



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

偏松格局或重向平稳

——2022年5月份金融数据点评

日期：2022年6月11日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《复工复产助力外贸回升，企业应对能力提高》

——2022年06月09日

《制造业恢复进行时》

——2022年05月31日

《疫情冲击延续，经济待修复》

——2022年05月16日

■ 主要观点

信贷和社会融资增长将趋平稳

随着疫情防控取得进展，金融机构的正常经营节奏将恢复，因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务，在政策鼓励下将得到加速推进，因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

保持流动性平稳的政策环境不变

面对疫情影响下的当期经济偏软局面，中国货币当局对政策进行了微调，在保持平稳基调不变的同时，营造了偏松的货币环境。中国货币当局多次明示，要保持流动性环境的平稳，并将流动性环境平稳解释为“适应性增长”，中国不会因疫情短暂影响经济而长期实施宽松的货币环境。

资本市场功能趋于活跃

长短期信贷增长均衡回升，表明直达实体的信贷支持政策日益见效。以往信贷扩张总是依靠长期贷款，这意味着大项目、大企业更多的得到了政策的支持，而直达实体的政策更多的倾向于中小企业，中小企业经营性的信贷需求比重更高，因而短期信贷需求更为集中。票据融资的发展，则意味着市场型融资规模的增长，资本市场新规后金融市场重趋活跃，发挥资本市场功能的政策初现成效，在货币效应上可起到提高货币乘数的作用。

市场融资利率维持平稳中波动增加态势

疫情影响当期中国经济运行，实体部门的有效信贷需求下降；在偏松的鼓励性信贷支持政策下，实体部门的信贷供给增加，因而实体部门融资利率下降趋势不变。但受通胀前景不确定预期的影响，当前市场融资利率变化将维持平稳和波动加大的态势。

宽松或回撤，“双降”年内仍可期

为经济平稳运行创造一个适宜的流动性平稳环境，要求信贷和货币增长在中长期趋势上保持平稳，当前受疫情影响而实施的宽松行为，不具有持续性。从趋势上看，年内中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求，但短期受地缘政治冲击带来的大宗商品价格上涨压力，政策出台时机或有延后。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，中国通胀超预期上行，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 1.事件：5月份金融数据公布 | 3 |
| 2.事件解析：数据特征和变动原因 | 4 |
| 2.1 信贷、货币增长双超市场预期回升 | 4 |
| 2.2 信贷和社会融资增长将趋平稳 | 5 |
| 2.3 资本市场功能趋于活跃 | 6 |
| 3.事件影响：对经济和市场 | 7 |
| 3.1 保持流动性平稳的政策环境不变 | 7 |
| 3.2 市场融资利率维持平稳中波动增加态势 | 8 |
| 4.事件预测：趋势判断 | 9 |
| 4.1 宽松或回撤，“双降”年内仍可期 | 9 |
| 5.风险提示： | 10 |

图

| | |
|--|---|
| 图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元） | 5 |
| 图 2 中国信贷增长的部门分布（当月值，亿元） | 6 |
| 图 3 金融机构人民币信贷增长的期限分布（当月值，亿元） | 6 |
| 图 4 企业部门新增信贷期限的分布（月，亿元） | 7 |
| 图 5 中国货币和信贷的同比增速（%，月） | 8 |
| 图 6 温州民间借贷利率运行走平（月/民间融资综合利率:%，Average-10D） | 9 |

表

| | |
|--|---|
| 表 1 2022 年 5 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%） | 4 |
|--|---|

1.事件：5月份金融数据公布

广义货币增长 11.1%。2022年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；狭义货币(M1)余额 64.51 万亿元，同比增长 4.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 1.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.55 万亿元，同比增长 13.5%。当月净回笼现金 80 亿元。

人民币各项贷款增长 11%。2022年5月末，人民币贷款余额 203.54 万亿元，同比增长 11%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 1.2 个百分点。5月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元。分部门看，住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元，其中，短期贷款增加 1840 亿元，中长期贷款增加 1047 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元，其中，短期贷款增加 2642 亿元，中长期贷款增加 5551 亿元，票据融资增加 7129 亿元；非银行业金融机构贷款增加 461 亿元，同比少增 163 亿元。

