

## 宏观点评报告

## “稳信用”曙光渐现

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 事项：

2022年5月新增社融2.79万亿元，新增人民币贷款1.89万亿元，M2货币供应量同比增长11.1%。

## 平安观点：

- **5月社融强劲反弹，稳信用曙光渐现。**国内疫情形势缓和、多地复工复产推进、以及金融机构加大对实体经济的支持力度，带动5月新增社融达历史同期次高点，仅低于2020年5月。社融增长的大类结构相对均衡，表内信贷增长强劲、政府债加速发行是社融同比大增的主要原因；表外委托贷款和信托贷款压降规模放缓，对5月社融也有一定支撑。
- **5月新增人民币贷款达历史同期最高，中长期贷款投放仍有待加强。**1) 居民信贷仍然偏弱，但边际有所恢复。原因有三：一是，疫情防控趋缓，对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱；二是，地产托底政策积极，刺激居民按揭需求；三是，消费刺激政策积极，尤其汽车消费相关补贴，有助于提振居民消费贷款。2) 企业主要以短贷和票据“加杠杆”，中长期贷款同比减少。不过，短期贷款和票据融资为企业生产经营活动提供了必要的流动性，是中长期贷款逐渐提升的先决条件。随着经济基本面渐进恢复、央行积极推进宽信用，企业中长期贷款的滞后回暖依然值得期待。
- **5月M2增速较快回升，M2-M1差值走阔。**二者增速差走阔的原因有：1) 居民存款继续多增，预防性储蓄倾向仍在高位。2) 非银金融机构存款增量还在高位。4月以来资金利率持续低位，市场对“资产荒”的讨论再度增多。3) 企业短期现金流可能偏弱。财政留抵退税、缓缴税费政策有托底，却未有效转换至M1增速中。可能原因：经济基本面疲弱，企业经营性现金流入偏弱；企业对未来发展预期偏弱，闲置资金可能更多转为定期存款或金融投资，留待生产经营扩张的短期存款或有减少；房地产销售仍在低谷，而地产销售是居民存款“搬家”至企业部门的一大引擎。
- **5月社融强劲反弹，核心因素在于疫情防控压力缓和后，经济基本面复苏带来信贷需求恢复，政府债的提速发行亦有直接贡献。**展望下半年，中国经济复苏在疫情“深蹲反弹”后，亟需找到新的需求增长点。这一背景下，央行积极推进“稳信用”的诉求仍在，但在以短贷票据助企纾困之后，央行会更加关注企业中长期贷款的增长动能。后续看，“稳信用”或从以下三个方面着手：一是，降低实体经济融资成本，刺激稳信用成色更足的企业中长期贷款需求；二是，发挥结构性工具的撬动作用，尤其是支持绿色贷款投放；三是，加大对房地产领域的“托底”力度。在引导个人按揭贷款投放利率下行的同时，进一步满足房地产企业开发贷款需求，必要时或可调整房地产贷款集中度管理、“三道红线”等政策的相关要求。

## 一、“稳信用”曙光渐现

5月社融强劲反弹，“稳信用”曙光渐现。国内疫情形势缓和、多地复工复产推进，金融机构加大对实体经济的支持力度，令稳信用曙光出现。2022年5月新增社会融资规模2.79万亿，同比多增8378亿元，是历年同期新增社融的次高点，仅弱于2020年同期；社融存量同比增长10.5%，相比上月的“冰点”提升0.3个百分点。

5月社融增长的大类结构相对均衡，信贷融资、直接融资、表外融资分别同比多增3659亿、4443亿、810亿，各分项中，仅外币贷款、表内票据和非金融企业股票融资三个分项的增量同比减少。5月社融数据的强劲表现主要得益于：

