

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：

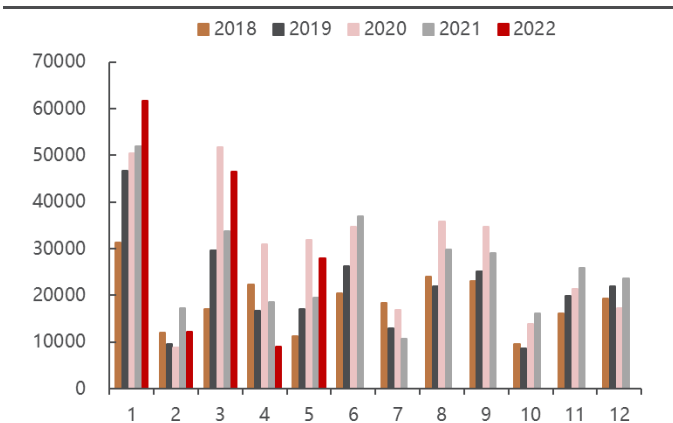
(1) 货币政策方面：首先从逻辑上看，疫情制约减弱之下稳增长诉求进一步凸显，而稳增长、稳就业需要良好的货币金融环境，因而预计货币政策不会缺席，将继续综合运用包含总量及结构、价格及数量在内的多种货币政策工具。

(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。

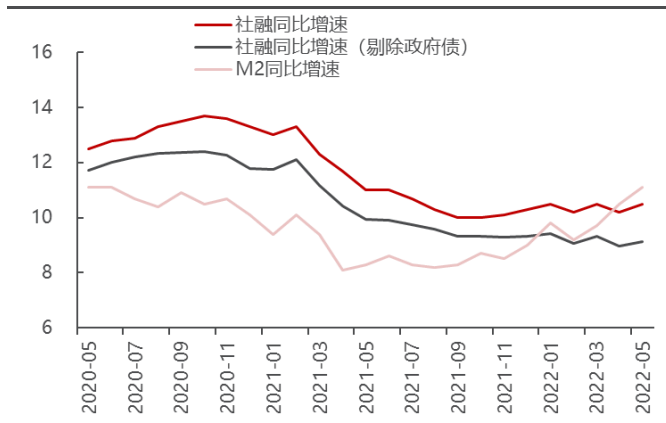
(3) 此外考虑近期政策性银行调增的 8000 亿信贷额度、房贷利率下降以及购房活动恢复、近期汽车消费政策密集释放等政策发力，社融信贷有新增支持因素。但考虑到疫情仍有零星出现，地产以及出口承压下，经济恢复的动能并不算强，宽信用是否能持续恢复、社融信贷修复的斜率还需观察。

图 1：新增社融季节性比较（亿元）



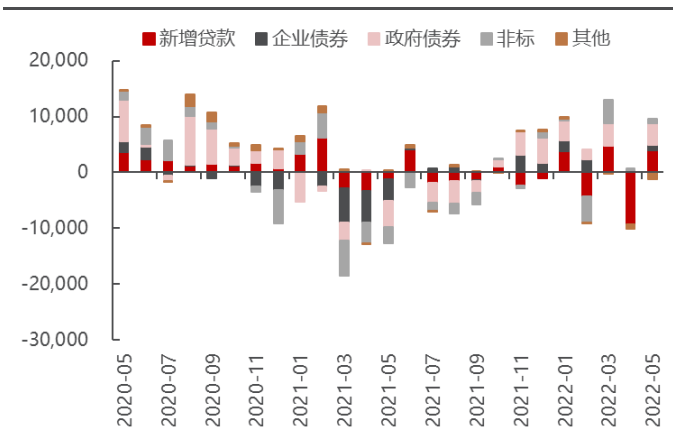
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：社融增速及 M2 增速（%）



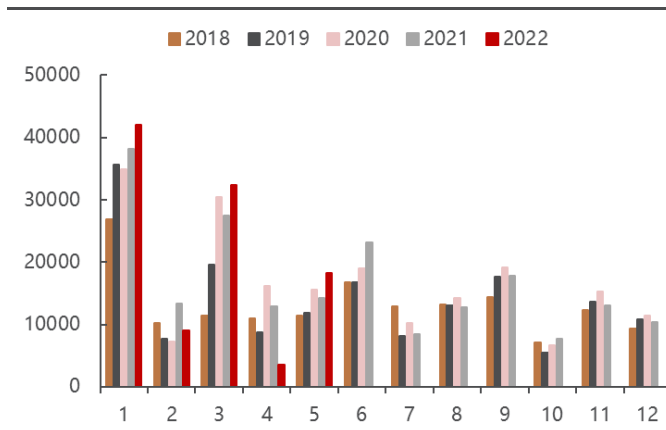
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：新增社融结构同比变动（亿元）