人民币各项存款增长 10.5%。2022年5月末，人民币存款余额 246.22 万亿元，同比增长 10.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.1 个和 1.6 个百分点。今年前 5 个月，人民币存款累计增加 13.99 万亿元，同比多增 3.8 万亿元。5月份人民币存款增加 3.04 万亿元，同比多增 4750 亿元。其中，住户存款增加 7393 亿元，非金融企业存款增加 1.1 万亿元，财政性存款增加 5592 亿元，非银行业金融机构存款增加 2568 亿元。

2022年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。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；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 240 亿元，同比多减 247 亿元；委托贷款减少 132 亿元，同比少减 276 亿元；信托贷款减少 619 亿元，同比少减 676 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1068 亿元，同比多减 142 亿元；企业债券融资净减少 108 亿元，同比少减 969 亿元；政府债券净融资 1.06 万亿元，同比多 3881 亿元；非金融企业境内股票融资 292 亿元，同比少 425 亿元。

2.事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷、货币增长双超市场预期回升

我们一直认为，经济低迷和物价高涨的压力，使得货币政策的平稳基准经常发生波动：但经济压力加大时，货币政策就会偏向宽松，但通胀压力上升时，货币环境就会趋于收紧。整体流动性环境在平稳大格局下，偏紧或偏松，是一个相机抉择的过程。由于3月份后疫情对当前经济运行的压力加大，因而货币当局对当期流动性环境维护，延续了偏松的态势。

2022年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，显著超出市场预期，实际增长再度落在了市场预期范围之外。5 月新增信贷规模也迅速回升，经营机构显然相应政策号召，加快了信贷投放。路透 5 月份市场调查的信贷增长预测中值和均值都为 10.7%，实际增速为 11.0%。5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元；人民币贷款余额 203.54 万亿元，同比增长 11%，增速比上月末高 0.1 个百分点。和市场预期相比，货币增长的回升更是显著超出市场预期。从预期情况看，市场对通胀的关注度超越了经济，因而主流预期认为货币当局将使货币环境维持稳中偏紧态势；5 月份的信贷和货币的实际增长表明，货币当局对经济压力的关注要多于通胀，因而在政策实践上采用异于市场预期的偏松政策实践。

表 1 2022 年 5 月的中国信贷和货币市场预测情况 (亿元, %)

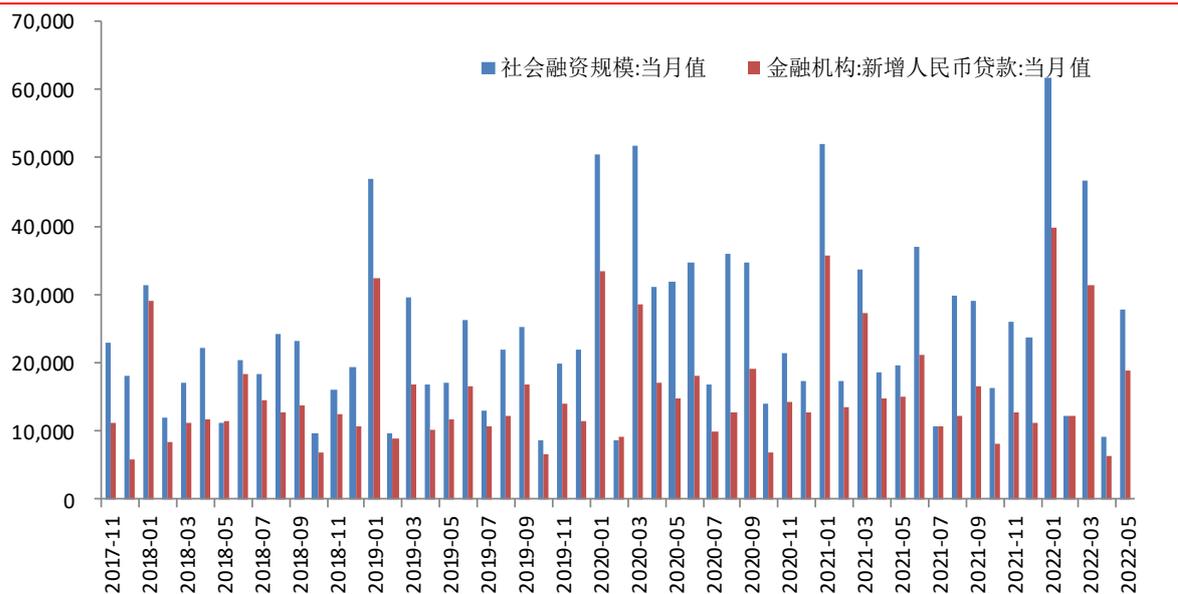
| | New Yuan Loan | M2 | Outstanding Loan |
|------------------------|---------------|-------------|------------------|
| Median | 13000 | 10.4 | 10.7 |
| Average | 13080 | 10.1 | 10.7 |
| High | 20000 | 11.0 | 11.1 |
| Low | 5000 | 9.5 | 10.4 |
| No of Forecasts | 27 | 28 | 9 |
| SHSC | 5000 | 9.5 | 11.4 |