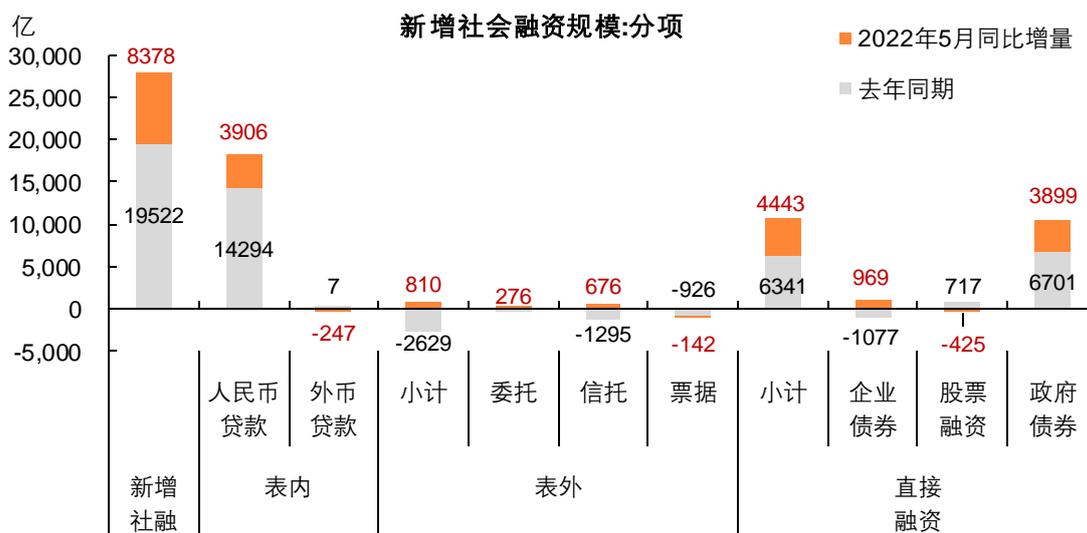
一是，社融口径表内信贷新增1.82万亿，同比多增0.39万亿，是历年同期最高的一次。5月并非信贷大月，表内信贷大幅放量，或因部分项目贷款此前受疫情影响延迟，5月逐渐复工复产后加速审批。将1-5月数据合并来看，社融口径新增人民币贷款和外币贷款同比分别减少1061亿元、829亿元。

二是，政府债加速发行，带动直接融资同比多增，对5月社融构成较强支撑。1) 企业债净融资减少108亿元，同比少减969亿元。5月是信用债融资小月，因多数企业去年年报公布后，信用评级需跟踪调整。然而，去年同期城投发债相关监管政策有所收紧，净融资大幅缩量，令基数相对较低。2) 非金融企业境内股票融资292亿元，同比少增425亿元。股票市场前期调整幅度较大，新股破发频现，对企业股票融资存在一定干扰。3) 2022年5月政府债券净融资10600亿元，同比多增3899亿元。财政部多次提及，今年新增地方政府专项债额度需在6月底前完成大部分发行，带动了政府债的加速发行。

三是，表外委托贷款和信托贷款压降规模放缓，对5月社融也有一定支撑。5月委托贷款压降132亿元，信托贷款压降619亿元，二者相比2021年同期共少减952亿元。今年以来，在经济下行压力加大的情况下，金融监管实施力度可能有阶段性的边际松动。1-5月数据合并来看，表外委托贷款、信托贷款同比合计少减4267亿元，对社融构成一定的支撑。

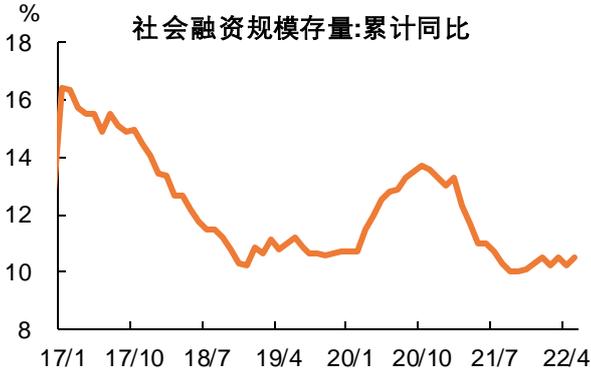
不过，表外票据延续“缩量”，而表内票据继续“冲量”。5月末贴现银行承兑汇票减少了1068亿元，在去年低基数基础上多减了142亿元。相比之下，5月表内票据达历史高点，很可能挤压了表外票据的投放规模。如将表内外票据合并来看，5月表内外票据融资新增6061亿元，远高于去年同期和2017-2021年均值。

