，同比多增3900亿元，与4月的同比少增8246亿元相比总量改善明显。结构上，5月社融同比多增主要系企业端的短期贷款和票据融资支撑，企业端中长期贷款和居民端中长期贷款均同比少增，是5月新增人民币贷款的主要拖累项。总体来看，5月新增人民币贷款总量虽然回升，但结构并不好，居民房贷、经营贷扩张乏力，同比少增，企业中长期贷款增速仍然在放缓，同比少增近1000亿元，显示经济内在中长期融资需求仍然不足，居民购房、经营以及企业进行长期融资的意愿仍然有待恢复。

5月疫情影响仍然不小、叠加购房意愿不足，居民贷款仍然有待恢复

5月居民短期贷款小幅回升（仅同比多增34亿元），但中长期贷款仍然同比少增3379亿元，主要系：1，5月疫情影响仍然不小，居民消费场景缺失、收入预期转弱，消费贷和经营贷借贷意愿不足。2，刺激政策进一步加码之下，居民购房意愿仍然较低。

5月疫情影响仍在，叠加原材料价格高位运行和房地产行业不景气持续，企业中长期贷款需求不足

5月企业短期贷款和票据融资分别同比多增3286亿元和5591亿元，中长期贷款同比少增977亿元。企业贷款呈现总量强，结构弱的特点，主要系：1，5月疫情虽然缓和，但对制造业企业的生产和需求影响仍在，制造业企业融资需求未能充分释放。2，原材料价格仍然高位运行，下游企业成本压力仍然很大，融资需求受到抑制。3，地产对信贷的拉动仍然较弱，房企总体对信用扩张仍然持谨慎态度。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

➤ **政府债发行 4 月短暂放缓后，5 月再加速**

2022 年 5 月，政府债券融资新增 10600 亿元，同比多增 3899 亿元，多增额度上月录得低位后，本月出现回升（1、2、3、4 月分别同比多增 3589、1705、3943 和 173 亿元）。预计 6 月政府债发行仍将放量，对 6 月社融形成有力支撑。国务院 2022 年 5 月 31 日发布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》表示要加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕。按 6 月底前发行完成度在 90%-95% 计算，6 月仍将新发行专项债 1.08 万亿元到 1.25 万亿元之间。叠加中央政府国债和地方政府一般债，6 月政府债发债超 1 万亿已是大概率事件。

➤ **5 月 M2 增速继续提升，2021 年 3 月以来第二次位于 10% 以上**

5 月 M2 增速录得 11.1%，自 2021 年 3 月以来第二次位于 10% 以上。M2 增速的持续回升可能主要系：**1，减税降费政策发力，企业留存资金增多。2，为实现稳增长，财政靠前发力之下，财政存款向企业存款转移。3，疫情之下收入受损、预期转弱，居民储蓄意愿有所增加。**虽然 M2 增速有所回升，但 5 月 M1-M2 剪刀差较上月继续下降，显示货币总量增加的同时，货币活化程度持续降低，反映了在预期不确定性增加的情况下，企业投产和扩张的动力仍然有待恢复。