资料来源：REUTERS, 上海证券研究所

显然 4 月份的经济运行低迷局面，让中国宏观调控部门对经济前景的忧虑显著上升。受当前疫情影响，中国经济增长面临的压力显著上升，5 月 26 日召开的全国稳经济大盘电视电话会议，向市场释放出了决策部门对经济重视程度大提升的信号，叠加同期前后密集出台的稳经济政策，前期一度呈现的市场信心下滑局面得到有效扭转。信心恢复带来的信贷需求的回升，以及提升了金融经

营机构克服疫情影响加快信贷投放的行为倾向，2022年5月份流动性环境全面趋于改善，社会融资增长也显著回升。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。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；政府债券净融资1.06万亿元，同比多增3881亿元。显然，当前流动性环境的宽松，主要还是政策推动的结果。

图1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）



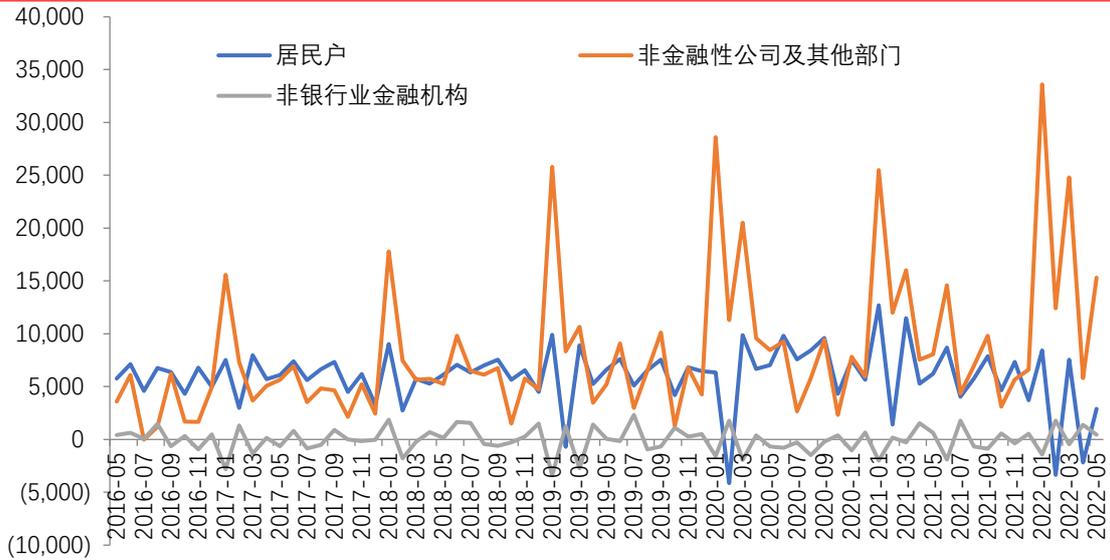
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 信贷和社会融资增长将趋平稳

上月我们曾指出，信贷和社会融资增长将很快恢复，原因是前期（4月份）的信贷和社融低增长，主要是疫情影响了金融机构的正常业务运作。受疫情影响，金融机构日常经营行为受到限制，正常业务节奏被打乱，无论是银行信贷融资渠道，还是资本市场上债券融资渠道，4月融资增长都出现了回落态势。虽然5月疫情仍在，但全社会上下已形成了克服疫情影响，努力对疫情冲击最小化的思想氛围，因此各金融机构都采取了合适的应对措施，保证了信用投放的正常进行，前期积压的投放也得以清理。5月份人民币贷款增加1.89万亿元，同比多增3920亿元。分部门看，住户贷款增加2888亿元，同比少增3344亿元，企（事）业单位贷款增加1.53万亿元，同比多增7291亿元，非银行业金融机构贷款增加461亿元，同比少增163亿元。