图表1 2022年5月新增社融的同比增量



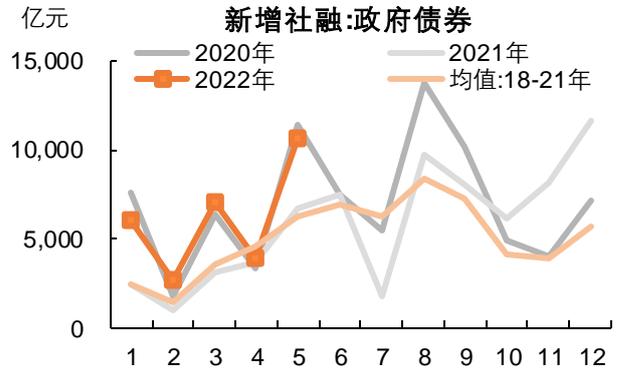
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 5月社融存量同比增速10.5%



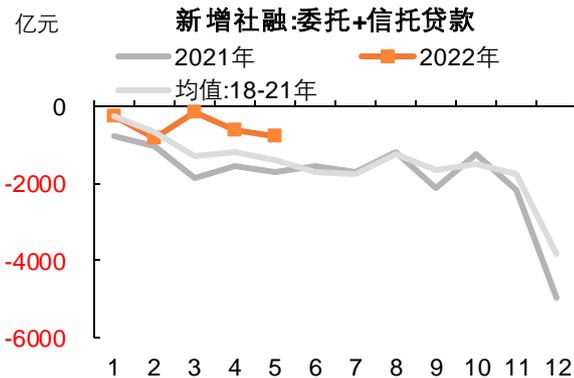
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 5月政府债融资远高于2021年同期



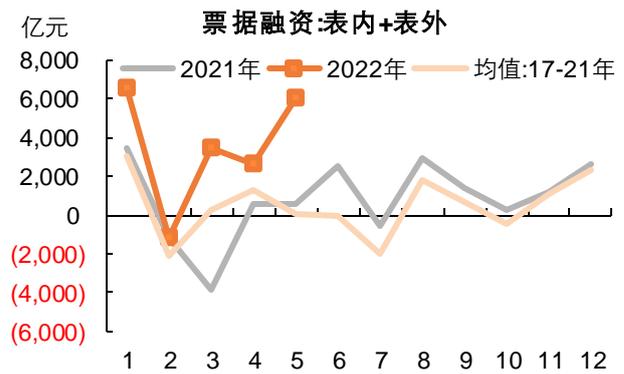
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 5月表外委托、信托贷款压降放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 5月表内外票据融资新增6061亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、“加杠杆”助力企业纾困

5月新增人民币贷款达历史同期的最高点。企业仍然以短贷和票据“加杠杆”，企业中长期贷款、居民部门贷款增量不及去年同期，但相比4月边际有所修复。5月新增人民币贷款1.89万亿，同比多增3900亿元，相比2020年同期多增4100亿元；贷款存量同比增长11.0%，相比上月回升0.1个百分点。具体地：

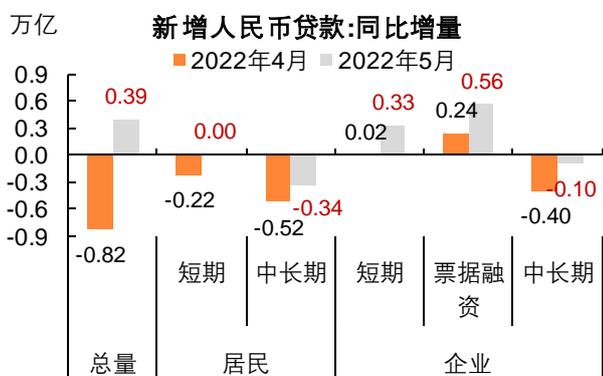
居民信贷依然偏弱，但受疫情防控趋缓、房贷利率下行、消费刺激政策的影响，边际有所恢复。结构上，5月居民短期贷款增加1840亿元，相比去年同期多增34亿元；居民中长期贷款增加1047亿元，相比去年同期少增3379亿元。4月居民“去杠杆”一度引发市场关注，其背后是疫情频发、居民购房和消费意愿不足。5月居民户贷款同比少增3345亿元，相比4月的同比少增7453亿元边际上有改善，或因三方面的积极变化：一是，疫情防控趋缓，对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱；二是，地产托底政策积极。除各地区“因城施策”，松绑地产限购限贷相关政策外，金融政策也有积极调整，央行5月13日发文调降首套房贷款利率下限20bp、5月15日引导银行下调5年期LPR贷款利率15bp，将带动个人按揭贷款利率继续下行，刺激居民按揭贷款需求；三是，消费刺激政策积极出台。中央层面对于30万元以下、排量2.0以下的燃油乘用车实施阶段性购置税减半，各地区也积极出台新能源汽车补贴政策，这对居民消费类贷款将有提振。不过，居民对未来收入和房价的信心仍显不足，压制着居民大幅“加杠杆”的意愿。