➤ **展望：信用扩张总量强、结构弱，实现高质量宽信用仍需市场主体活力进一步恢复**

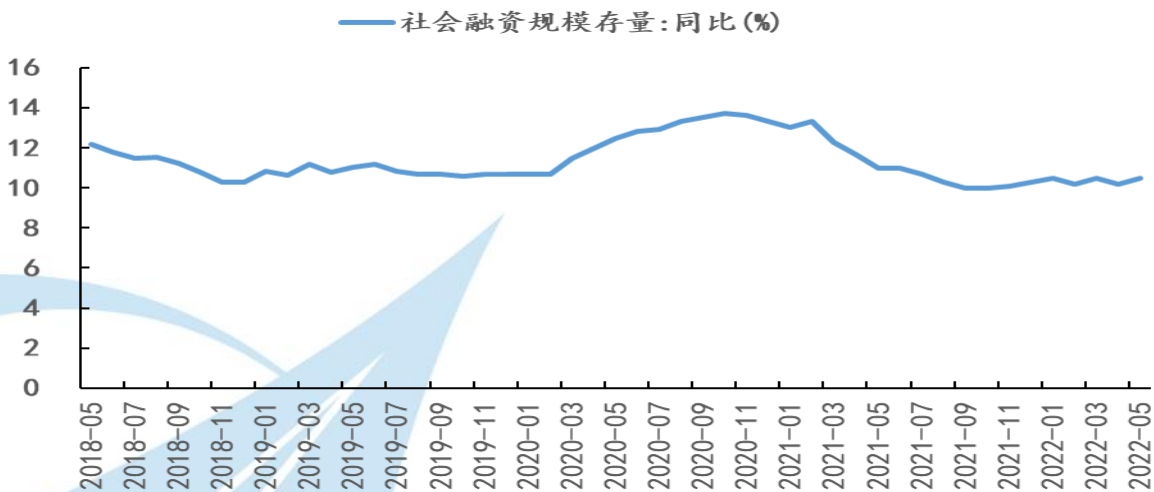
5 月信用在总量上扩张效果明显，体现了近期一系列总量层面上宽货币和宽信用政策的效果。但信用扩张偏向中短期，长期信用扩张效果仍然不佳，核心原因在于疫情影响、房地产不景气、原材料成本高位运行等多种因素作用下，居民和作为市场主体的企业对未来的预期仍然较弱。

总体来看，我国要实现高质量宽信用，一方面需要总量层面宽货币和宽信用政策继续推进、各项定向宽信用政策持续加强对薄弱环节的定向流动性支持，另一方面更需要居民和企业预期转强。目前在疫情持续缓和的前提假设下，虽然后续经济回升的斜率仍存不确定性，但经济底部已经基本探明。5 月主要经济数据预计仍处低位，6 月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段，在 6 月疫情不出现突然恶化的假设下，预计 6 月经济动能将较 5 月明显恢复，信用扩张在总量保持强度的同时，在结构上也将迎来改善。

一、新增社融超预期回升，合并前5月看今年宽信用力度较大

2022年5月社融增量27900亿元，市场预期为23708亿元。2022年5月社融同比多增8378亿元，与上月的同比少增相比重回上升通道。5月社融存量累计同比+10.5%，增速自上月下行后，实现回升。环比较上，5月社融环比多增18798亿元，环比多增幅度远超2019年-2022年同期，显示5月社融回升具有超季节性。结构上，5月社融回升主要系新增人民币贷款和政府债券分别同比多增近4000亿元，其余项贡献较小。合并前5月数据看，2022年前5月新增社融157627亿元，为近5年前5月的次高（仅低于2020年同期的174003亿元），表明今年前5月宽信用力度较大。

图表1：信用触底反弹



资料来源：wind，中航证券研究所

图表2：2022年5月社融分项情况及季节性对比（亿元）

项目	2022年5月同比	2022年5月环比	2021年5月环比	2020年5月环比	2019年5月环比	2022年5月	2021年5月	2020年5月	2019年5月
总	8,378.0	18798.0	952.0	839.0	414.2	27,900.0	19,522.0	31,866.0	17,123.7
表内									
新增人民币贷款	3,906.0	14584.0	1,454.0	-737.0	3,122.6	18,200.0	14,294.0	15,502.0	11,855.5
新增外币贷款	-247.0	520.0	279.0	-453.0	521.2	-240.0	7.0	457.0	190.7
表外									
新增委托贷款	276.0	-130.0	-195.0	306.0	565.7	-132.0	-408.0	-273.0	-631.1
新增信托贷款	676.0	-4.0	33.0	-360.0	-180.8	-619.0	1,295.0	-337.0	-51.9
新增未贴现银行承兑汇票	-142.0	1489.0	1,226.0	259.0	-411.4	-1,068.0	-926.0	836.0	-768.4
直接									
企业债券融资	969.0	-3587.0	-4,701.0	-6,358.0	-2,916.0	-108.0	1,077.0	2,879.0	1,032.9
非金融企业境内股票融资	-425.0	-874.0	-97.0	38.0	-2.5	292.0	717.0	353.0	259.2
其他									
政府债券	3,899.0	6688.0	2,962.0	8,005.0	-576.0	10,600.0	6,701.0	11,362.0	3,856.7