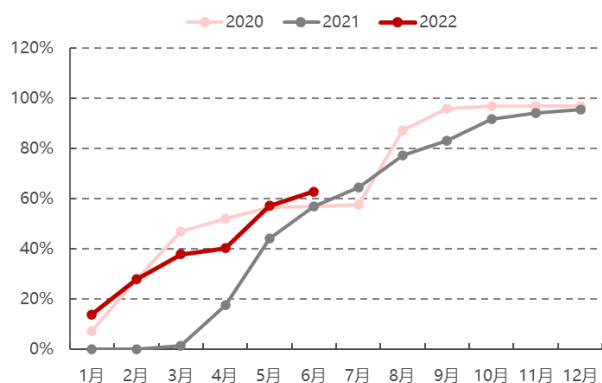
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：新增贷款季节性比较（亿元）



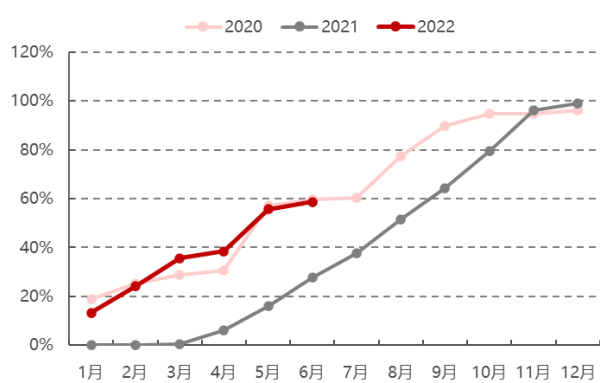
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：地方一般债发行进度（%）



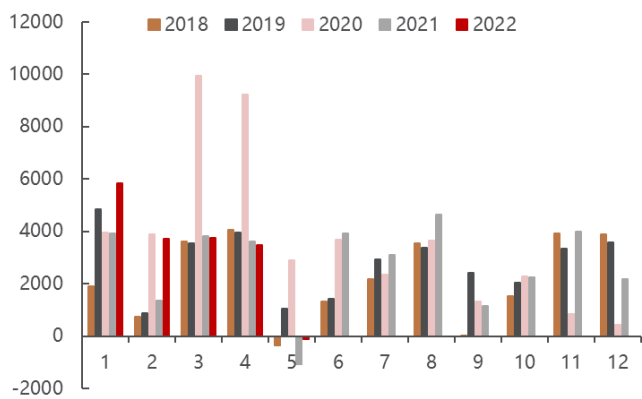
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：地方专项债发行进度（%）



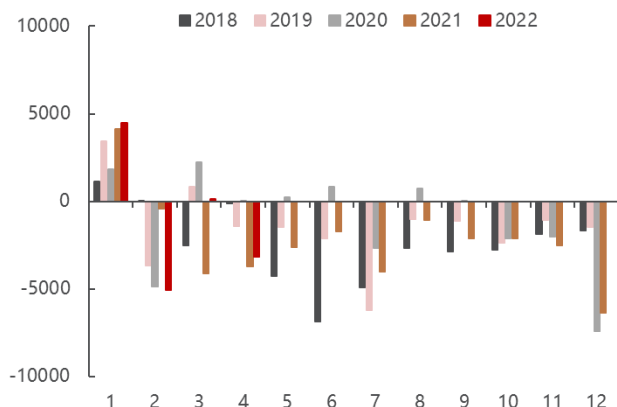
资料来源：wind，民生证券研究院

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。

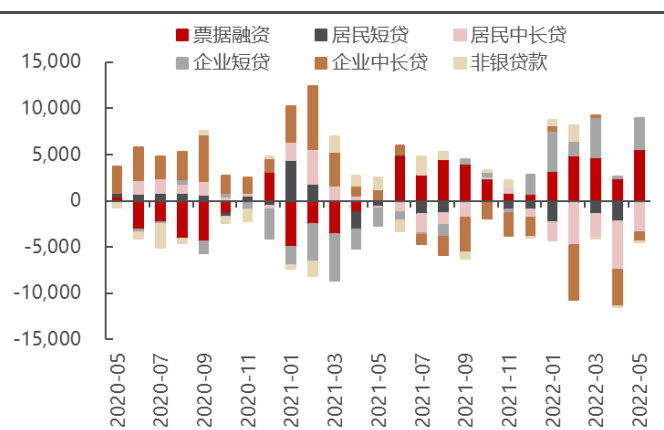
居民短贷低基数下同比微涨，因而难言有所改善，显示疫情反复之下居民消费及就业情况仍较严峻：居民短期贷款增加 1840 亿元，同比多增 34 亿元，主因去年基数较低，疫情反复下居民消费及就业仍受较大冲击。展望未来，居民短贷能否回暖，主要还是取决于疫情动向以及稳就业、保民生、促销费等组合式政策的实施效果。