企业端融资同比增量主要源于短期贷款和票据融资，中长期贷款同比减少。1) 5月企业短期贷款新增 2642 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 3286 亿元、1431 亿元。2) 票据融资新增 7129 亿元，相比 2021 年、2020 年同期分别多增 5591 亿元、5543 亿元。3) 企业中长期贷款新增 5551 亿元，相比 2021 年少增 977 亿元，但相比 2020 年同期多增 246 亿元。

5月央行积极推进“宽信用”，对企业贷款的恢复有所帮助。在4月设立2000亿元科技创新再贷款、400亿元普惠养老再贷款后，5月央行增加1000亿元煤炭清洁高效利用再贷款额度、新设1000亿交通物流专项再贷款，将对地方法人银行普惠小微贷款的资金支持由1%提升至2%。5月24日，央行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，研究部署加大信贷投放力度。

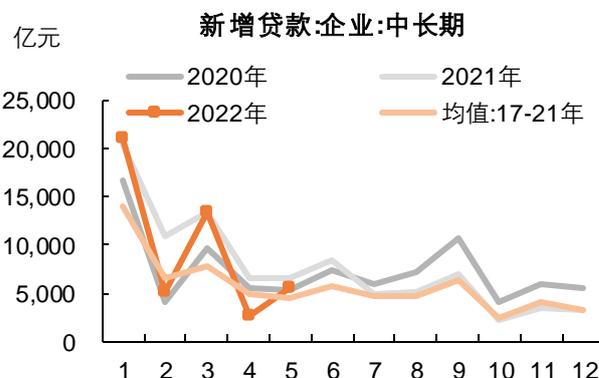
短期贷款和票据融资为企业生产经营活动提供了必要的流动性，在“助企纾困”、“保就业、保民生、保市场主体”方面的积极意义毋庸置疑，也是中长期贷款逐渐提升的先决条件。当下中长期贷款需求疲弱的问题虽未解决，但随着经济基本面渐进恢复、央行积极推进宽信用，企业中长期贷款的滞后回暖依然值得期待。

图表6 5月新增贷款中，各分项同比增量均比4月有所改善



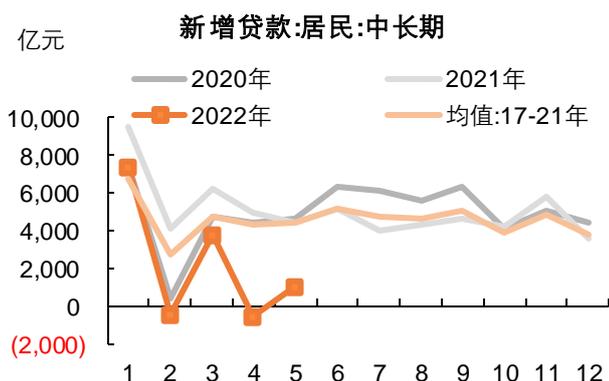
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 5月企业中长期贷款同比少增 954 亿元，但已恢复至略高于 2020 年同期的水平