资料来源：wind，中航证券研究所

图表3：历年前5月社融合并口径对比（亿元）

项目	2022年前5月	2021年前5月	2020年前5月	2019年前5月	2018年前5月	2017年前5月
总	157,627.00	140,981.00	174,003.00	119892	94050	111618
表内						
新增人民币贷款	105,179.00	106,240.00	104,257.00	83482	70858	67622
新增外币贷款	750.00	1,579.00	3,277.00	101	239	400
表外						
新增委托贷款	327.00	-672.00	-1,822.00	-4106	-6361	6044
新增信托贷款	-2,924.00	-6,192.00	-443.00	913	-310	10346
新增未贴现银行承兑汇票	-2,833.00	167.00	1,673.00	923	933	5901
直接						
企业债券融资	16,701.00	11,627.00	29,908.00	14232	9930	-2883
非金融企业境内股票融资	4,440.00	3,998.00	1,924.00	1052	2254	3823
其他						
政府债券	30,334.00	17,025.00	30,500.00	17748	10027	16148

资料来源：wind，中航证券研究所

二、人民币贷款：总量改善明显，但结构仍然不佳

5月新增人民币贷款18900亿元，同比多增3900亿元，与4月的同比少增8246亿元相比总量改善明显。结构上，5月信贷同比多增主要系企业端的短期贷款和票据融资分别同比多增3286亿元和5591亿元支撑，而企业端中长期贷款同比少增977亿元，居民端中长期贷款同比少增3379亿元，是5月新增人民币贷款的主要拖累项。总体来看，5月新增人民币贷款总量虽然回升，但结构并不好，居民房贷、经营贷扩张乏力，同比少增，企业中长期贷款增速仍然在放缓，同比少增近1000亿元，显示经济内在中长期融资需求仍然不足，居民购房、经营以及企业进行长期融资的意愿仍然有待恢复。

合并前5个月信贷数据来看，今年前5个月新增信贷规模已达近5年历史同期最高，但结构上是近5年同期最差。长短期上看，今年前5个月新增人民币贷款中长期贷款占比为54.38%，是近5年历史同期最低，主要系：1，年初以来居民中长期贷款始终不振，1-5月合并数据为11433亿元，为近5年历史同期最低。2，年初以来企业贷款中，虽然中长期贷款新增绝对值为近5年次高，但企业短期贷款和票据融资占比超过过去5年水平。

图表4：2022年5月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年5月同比	2022年5月环比	2021年5月环比	2020年5月环比	2022年5月	2021年5月	2020年5月	2019年5月
总	新增人民币贷款	3,900.0	12,446.0	300.0	2,200.0	18,900.0	15,000.0	14,800.0	11,800.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	3,911.0	10,266.9	771.0	950.0	11,611.0	2,700.0	5,178.0	4,289.0
	新增人民币贷款:中长期	4,356.0	4,259.7	569.0	31.0	6,598.0	10,954.0	9,967.0	7,201.0
居民	新增人民币贷款:居民户	3,344.0	5,058.0	949.0	374.0	2,888.0	6,232.0	7,043.0	6,625.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	34.0	3,695.9	441.0	101.0	1,840.0	1,806.0	2,381.0	1,948.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	3,379.0	1,360.7	492.0	273.0	1,047.0	4,426.0	4,662.0	4,677.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1,243.0	9,516.0	505.0	1,104.0	15,300.0	8,057.0	8,459.0	5,224.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	3,286.0	4,590.0	503.0	273.0	2,642.0	-644.0	1,211.0	1,209.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-977.0	2,899.0	-77.0	242.0	5,551.0	6,528.0	5,305.0	2,524.0
	新增人民币贷款:票据融资	5,591.0	1,981.0	-1,173.0	2,324.0	7,129.0	1,538.0	1,586.0	1,132.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表5：历年前5月新增信贷合并口径对比（亿元）