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。

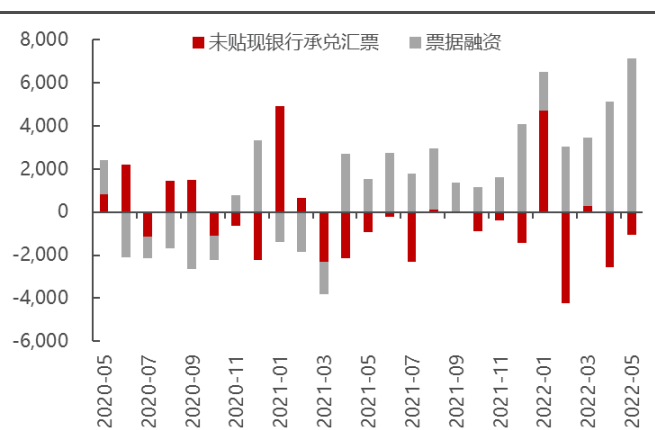
总结来看，在疫情逐步受控之下，评估政策组合发力后的宽信用成色，除了城投融资政策的边际变化形成进一步支撑之外，地产政策及其相关投融资是关键变量。

图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）



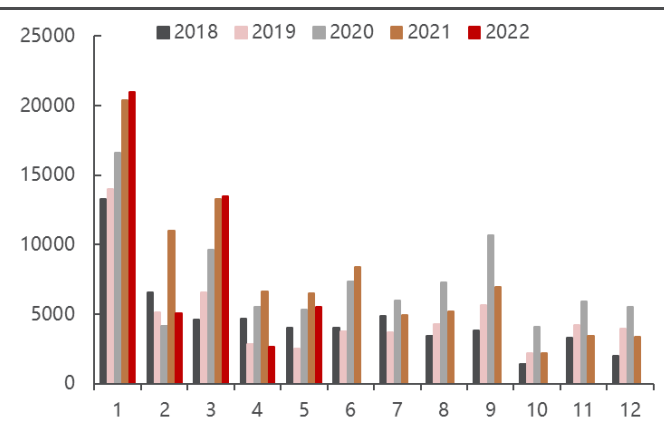
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：表内外票据融资规模比较（亿元）



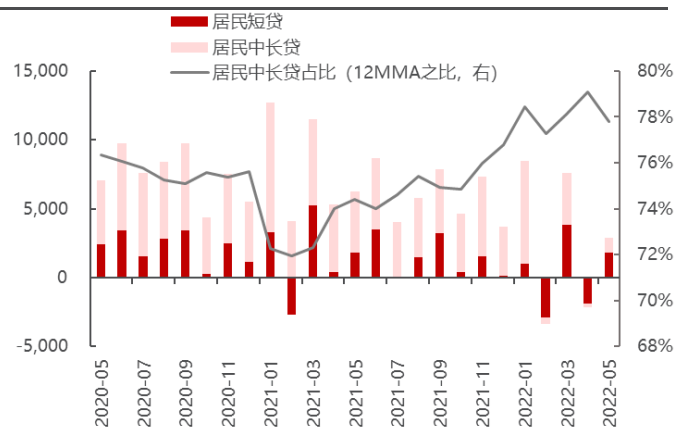
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：企业中长贷季节性比较（亿元）



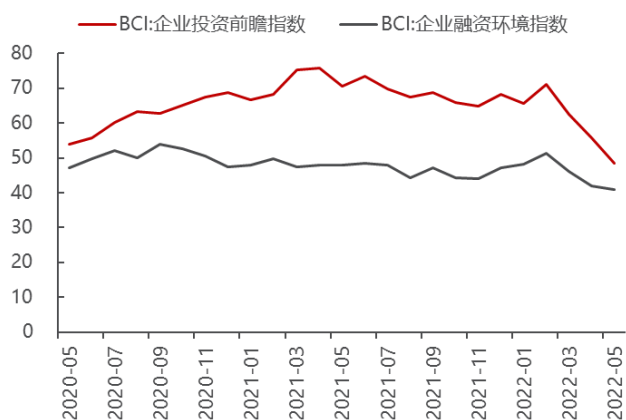
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：居民贷款结构（亿元，%）



