

黎明至，政策暖阳仍将发力 ——5月社融数据点评

摘要

- **疫情形势缓和，人民币贷款回暖。**5月社融存量同比增长10.5%，增速较上月增加0.3个百分点。社融增量为2.79万亿元，比上年同期多8399亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加1.82万亿元，人民币贷款增长有所回升，反映出近期出台的稳经济一揽子政策助实体经济恢复作用有所显现。短期政策加持，且6月专项债仍快，预计社融增量仍在高位，且在疫情恢复下，新增人民币贷款也将维持在较高水平，但当下仍在复苏中，社融结构有改善空间，未来仍需政策加持；中期随着经济复苏企业情况好转，社融增速或趋于平稳；四季度需注意年末政策衔接的不确定性影响。
- **政府债券融资如期走高，短期可持续。**社融结构看，5月直接融资占比有所回落，专项债发行加快下政府债券融资增量较大。5月新增政府债券融资规模达1.06万亿元，与我们上月判断一致，5月政府债券融资加快。5月底，国务院召开的国务院常务会议推出33项稳经济举措，其中要求地方6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，预计6月专项债发行速度仍将较快，将有效支持直接融资及基建投资发展。5月企业债券融资环比多减3587亿元，在前几个月大型房企融资较多背景下，本月企业债券融资环比有所下降。后续随着企业融资环境的改善，绿色债券市场的发展，民企发债有望持续改善。表外融资有所恢复，未贴现银行承兑汇票环比少减。
- **疫情至暗时期过去，企业和居民贷款有所恢复。**5月，人民币贷款增加1.89万亿元。其中企业贷款增加1.53万亿元，其中短期贷款同比多增3286亿元，多项稳增长政策加持下，企业短期回复，短期在疫情和企业运营持续恢复下，企业短贷或仍在高位。企业中长期贷款同比少增977亿元，企业融资需求较上月有所改善，但还未恢复到这轮疫情之前的水平。疫情至暗时刻过去，但结构仍有待优化，后续在政策的促进下，企业融资需求或有改善。5月，住户贷款增加2888亿元，其中短期贷款同比多增34亿元，主要受疫情好转和618购物节拉动，另外多地出台消费刺激政策，居民中长期贷款同比仍少增3379亿元，在疫情及经济下行压力较大下，居民购房热情受到影响。在持续的政策提振下，下半年房地产市场有望企稳，随着疫情影响消退，居民购房需求或将有所恢复。
- **M2增速超预期，居民存款同比多增。**5月，M2同比增长11.1%。信贷加速投放，带动存款同比多增4800亿元，其中5月份财政存款同比少增3665亿元；住户存款同比多增6321亿元，居民出行和购房需求不高；非金融企业存款同比少增5262亿元，企业对前景有所改善。M1同比增长4.6%，M1与M2剪刀差较上月扩大1.1个百分点。预计M1增速在基数回落下，后续或稳中有升，M2在宽信用的加持下短期或仍在高位。
- **风险提示：**国内需求不及预期，稳增长压力较大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 绿债或迎机会，欧洲紧缩将开启 (2022-06-10)
2. 疫情边际好转作用于外贸，后劲看什么？——5月贸易数据点评 (2022-06-10)
3. 国内复苏渐启航，海外症结在通胀 (2022-06-03)
4. 守云开，见月明——2022年下半年宏观经济与政策展望 (2022-06-02)
5. 黎明已至，期待政策累积效应释放——5月PMI数据点评 (2022-05-31)
6. 多部门合力稳经济大盘，海外不稳定因素增多 (2022-05-27)
7. 资产轮动，谁将乘风破浪？ (2022-05-26)
8. 国内政策红利加速释放，海外地缘局势加剧动荡 (2022-05-20)
9. 把握“稳”的内涵和后续发力——4月经济数据点评 (2022-05-16)
10. 等待“黎明”的前一秒——4月社融数据点评 (2022-05-13)