随着疫情防控取得进展，金融机构的正常经营节奏将恢复，因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务，在政策鼓励下将得到加速推进，因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

图 2 中国信贷增长的部门分布 (当月值, 亿元)

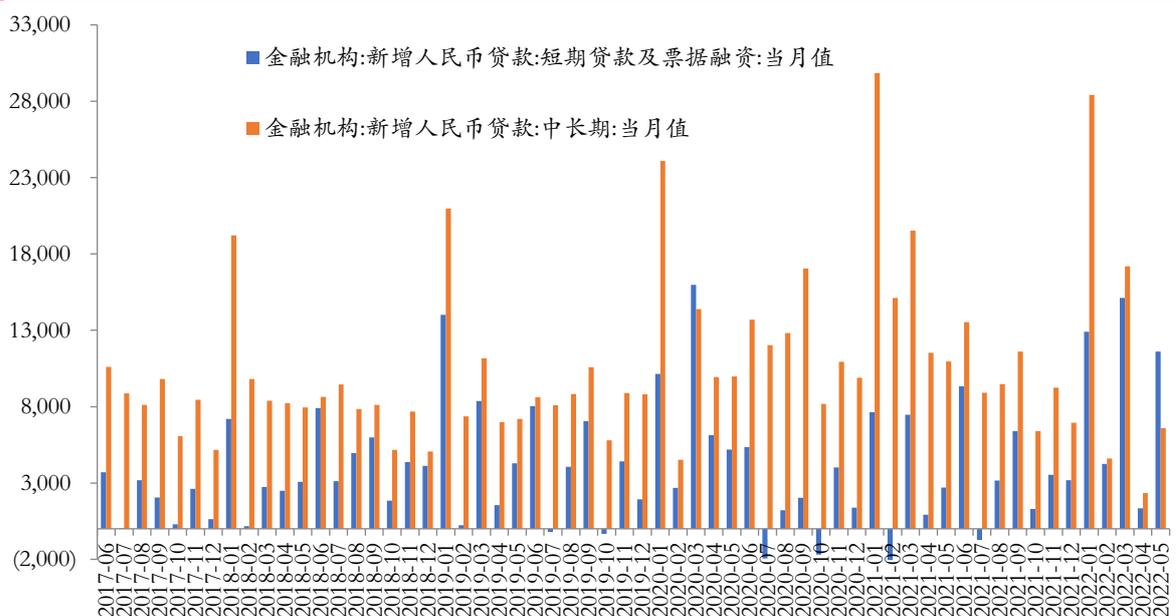


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 资本市场功能趋于活跃

5 月信贷市场的两大变化和显著特征是: 新增信贷主要集中于企业部门; 票据融资增长提升、规模创新高。新增信贷主要投放于企业部门, 居民部门的信贷投放依然处于低迷局面, 或是出于两个原因, 一是银行等金融机构与居民部门的业务受当期疫情影响较大, 二是由于楼市发展前景改变, 居民部门的按揭需求大大减弱; 两个因素共同导致了居民部门的信贷需求增长不足。5 月份住户贷款增加 2888 亿元, 同比少增 3344 亿元, 其中, 短期贷款增加 1840 亿元, 中长期贷款增加 1047 亿元。

图 3 金融机构人民币信贷增长的期限分布 (当月值, 亿元)