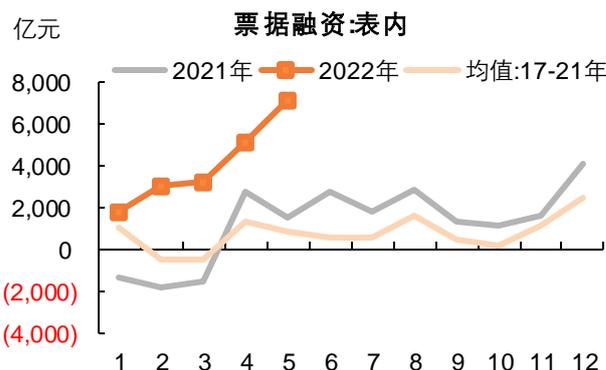
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 5月居民中长期贷款环比增加，但增量远低于历史同期



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 5月表内票据多增，处历年同期高位



资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、M2-M1 差值走阔

5月M2与M1增速的差值进一步走阔，侧面体现出企业对未来生产经营活动的信心不足。M2同比增速上行0.6个百分点至11.1%，M1同比增速下行0.5个百分点至4.6%。5月新增人民币存款30400亿元，同比多增4800亿；人民币存款余额增速10.5%，相比上月提升0.1个百分点。从存款结构来看，造成M1和M2增速走阔的原因可能有以下几点：

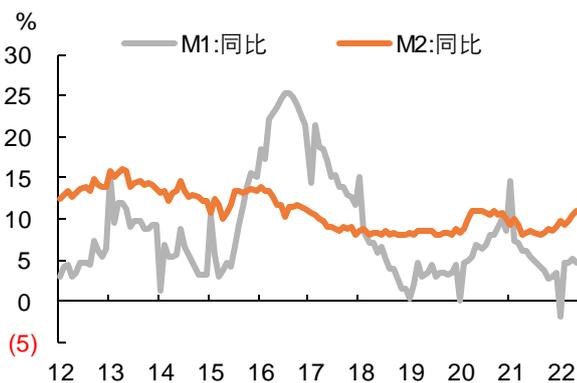
一是，居民存款继续多增，仅体现在M2的增速中。5月居民存款同比多增6321亿元，相比2017至2021年同期平均值也多增了5048亿元，背后是居民消费意愿不足，预防性储蓄增多。

二是，非银行业金融机构存款增量还在高位，仅体现在M2的统计口径中。4月以来资金利率持续低位，近期市场对“资产荒”的讨论再度增多。今年1-5月，非银机构存款累计新增约1.5万亿，相比于2017-2020年的同期均值高出8579亿元，体现出金融市场依然存在资金空转现象。

三是，企业短期现金流可能偏弱。财政留抵退税、缓缴税费等政策托底之下，4月至5月企业部门存款合计同比多增14586亿元，同期财政存款合计同比少增9032亿元，但这并未有效转换至M1增速中。背后的原因可能是：1)经济基本面疲弱下，企业经营性现金流入偏弱；2)对未来发展的预期偏弱，闲置资金可能会更多转为定期存款或金融投资，留待生产经营扩张的短期存款或有减少；3)房地产销售仍在低谷，而地产销售是居民存款“搬家”至企业部门的一大引擎。

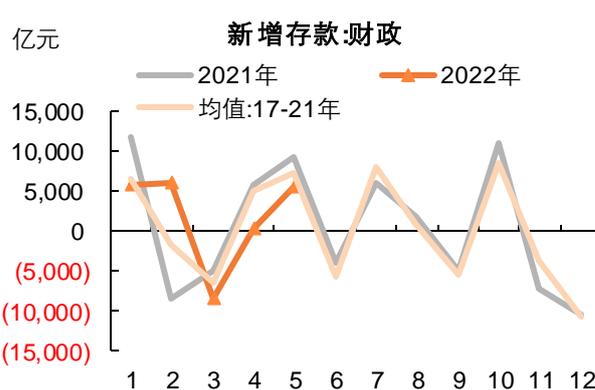
不过，财政留抵退税、缓交税费政策的发力使得企业的资产负债表能够保持相对健康。随着疫后经济的恢复，人流、物流的畅通，企业经营性现金流也有望逐步好转。

图表10 5月M2增速继续回升，M1增速下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 5月新增财政存款低于去年同期和历史季节性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033