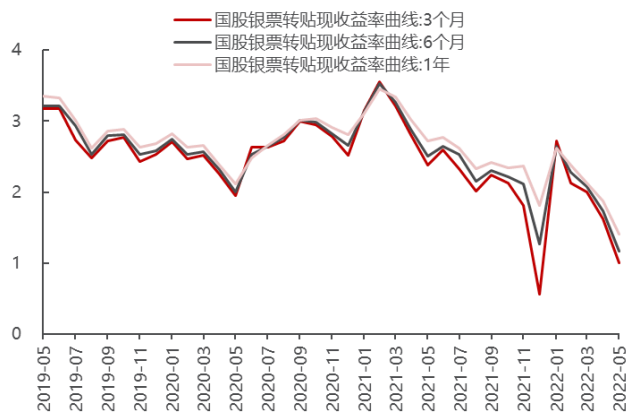
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



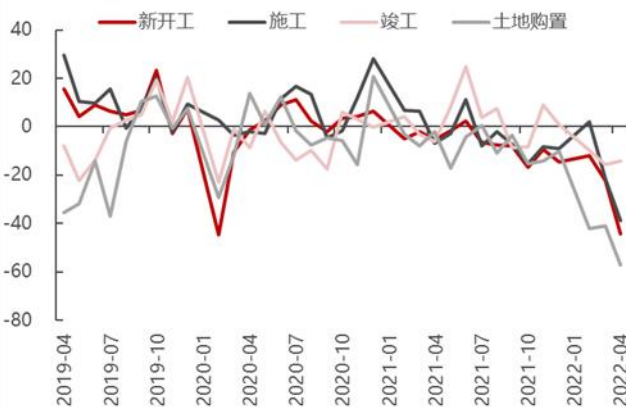
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：票据利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

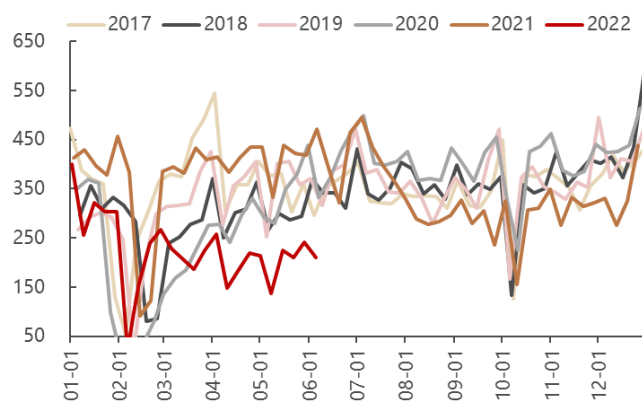
图 15：地产投资分项当月同比（%）



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

3 财政支出加速，“M2-M1”剪刀差大幅走扩

5月M2同比增速为11.1%，较上月上行0.6pct。M1同比增速为4.6%，较上月下行0.5pct。“M2-M1”剪刀差为6.5%，较上月上行1.1pct，剪刀差继续大幅走扩。

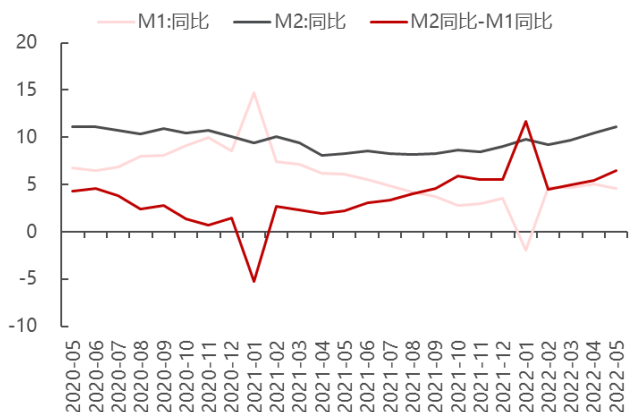
M1 同比下行，一方面与去年基数较高有关，另一方面也反映资金活性进一步转弱，主因或还是在于房地产销售市场景气度仍较差，居民消费及购房意愿不强，房企等相关企业活期存款增速下滑。**M2 增速进一步上行**，一方面反映央行加速结存利润上缴、财政支出力度较大，另一方面反映银行资金未能有效投向实体经济、部分淤积在银行间市场。