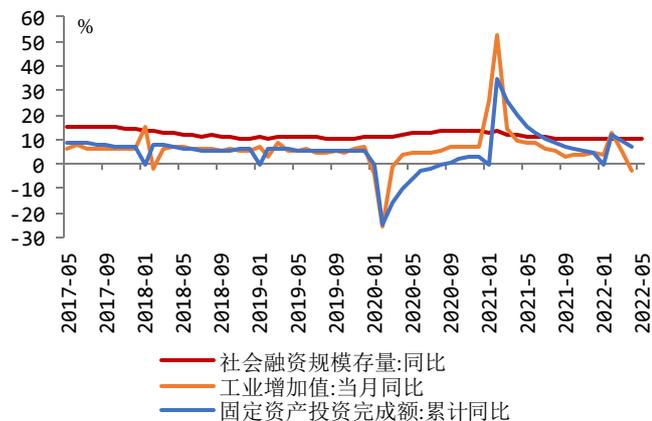
5月，社融存量、增量及新增人民币贷款均超过预期，人民币贷款增长加速，专项债发行加快下政府债券融资增幅明显，疫情边际改善，企业贷款和居民贷款有所好转，但结构后续或仍需政策支持。后续稳健货币政策将加大实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。6月预计在政策及专项债加持下，社融数据仍将有亮眼表现，中期随着经济的恢复或逐渐平稳，四季度需要注意政策衔接不确定，再加上基数效应，社融增速或稳中趋降。

1 疫情形势缓和，人民币贷款回暖

疫情逐步得到控制，社融增量有所回升。5月末，社会融资规模存量为329.19万亿元，同比增长10.5%，增速较上月增加0.3个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为202.03万亿元，同比增长10.9%，增速较前值增加0.2个百分点。从结构看，5月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.4%，同比高0.2个百分点。从社融增量看，5月社会融资规模增量为2.79万亿元，比上年同期多8399亿元，环比4月多增18798亿元。其中，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，环比4月多增14584亿元。5月，人民币贷款增长有所回升，反映出近期出台的稳经济一揽子政策助实体经济恢复作用有所显现，后续随着国内疫情趋于平稳，企业逐渐复工复产，有效融资需求或有所回升。

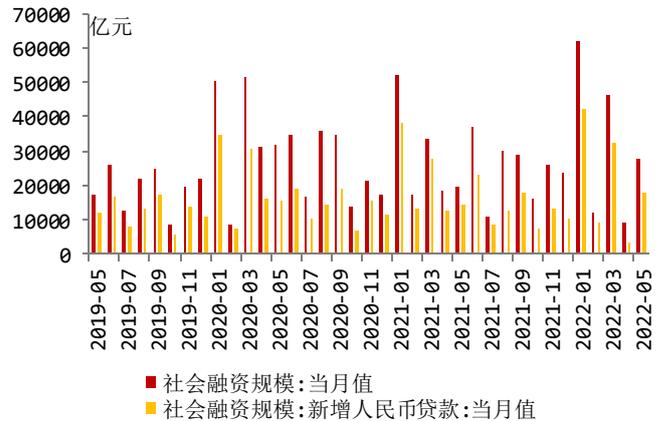
国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，6月1日，国常会部署6方面33条稳经济政策落地生效，会议提及调增政策性银行8000亿元信贷额度支持基建；6月2日，央行、外汇局举行新闻发布会，解读国务院常务会议部署有关扎实稳住经济的金融政策，部署落实稳定信贷增长的工作措施，印发了推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷的长效机制、进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场、支持高新技术和“专精特新”企业开展跨境融资便利化试点等一系列文件，进一步稳固金融对实体经济的支持力度。短期由于政策加持，且6月专项债发行速度将仍在高位，预计短期社融增量仍在高位，且在疫情恢复下，新增人民币贷款也将维持在较高水平，但仍需注意到当下仍在复苏中，社融结构有改善空间，未来仍需政策加持；中期随着经济复苏企业情况好转，社融增速或趋于平稳；四季度需注意年末政策衔接的不确定性影响。