	项目	2022年前5月	2021年前5月	2020年前5月	2019年前5月	2018年前5月	2017年前5月
总	新增人民币贷款	108,754.0	106,400.0	102,757.0	80,058.0	71,893.0	64,300.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	45,225.1	16,673.0	40,102.0	28,464.0	15,692.0	6,330.0
	新增人民币贷款:中长期	59,136.3	86,977.0	62,903.0	53,689.0	53,565.0	59,689.0
居民	新增人民币贷款:居民户	13,318.0	37,115.0	25,785.0	29,983.0	28,927.0	30,316.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	1,927.1	8,000.0	4,152.0	7,333.0	8,630.0	6,919.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	11,433.3	29,144.0	21,651.0	22,642.0	20,366.0	23,367.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	91,884.0	69,109.0	78,422.0	53,495.0	41,881.0	37,348.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	22,994.0	9,209.0	24,149.0	10,292.0	6,139.0	13,663.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	47,703.0	57,833.0	41,252.0	31,047.0	33,199.0	36,322.0
	新增人民币贷款:票据融资	20,304.0	-536.0	11,801.0	10,839.0	923.2	-14,283.6

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表6：历年前5月新增信贷中各类信贷占比

	项目	2022年前5月	2021年前5月	2020年前5月	2019年前5月	2018年前5月	2017年前5月
总	新增人民币贷款	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
长短期	短期贷款及票据融资占新增人民币贷款比例	41.58%	15.67%	39.03%	35.55%	21.83%	9.84%
	中长期新增人民币贷款占新增人民币贷款比例	54.38%	81.75%	61.22%	67.06%	74.51%	92.83%
居民	居民户新增人民币贷款占新增人民币贷款比例	12.25%	34.88%	25.09%	37.45%	40.24%	47.15%
	居民户新增人民币贷款中短期贷款占比	14.47%	21.55%	16.10%	24.46%	29.83%	22.82%
	居民户新增人民币贷款中长期贷款占比	85.85%	78.52%	83.97%	75.52%	70.40%	77.08%
企业	新增企(事)业单位人民币贷款占新增人民币贷款比例	84.49%	64.95%	76.32%	66.82%	58.25%	58.08%
	新增企(事)业单位贷款中短期贷款占比	25.03%	13.33%	30.79%	19.24%	14.66%	36.58%
	新增企(事)业单位贷款中长期贷款占比	51.92%	83.68%	52.60%	58.04%	79.27%	97.25%
	新增企(事)业单位贷款中票据融资占比	22.10%	-0.78%	15.05%	20.26%	2.20%	-38.24%

资料来源: wind, 中航证券研究所

(1) 5月疫情影响仍然不小，叠加购房意愿不足，居民贷款仍然有待恢复

5月居民短期贷款小幅回升(仅同比多增34亿元)，但中长期贷款仍然同比少增3379亿元，主要系：

1, 5月疫情影响仍然不小，居民消费场景缺失、收入预期转弱，消费贷和经营贷借贷意愿不足。5月疫情虽然较4月明显好转，但全月来看，疫情影响仍然不小。从18大城市地铁客运量角度，5月18大城市合计地铁客运量同比下滑41.5%，与4月的下滑41.1%相近。出行、聚集仍然受限的情况下，居民消费场景的缺失、收入预期转弱的因素仍然存在，消费、经营的借贷意愿仍然不足。**2, 刺激政策进一步加码之下，居民购房意愿仍然较低。**年初以来，各地取消/放松限购及限售、降首付比例、降低房贷利率、公积金贷款优惠、购房补贴、房企资金支持等刺激政策频出，5月刺激政策进一步加码，但出行受限之下看房不便、收入预期转弱之下加杠杆偏谨慎、房企频繁暴雷之下居民对期房信任度下降等因素的叠加，使得居民房贷需求仍然不足。5月30大中城市商品房成交面积同比萎缩50%，萎缩幅度与4月的53.5%相近。

图表 7：18 大城市地铁客运量较去年同期同比变化

	下滑幅度较上期加深城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
6月1日-6月8日	1	-21.7%	-69.1%	-65.0%	84.0%	-5.7%	-13.6%	-3.5%	-10.5%	-16.7%	-43.7%	-2.5%	-0.2%	-9.8%	0.4%	21.8%	19.2%	-12.4%	26.9%	9.7%
5月下旬	10	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	2	-41.0%	-77.2%	-	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	14	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	6	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	5	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	17	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	9	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	17	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	-	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
5月	5	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	16	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	-	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源：wind，中航证券研究所