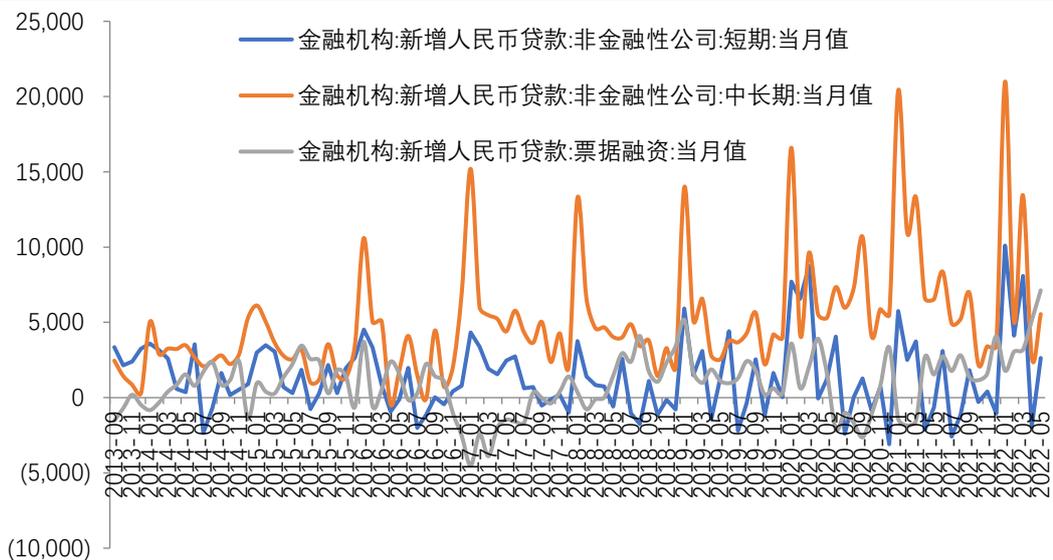


资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 月份企业部门信贷增长在规模大回升的同时，呈现各期限均回升的态势，票据融资的增长回升势头表现更为突出，规模创出新高，表明资本市场融资功能日趋活跃。5 月企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元，其中，短期贷款增加 2642 亿元，中长期贷款增加 5551 亿元，票据融资增加 7129 亿元。

长短期信贷增长均衡回升，表明直达实体的信贷支持政策日益见效。以往信贷扩张总是依靠长期贷款，这意味着大项目、大企业更多的得到了政策的支持，而直达实体的政策更多的倾向于中小企业，中小企业经营性的信贷需求比重更高，因而短期信贷需求更为集中。票据融资的发展，则意味着市场型融资规模的增长，资本市场新规后金融市场重趋活跃，发挥资本市场功能的政策初现成效，在货币效应上可起到提高货币乘数的作用。

图 4 企业部门新增信贷期限的分布（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3.事件影响：对经济和市场

3.1 保持流动性平稳的政策环境不变

面对疫情影响下的当期经济偏软局面，中国货币当局对政策进行了微调，在保持平稳基调不变的同时，营造了偏松的货币环境。中国货币当局多次明示，要保持流动性环境的平稳，并将流动性环境平稳解释为“适应性增长”，即信贷增长、社会融资增长和经济增长两者间的适应。这表明，中国不会因疫情短暂影响经济而长期实施宽松的货币环境。在海外长期宽松的货币环境面临

收缩的国际大背景下，保持平稳也是最有效的应对措施。

5月新增信贷和社会融资的超预期回升，主要是金融机构4月业务受疫情影响延后，而在5月时相应政府号召加速清理积压业务的结果，并不具有持续性。从当月新增信贷的部门分布看，最受当期疫情影响的居民部门的信贷增长出现了萎缩态势，但企业部门信贷投放出现了大反弹。受到疫情影响相对较少的金融同业间投放，则基本保持了平稳，5月份非银行金融机构信贷投放增加了461亿元，同比少增163亿元，属于季节性波动。