5月人民币存款增加30400亿元，同比多增4800亿元。各项存款同比增速10.5%，较上月上行0.1pct。具体来看：

居民存款增加7393亿元，同比多增6321亿元，而非银存款增加2568亿元，同比少增5262亿元，前者多增而后者少增，或与居民赎回理财产品等而导致资金回流至居民存款有关。

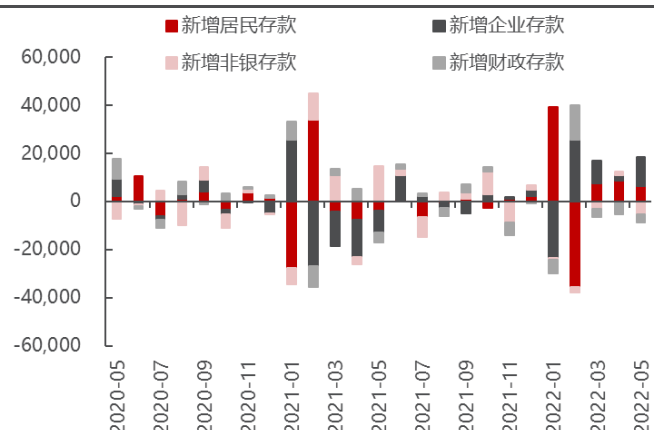
非金融企业存款增加11000亿元，同比多增12240亿元；财政存款增加5592亿元，同比少增3665亿元，反映财政支出力度继续加大，与M2上行相印证。展望未来，在财政继续积极发力、专项债进一步加速发行之下，预计财政存款将继续同比少增或多减。

图 17：M1、M2 增速及剪刀差（%）



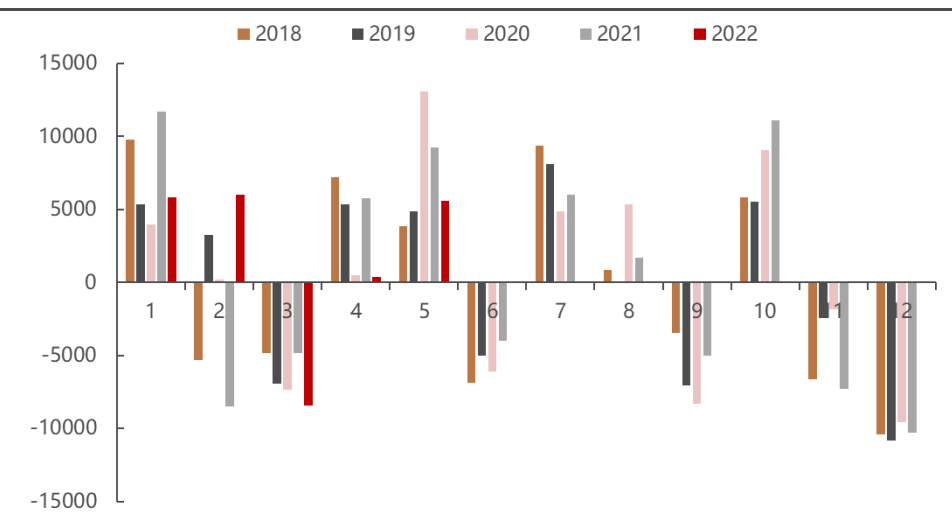
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：存款结构同比变化（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：财政存款季节性比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 社融总量不弱，结构改善仍需政策呵护

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。

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宽裕，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宽裕确定性较高，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。

5 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面超预期**：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、**海外地缘政治冲突**：海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1：新增社融季节性比较（亿元）	4
图 2：社融增速及 M2 增速（%）	4
图 3：新增社融结构同比变动（亿元）	4
图 4：新增贷款季节性比较（亿元）	4
图 5：地方一般债发行进度（%）	5
图 6：地方专项债发行进度（%）	5
图 7：企业债融资季节性比较（亿元）	5
图 8：非标融资季节性比较（亿元）	5
图 9：新增信贷结构同比变化（亿元）	7
图 10：表内外票据融资规模比较（亿元）	7
图 11：企业中长贷季节性比较（亿元）	7
图 12：居民贷款结构（亿元，%）	7
图 13：企业投资前瞻和融资环境指数（点）	8
图 14：票据利率（%）	8
图 15：地产投资分项当月同比（%）	8
图 16：30 大城市商品房成交面积（万平方米）	8
图 17：M1、M2 增速及剪刀差（%）	9
图 18：存款结构同比变化（亿元）	9
图 19：财政存款季节性比较（亿元）	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001