图1：社融存量同比增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图2：新增人民币贷款量回升

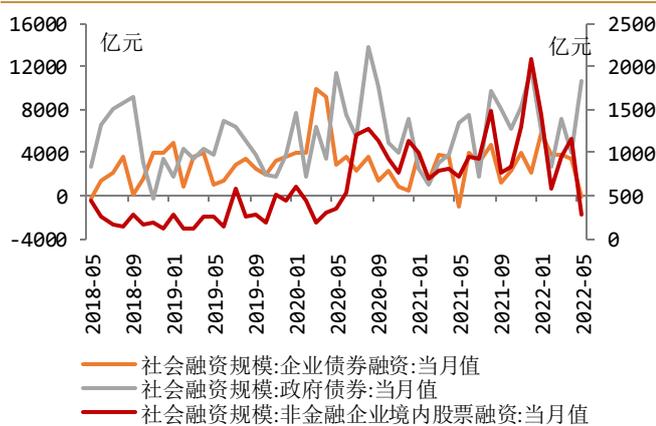


数据来源：wind、西南证券整理

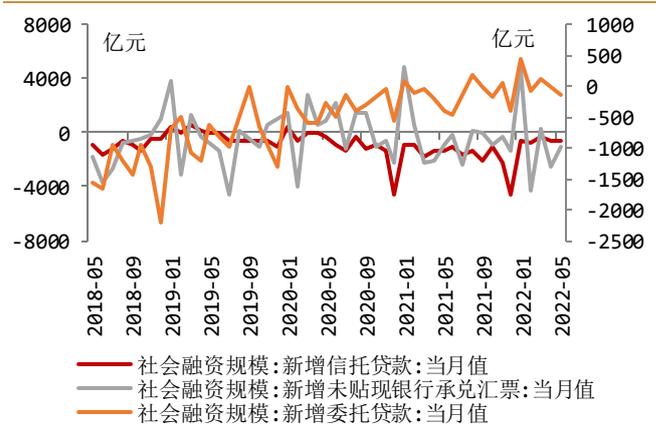
2 政府债券融资如期走高，短期可持续

从社融结构看，5月直接融资占比有所回落，专项债发行加快下政府债券融资增量较大。5月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为65.23%，较上月大幅回升25.51个百分点，在稳增长政策及疫情边际好转等利好下，贷款有所加快；5月新增直接融资10784亿元，同比多增4443亿元，环比也多增2227亿元，在政府债券新增较多的背景下，直接融资增量较大，新增直接融资占同期社会融资规模增量的38.65%，占比较4月回落55.36个百分点，占比回复到正常区间。其中，本月政府债券融资作为直接融资的主要驱动力，5月新增政府债券融资规模达1.06万亿元，同比多增3899亿元，较上月环比多增6688亿元，与我们上月判断一致，5月政府债券融资加快。5月份新增专项债发行量为6320亿元，环比增加5282亿元，同比增加2800亿元。截至6月7日，今年已下达的3.45万亿元新增专项债券额度中，年内已累计发行2.04万亿元。5月底，国务院召开的国务院常务会议推出33项稳经济举措，其中要求地方6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，8月底前基本使用到位。假设“基本发行完毕”的要求为90%，那么6月份需要发行的新增专项债规模将达到1.25万亿元。资金投向方面，《一揽子政策措施》强调，在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等9大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。预计6月专项债发行速度仍将较快，将有效支持直接融资及基建投资发展。**企业债券方面**，5月企业债券融资减少108亿元，同比少减969亿元，但环比多减3587亿元。根据克而瑞研究中心的数据，5月100家典型房企的融资总量为519.75亿元，环比减少40.3%，同比减少50.2%，在前几个月大型房企融资较多背景下，本月企业债券融资环比有所下降。5月，国家发展改革委等四部门发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，再次提及完善民营企业债券融资支持机制；6月，交易商协会表示将适时启动发布《中国绿色债券原则》，推动国内绿色债券市场标准统一，高质量、高标准加强国内绿色债券市场建设。后续随着企业融资环境的改善，绿色债券市场的发展，民企发债有望持续改善。5月，非金融企业境内股票融资292亿元，同比少增425亿元，环比少增874亿元。

表外融资有所恢复，未贴现银行承兑汇票环比少减。5月，表外融资减少1819亿元，同比少减810亿元，环比少减1355亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为-6.5%，较上月回升28.4个百分点，企业融资有所恢复下，表外融资也有相应改善。其中，未贴现银行承兑汇票减少1068亿元，同比多减142亿元，环比少减1489亿元，较上月未贴现银行承兑汇票有所恢复；5月，委托贷款减少132亿元，同比少减276亿元，环比4月多减130亿元；信托贷款减少619亿元，连续25个月减少，环比多减4亿元，但同比少减676亿元，信托业态有所改善。