图5 中国货币和信贷的同比增速(%, 月)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

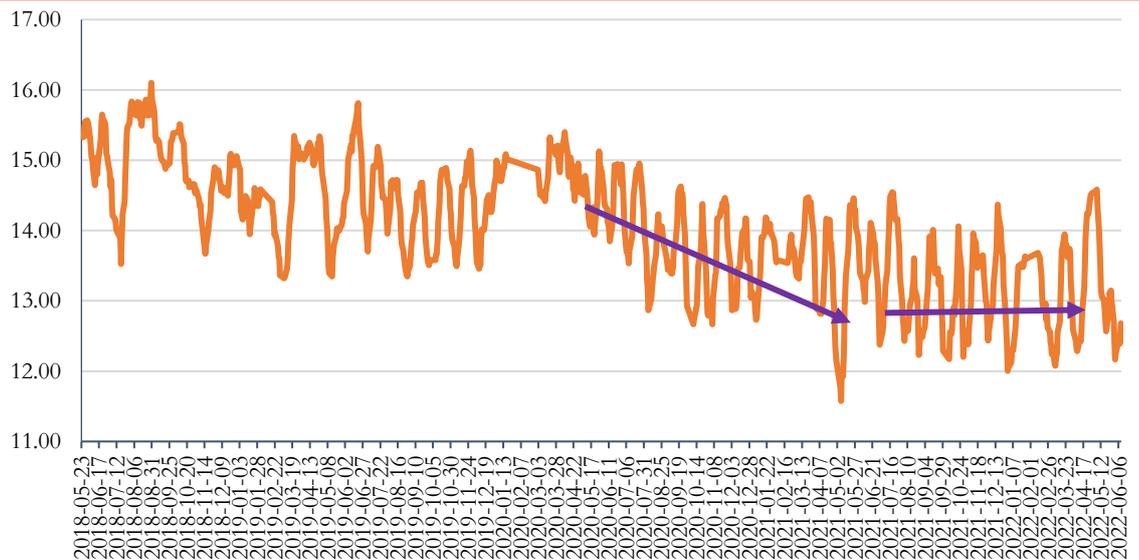
3.2 市场融资利率维持平稳中波动增加态势

我们认为，楼市信贷政策是最大的结构性货币政策，对中国货币结构和流动性分布的改变，影响最为深远。随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。但由于中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，市场融资利率下降的过程将较为缓慢，中间出现波动和维持较长时间均衡将是常态。

中国货币体系转向内生体系后，由经济和资本状况决定的自然利率水准，在利率体系决定中的重要性上升。疫情影响当期中国经济运行，实体部门的有效信贷需求下降；在偏松的鼓励性信

贷支持政策下，实体部门的信贷供给增加，因而实体部门融资利率下降趋势不变。但受通胀前景不确定预期的影响，当前市场融资利率变化将维持平稳和波动加大的态势。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在流动性环境平稳格局下，我们预判中小企业融资利率短期（1-3 月）将延续平衡下波动加大的运行局面。从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，已经从前期的趋势性下降态势，转向了走平新阶段。

图 6 温州民间借贷利率运行走平（月/民间融资综合利率:%，Average-10D）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

由于货币环境转向宽松，实体经济中借贷市场利率水平转向平稳，金融市场利率走势趋向下行。从货币市场银行间人民币市场的利率变化看，4 月份同业拆借加权平均利率为 1.62%，分别比上月和上年同期低 0.45 个和 0.39 个百分点，质押式回购加权平均利率为 1.61%，分别比上月和上年同期低 0.47 个和 0.35 个百分点；5 月份同业拆借加权平均利率为 1.5%，分别比上月和上年同期低 0.12 个和 0.59 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.47%，分别比上月和上年同期低 0.14 个和 0.6 个百分点。

4.事件预测：趋势判断

4.1 宽松或回撤，“双降”年内仍可期

随着国内疫情反弹对经济和社会正常行为影响的呈现，市场对于货币环境预期重新趋向宽松。但保持信贷和货币的平稳，是请务必阅读尾页重要声明

货币当局践行稳健货币政策下的要努力维持的货币环境。为经济平稳运行创造一个适宜的流动性平稳环境，要求信贷和货币增长在中长期趋势上保持平稳，当前受疫情影响而实施的宽松行为，不具有持续性。

从趋势上看，年内中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求，但短期受地缘政治冲击带来的大宗商品价格上涨压力，政策出台时机或有延后。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

尽管西方主要经济体通胀持续高位，主要经济体纷纷启动升息进程；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀回落趋势不变。虽然短期物价高位态势难变，经济面临回落下物价难降，制约货币政策利率调整，加之海外利率提升，降准、降息将更延后，但随着疫情影响消退后中国经济运行恢复正常，为保持流动性环境平稳，降准、降息年内仍值得期待。

5.风险提示：

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

| | |
|--|---|
| 股票投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 买入 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 5-20% |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±5%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 5%以上 |
| 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| 行业投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持 | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数 |
| 中性 | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平 |
| 减持 | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数 |
| 相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。