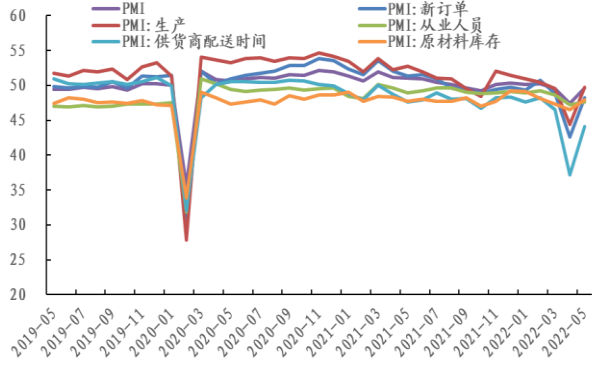
(2) 5月疫情影响仍在，叠加原材料价格高位运行和房地产行业不景气持续，企业中长期贷款需求不足

5月企业短期贷款和票据融资分别同比多增3286亿元和5591亿元，中长期贷款同比少增977亿元。

企业贷款呈现总量强，结构弱的特点，主要系：**1, 5月疫情虽然缓和，但对制造业企业的生产和需求影响仍在，制造业企业融资需求未能充分释放。**5月官方制造业PMI录得49.6%，较上月+2.2PCTS，虽有改善，但仍然位于荣枯线之下。季节性上看，今年5月制造业PMI为有记录以来5月次低，但较4月的变化明显高于历年均值，表明5月制造业景气度虽然仍处在收缩区间，但下滑的趋势得到明显遏制。结构上看，在PMI供应商配送时间指数带动PMI下行，令PMI指标存在一定的“虚减”的情况下，5月PMI新订单指数和生产指数是本月官方制造业PMI上行的主要支撑项。需求、生产同步改善之下，5月制造业景气度下滑趋势得到明显遏制，但仍需时间重回扩张区间，制造业企业中长期融资需求未能充分释放。**2, 原材料价格仍然高位运行，下游企业成本压力仍然很大，融资需求受到抑制。**5月，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格继续同比上涨，但涨幅较上月普遍下降，螺纹钢、线材、普通中板等钢材价格同比下行，下行幅度较上月加深，国际油价继续同比上行，上行幅度略强于上月。5月PPI采掘工业同比+29.7%，较上月-8.6PCTS，PPI原材料工业同比+15.1%，较上月-2.3PCTS，PPI加工工业同比+3.2%，较上月-1.6PCTS，下游制造业成本压力持续上行的趋势得到一定遏制，但仍然不小，对制造业融资需求形成抑制。**3, 地产对信贷的拉动仍**

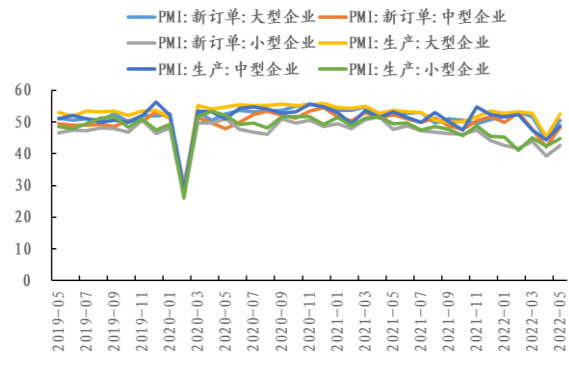
然较弱。30大中城市商品房成交面积看，5月居民购房面积仍处低位。在居民购房需求不足的情况下，房地产企业投资意愿仍然偏弱，5月100大中城市土地成交面积同比-34.4%，较4月的-26.2%进一步下滑，100大中城市成交土地溢价率也始终处在低位，显示房企总体对信用扩张仍然持谨慎态度。