图 3：5 月直接融资各分项表现


数据来源: wind、西南证券整理

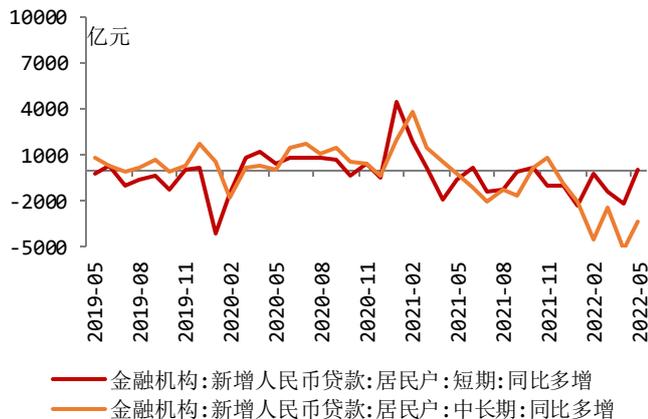
图 4：5 月表外融资分项表现


数据来源: wind、西南证券整理

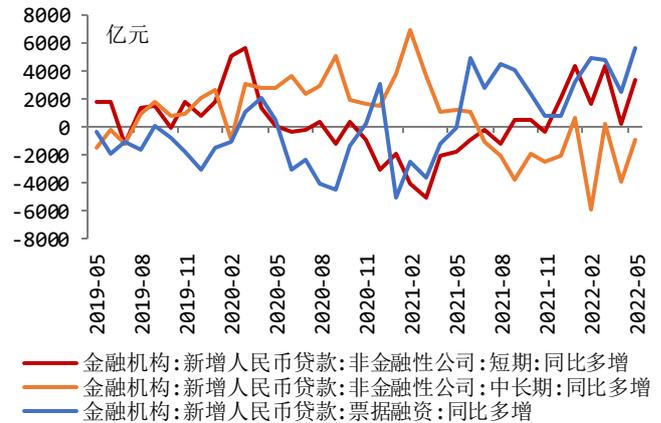
3 疫情至暗时期过去，企业和居民贷款有所恢复

企业短期贷款和票据融资恢复明显，中长期贷款也有所回升，但仍同比少增。5 月，人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元。分部门看，企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元。从贷款结构来看，短期贷款增加 2642 亿元，同比多增 3286 亿元，环比 4 月更是多增 4590 亿元，近期国内疫情影响下，部分地区运营受到影响，在多项稳增长政策加持下，企业短期回复有助于改善企业营运。6 月 9 日，银保监会召开小微金融工作专题会议要求，2022 年继续实现普惠型小微企业贷款“两增”目标，确保个体工商户贷款增量扩面，向受疫情影响严重地区进一步倾斜信贷资源。国有大型银行要确保全年新增普惠型小微企业贷款 1.6 万亿元，股份制银行要在完成现有信贷计划的基础上，对具备条件的地方进一步增加投放，地方法人银行要用好用足普惠小微贷款支持工具、支小再贷款等政策，进一步做大普惠型小微企业贷款增量。短期在疫情和企业运营持续恢复下，企业短贷或仍在高位。5 月，中长期贷款增加 5551 亿元，环比 4 月多增 2899 亿元，但同比少增 977 亿元。企业融资需求较上月有所改善，但还未恢复到这轮疫情之前的水平。5 月制造业采购经理人指数为 49.6%，较上月回升 2.2 个百分点，物流运输状况有所好转、企业生产得到政策保障、供应链问题逐步修复。后续随着企业逐步恢复，融资需求或逐渐改善。5 月，票据融资增加 7129 亿元，同比多增 5591 亿元，环比 4 月多增 5543 亿元，体现银行有冲量情况。整体来看，疫情至暗时刻过去，企业贷款情况有所改善，尤其是短期贷款方面，但结构仍有待优化，后续在政策的促进下，企业融资需求或有改善。