图表 8：PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 9：不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 10：今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积 (万平方米)		100大中城市供应土地面积 (万平方米)		100大中城市成交土地面积 (万平方米)		100大中城市成交土地溢价率	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
6月第一周	221.5	463.3	2,926.66	2,696.55	1114.4	2765.0	3.13	7.93
5月第四周	232.2	412.3	3,434.15	2,944.72	1483.4	2319.8	3.67	14.80
5月第三周	221.8	425.3	2,059.66	2,586.18	1456.7	2332.5	3.24	19.71
5月第二周	217.5	457.1	1,914.89	1,870.36	1383.7	2066.6	2.69	14.53
5月第一周	129.2	307.2	1,067.88	1,434.01	1019.4	1430.5	1.16	20.07
4月第四周	221.6	458.8	2,893.93	4,231.06	1908.1	3406.3	6.54	21.17
4月第三周	214.7	419.7	1,776.91	2,465.30	1832.8	1805.9	4.11	27.78
4月第二周	181.5	410.1	1,785.97	2,169.17	1467.2	1465.8	2.73	28.62
4月第一周	152.0	367.6	966.02	3,242.17	808.2	1470.3	2.23	29.55
3月第五周	255.6	427.1	2,483.47	3,274.60	2005.3	1814.2	3.04	23.06
3月第四周	233.0	415.4	2,561.30	1,905.61	1305.5	1447.9	5.04	18.34
3月第三周	184.4	425.0	1,391.23	1,787.39	992.8	1433.4	4.32	16.40
3月第二周	203.3	377.9	2,414.81	1,905.13	1211.5	2676.8	5.12	20.11
3月第一周	238.0	412.8	1,903.04	1,974.48	1737.6	2742.7	4.82	14.02
5月合计	800.7	1601.9	8476.6	8835.3	5343.3	8149.4	---	---
4月合计	769.8	1656.2	7422.8	12107.7	6016.3	8148.3	---	---
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7252.6	10115.0	---	---
6月第一周同比	-52.2%		8.5%		-59.7%		-60.5%	
5月第四周同比	-43.7%		16.6%		-36.1%		-75.2%	
5月第三周同比	-47.9%		-20.4%		-37.5%		-83.6%	
5月第二周同比	-52.4%		2.4%		-33.0%		-81.5%	
今年5月同比	-50.0%		-4.1%		-34.4%		---	
今年4月同比	-53.5%		-38.7%		-26.2%		---	
今年3月同比	-45.9%		-0.9%		-28.3%		---	

资料来源：wind，中航证券研究所（注：黄色代表今年较去年少，绿色代表去年比今年少，商品房成交每周取值为周日到周六，土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日）

三、除信贷外的社融其他重要分项

(1) 政府债发行 4 月短暂放缓后，5 月再加速

2022年5月，政府债券融资新增10600亿元，同比多增3899亿元，多增额度上月录得低位后，本月出现回升（1、2、3、4月分别同比多增3589、1705、3943和173亿元）。在财政和基建靠前发力的政策指导下，今年前5个月新增专项债发行规模累计约20339亿元，比去年同期增加约1.5万亿元，发行进度明显快于去年。预计6月政府债发行仍将放量，对6月社融形成有力支撑。国务院2022年5月31日发布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》表示，要“抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的3.45万亿元专项债券发行使用进度，在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使

用完毕。”按6月底前发行完成度在90%-95%计算，6月仍将新发行专项债1.08万亿元到1.25万亿元之间。叠加中央政府国债和地方政府一般债，6月政府债发行超1万亿已是大概率事件。

(2) 表外三项收缩

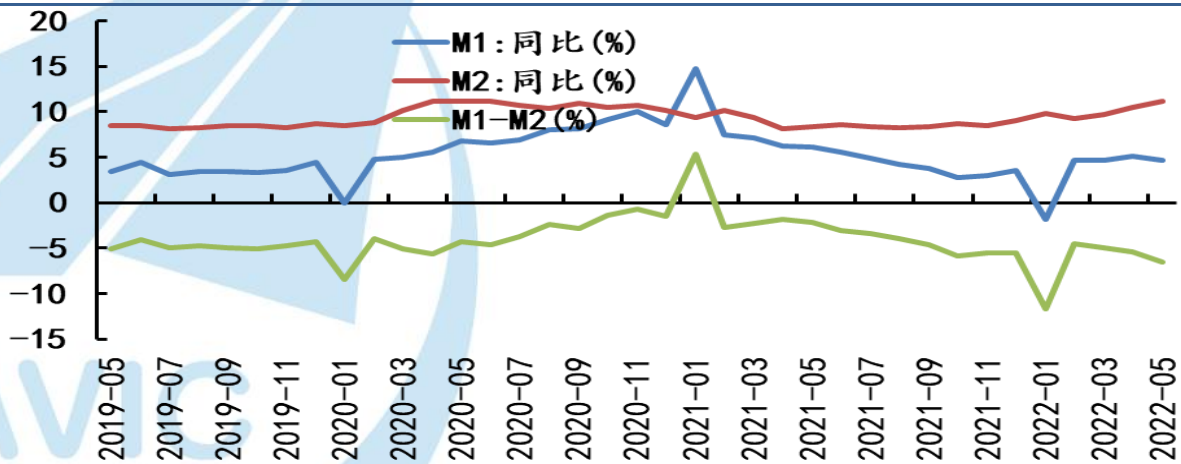
2022年5月，委托贷款、信托贷款继上月之后继续收缩，分别收缩132亿元和619亿元，二者的持续收缩或与地产风险持续暴露之下，地产类信托缩减规模有关。2022年5月，未贴现银行承兑汇票萎缩1068亿元，我们认为这主要与5月疫情影响仍在持续，企业开票需求下降以及银行基于冲量需求，将大量表外票据转入表内有关。

四、5月M2增速继续提升，2021年3月以来第二次位于10%以上

5月M2增速录得11.1%，自2021年3月以来第二次位于10%以上。M2增速的持续回升可能主要系：
1，减税降费政策发力，企业留存资金增多。国家税务总局6月10日数据显示，截至6月9日，全国已累计新增退税减税降费及缓税缓费超2万亿元。
2，为实现稳增长，财政靠前发力之下，财政存款向企业存款转移。2022年5月财政存款新增5592亿元，同比少增3665亿元，而企业存款则新增11000亿元，同比多增12240亿元。
3，疫情之下收入受损、预期转弱，居民储蓄意愿有所增加。2022年5月居民存款新增7393亿元，同比多增6321亿元。

虽然M2增速有所回升，但5月M1-M2剪刀差较上月继续下降，显示货币总量增加的同时，货币活化程度持续降低，反映了在预期不确定性增加的情况下，企业投产和扩张的动力仍然有待恢复。

图表 11: M2 和 M1 走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

五、展望：信用扩张总量强、结构弱，实现高质量宽信用仍需市场主体活力进一步恢复

5月信用在总量上扩张效果明显，体现了近期一系列总量层面上宽货币和宽信用政策的效果。但信用扩张偏向中短期，长期信用扩张效果仍然不佳，核心原因在于疫情影响、房地产不景气、原材料成本高位运行等多种因素作用下，居民和作为市场主体的企业对未来的预期仍然较弱。

目前的基本情况是：疫情对经济的扰动预计在6月将大幅减弱，但是因4、5月疫情而受到巨大影响的经济，尤其是消费需要一段时间才能恢复。此外，即使排除疫情扰动，经济本身也有若干隐忧：房地产投资方面，5月房地产销售情况虽然下滑幅度逐周降低，但仍然较去年同比降40%以上。房企买地在5

月份从第一周到第四周同比下滑幅度持续加深，反映了房地产公司投资扩张意愿仍然不高；出口方面，在今年发达国家货币政策收紧叠加发展中国家复工复产的背景下，我国将难以维持前两年的高出口增速；消费方面，经济停滞造成失业率提升，居民现实收入与未来收入预期受损，这对消费造成的负面影响在疫情消退后依然会持续一段时间，财政需要发力来助力居民资产负债表修复。

总体来看，我国要实现高质量宽信用，一方面需要总量层面宽货币和宽信用政策继续推进、各项定向宽信用政策持续加强对薄弱环节的定向流动性支持，另一方面更需要居民和企业预期转强。目前在疫情持续缓和的前提假设下，虽然后续经济回升的斜率仍存不确定性，但经济底部已经基本探明。5月主要经济数据预计仍处低位，6月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段，在6月疫情不出现突然恶化的假设下，预计6月经济动能将较5月明显恢复，信用扩张在总量保持强度的同时，在结构上也将迎来改善。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符旻（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。