住户短期贷款同比多增，但购房热情仍不高。5 月，住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元。其中，居民短期贷款增加 1840 亿元，同比多增 34 亿元，环比多增 3695.9 亿元，一方面疫情有所好转，居民消费需求受到一定提振，另一方面，618 购物节对于提前消费有所拉动，另外多地出台消费刺激政策，如消费券等都提振了本月的居民短期贷款回升。5 月，居民中长期贷款增加 1047 亿元，环比多增 1360.7 亿元，但同比仍少增 3379 亿元，在疫情及经济下行压力较大下，居民购房热情受到影响。今年来，各地购房支持政策的密集出台，在放开限购、限售等政策调控外，出台购房或契税补贴等措施也在多地频现。四川推行购房补贴相关政策较为密集，近一月来有宜宾、遂宁、泸州、绵阳、雅安、资阳、乐山 7 城发布了购房补贴新政，同时山西太原和江苏无锡在月内不止一次发布了购房补贴政策，湖南省和河南省则在省级层面提出促进房地产市场措施。在持续的政策提振下，下半年房地产市场有望企稳，随着疫情影响的消退，居民购房需求或将有所恢复。

图 5：居民部门贷款有所恢复


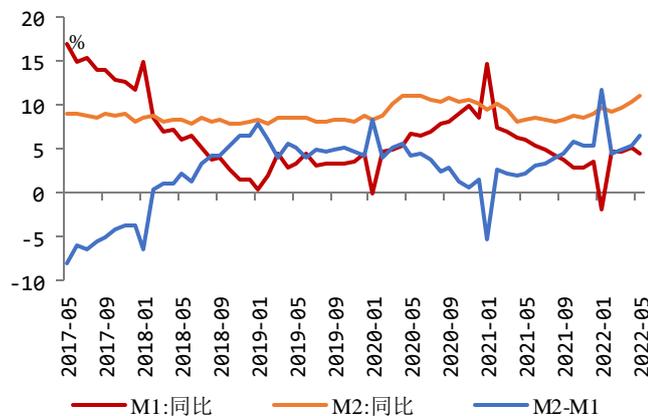
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位短期贷款和票据融资回升较多


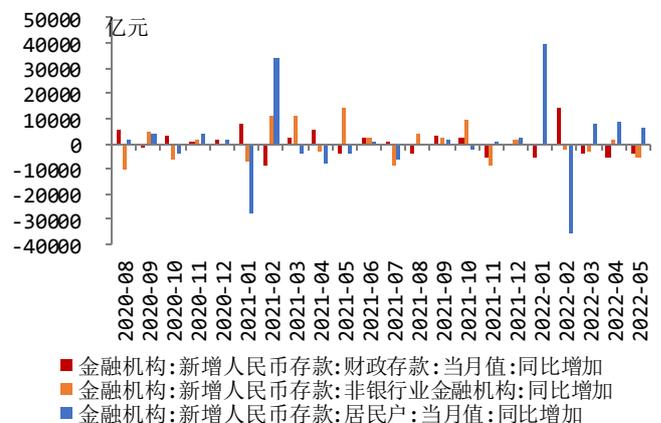
数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速超预期，居民存款同比多增

剪刀差持续扩大，M2 增速持续走高。5 月末，广义货币(M2)余额 252.7 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 2.8 个百分点。5 月，人民币存款增加 3.04 万亿元，信贷加速投放，带动存款同比多增 4800 亿元。其中，5 月份财政性存款增加 5592 亿元，同比少增 3665 亿元；住户存款增加 7393 亿元，同比多增 6321 亿元，居民出行和购房需求不高，存款有所增加；非金融企业存款增加 2568 亿元，同比少增 5262 亿元，企业对前景有所改善。前 5 个月住户存款和非金融企业存款分别增加 7393 亿元和 1.1 万亿元，分别比上年同期多增 6321 亿元和 1.22 万亿元，国内经济下行压力及海外不确定因素下，住户部门和非金融企业部门避险情绪上升，持有的存款增多；非银行业金融机构存款增加 2568 亿元。狭义货币(M1)余额 64.51 万亿元，同比增长 4.6%，增速比上月末低 0.5 个百分点，比上年同期低 1.5 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 6.5 个百分点，较上月扩大 1.1 个百分点。预计结构性货币政策支持力度仍大，存款利率市场化调整机制的作用或被再次强调。M1 增速在基数回落下，后续或稳中有升，M2 在宽信用的加持下短期或仍在高位。

图 7：5 月 M2 增速回升


数据来源: wind、西南证券整理

图 8：5 月居民存款同比多增明显


数据来源: wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn