

# 社融增量明显改善，M2增速进一步提升

## 2022年5月金融数据点评

### ◎ 投资要点:

分析日期 2022年06月12日

证券分析师: 王鸿行

执业证书编号: S0630522050001

电话: 021-20333311

邮箱: whxing@longone.com.cn

证券分析师: 刘思佳

执业证书编号: S0630516080002

电话: 021-20333778

邮箱: liusj@longone.com.cn

人民银行公布5月金融数据与社融规模数据。5月社融增量环比与同比均改善，月末社融存量增速回升到3月末水平。5月末M2增速从高点进一步提升。

#### ◆ 5月金融数据解读

5月社融增量超市场预期，体现5月中下旬强势的政策执行力。5月政府、企业、居民部门金融数据具有明显的层次感：政府债券与财政存款靠前发力效果明显，企业信贷大幅改善，居民信贷补回4月下增量，这与前期政策发力点和现阶段需求端难点相契合。虽然5月社融增量结构性问题依然存在，但当月出现边际改善。鉴于积极政策和全面复工复产将持续推进，同时参考信贷结构在2020年3月之中数月内的演变过程，我们对未来社融数据结构改善前景偏乐观。展望6月，去年同期基数偏高、5月短贷票据冲量可持续性、与政府债券发行节奏前置等因素将对6月社融增量形成干扰，建议将关注重心放在利于社融结构改善的居民与企业中长期贷款、以及5月表现不佳的企业债券等分项的增量上。5月M2增速继续高点向上，表明宏观流动性宽松度进一步提升。此外，关注到5月M2-M1剪刀差进一步扩大。由于当月居民部门存款大幅度回流对M2-M1剪刀差扩大有较大贡献，且目前M2-M1剪刀差处于2021年下半年以来的正常波动区间内，我们认为不宜过度解读本月剪刀差的扩大。

#### ◆ 总量观点

5月金融数据整体呈现出了总量回升，结构有待进一步改善的特点。这一特征也预示稳增长政策发力正在得到逐步的兑现，经济向企稳的方向继续迈进，但步子还需迈得更大一些。在欧美货币政策收紧的约束下，人民币汇率或将进一步发挥稳定器的作用，为国内货币政策创造空间。虽然海外有输入性通胀的压力，但国内通胀仍然相对可控，货币政策重心在于保就业稳增长，短期继续维持相对宽松的可能性较大。

政策落地的效果决定了经济回升的速度，目前来看仍有待进一步观察，但经济表现最差的时候可能已经过去，这一点相对确定。边际的变化对权益市场构成利好，尤其是基建作为稳增长重要抓手，表现确定性较强。对于债市来说，目前尚处于宽信用的前半程，宽货币可能仍占主导，十年期国债收益率上下均有约束的情况下震荡的可能性较大。

#### ◆ 银行业观点

4月至5月上旬，受区域疫情爆发、房地产销售持续下滑、金融反腐等因素影响，市场关于银行的担忧加重，板块表现低迷。从估值水平来看，随着权重股的明显回调，5月银行指数PB创新低，目前维持在0.6倍左右，该估值水平隐含的不良率具有很高的安全边际。5月中下旬以来，政策明显发力，当月金融数据体现出良好的政策效果。预计5月银行业资产增速提升、贷款投放较4月明显改善。随着稳增长政策进一步实施，市场关于银行基本面的预期有望改善。建议关注区域经济发达、资产质量优异的区域性银行与头部股份行。

风险提示：房地产违约风险上升，银行业资产质量明显恶化。

### 相关研究报告

1. 降息重心落向住房贷款，银行净息差受到一定负面影响
2. 社融的冰点与M2的高点

## 正文目录

1. 社融数据详细解读.....	3
1.1. 社融增量明显改善，结构边际向好.....	3
1.2. 流动性宽松度进一步提升.....	5
2. 总量观点.....	5
3. 银行业观点.....	6

## 图表目录

图 1 5月新增社会融资环比同比均明显改善.....	4
图 2 5月新增人民币贷款环比同比均明显改善.....	4
图 3 5月新增委托贷款同比少减.....	4
图 4 5月新增信托贷款同比少减.....	4
图 5 5月新增未贴现银行承兑汇票同比多减.....	4
图 6 5月新增企业债券融资表现不佳.....	4
图 7 5月非金融企业股票融资同比少增.....	5
图 8 5月政府债券融资同比多增.....	5
图 9 5月 M2 同比增速继续提升.....	5
图 10 破净银行股估值水平隐含不良率安全边际较高.....	6

## 1. 社融数据详细解读

### 1.1. 社融增量明显改善，结构边际向好

5月社融增量为2.79万亿元，环比增加1.88万亿，同比多增0.84万亿。结构上看，企业短期贷款与票据融资冲量明显，政府债券发行靠前发力，以上分项对社融增量贡献超过2万亿；企业中长期贷款环比明显改善，新增5551亿元，对社融增量贡献居中；居民贷款补回4月缩量，当月新增2888亿元，对社融增量贡献较少；企业债券发行不佳，直接融资对社融增量贡献微弱；未贴现银承与表外融资负贡献。5月社融增量结构虽依然不均衡，但出现边际改善：居民与企业中长期贷款环比均有所改善。

**企业信贷明显改善：**5月非金融企业贷款增量（1.53万亿元）环比明显改善，短期贷款增量（2642亿元）、票据融资增量（7129亿元）与中长期贷款增量（5551亿元）环比均明显改善，同比来看，短期贷款与票据融资同比大幅多增（分别多增3286亿元与5591亿元），中长期贷款同比延续少增（少增977亿元）。

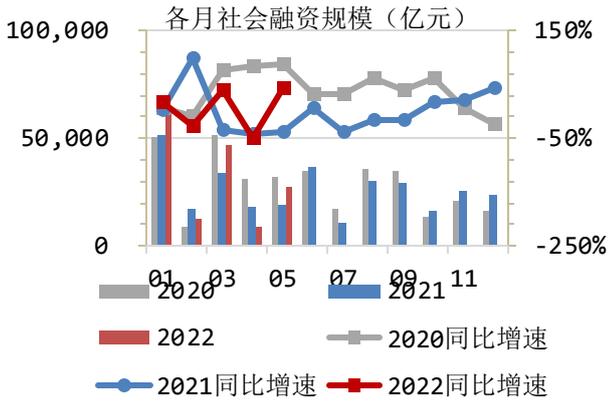
**财政靠前发力：**5月留抵退税持续发力，财政性存款增量（5592亿元）弱于季节性表现，延续同比大幅少增态势（同比少增3664亿元）；政府债券发行靠前发力，5月新增1.06万亿（V.S. 4月0.39万亿），同比多增3900亿元（V.S. 4月173亿元）。

**居民信贷补回4月下降量：**5月居民贷款合计增加2888亿元，同比少增3344亿元。其中，5月居民短期贷款增量（+1840亿元）基本补齐4月下降量（-1855亿元）；居民中长期贷款小幅回升，增量（+1047亿元）小幅高于4月下降量（-314亿元）。

**参考上一轮疫情来看，未来信贷结构有望得到改善。**5月新增人民币贷款中，短期融资占比达61%，与2020年3月疫情后的情况相似，彼时短期融资占比达56%。2020年3月后，短期融资占比连续4个月下降，2020年7月转为净减少，并在近1年时间内均位于相对低位。另外，2020年3月人民币贷款整体新增2.85万亿元，为历史高位。所以，上一轮疫情后信用的恢复，是由短期融资率先推动。

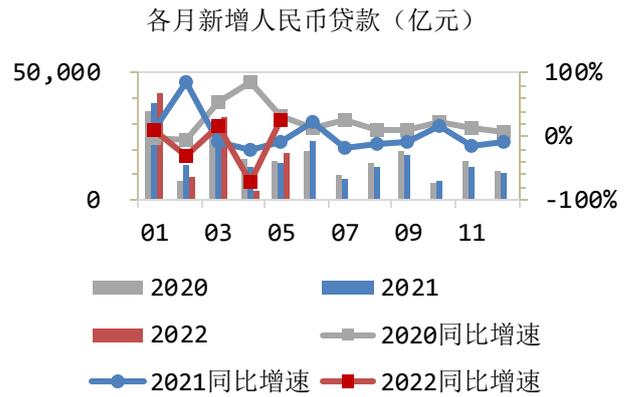
**6月社融存在扰动因素，积极关注社融结构改善。**5月短期贷款与票据融资冲量较高，政府债发行节奏前置，以上分项6月表现将存在不确定性。基数方面，去年6月居民经营性贷款、企业中长期贷款增量基数偏高。以上因素可能会扰动6月社融数据环比和同比维度的表现。建议将关注重心放在有利于结构改善的居民与企业中长期贷款，以及5月表现低迷的企业债券等分项的增量上。当前政策铺垫充分，市场流动性无忧，全面复工复产后，需求端改善值得期待，我们对未来社融结构改善前景偏乐观。

图 1 5月新增社会融资环比同比均明显改善



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 2 5月新增人民币贷款环比同比均明显改善



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 3 5月新增委托贷款同比少减



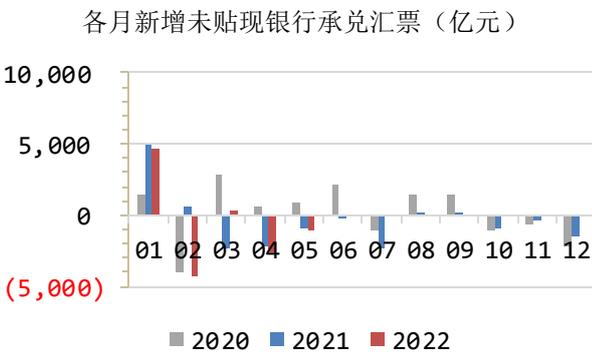
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 4 5月新增信托贷款同比少减



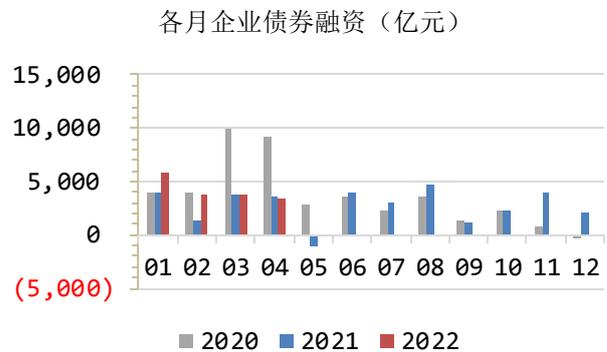
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 5 5月新增未贴现银行承兑汇票同比多减



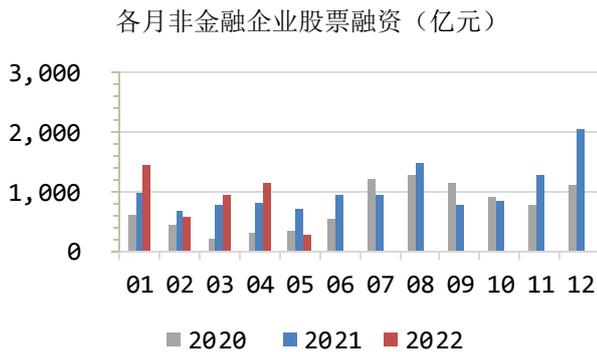
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 6 5月新增企业债券融资表现不佳



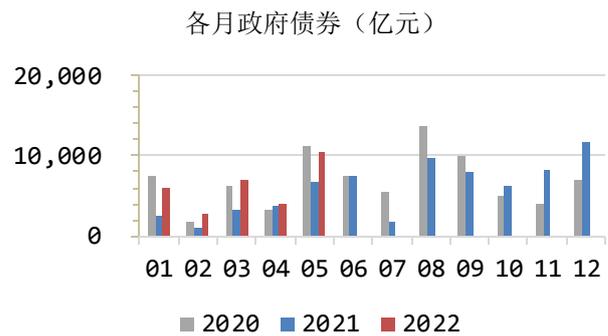
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 7 5月非金融企业股票融资同比少增



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 8 5月政府债券融资同比多增

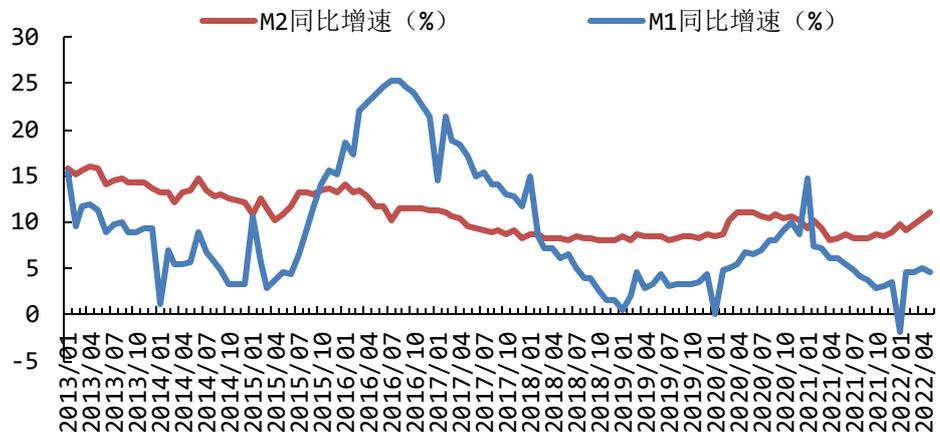


资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

## 1.2.流动性宽松度进一步提升

5月末，M2 同比增速继续上升 0.6 个百分点至年内新高 11.10%。M2 增速与 M1 增速剪刀差扩大 1.1 个百分点至 6.5 个百分点。本月居民存款较大幅度回流（5 月居民存款增加 7393 亿元，远高于居民贷款增加额，或较多来自企业部门的转移）对 M2 增速提升有较大贡献。由于该因素没有趋势性，且当前 M2-M1 剪刀差也处于 2021 年下半年以来的波动区间内，因此，不宜将 M2-M1 剪刀差扩大解读为企业经营活跃度下降。

图 9 5月 M2 同比增速继续提升



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

## 2.总量观点

5 月金融数据整体呈现出了总量回升，结构有待进一步改善的特点。这一特征也预示稳增长政策发力正在得到逐步的兑现，经济向企稳的方向继续迈进，但步子还需迈得更大一些。在欧美货币政策收紧的约束下，人民币汇率或将进一步发挥稳定器的作用，为国内货币政策创造空间。虽然海外有输入性通胀的压力，但国内通胀仍然相对可控，货币政策重心在于保就业稳增长，短期继续维持相对宽松的可能性较大。

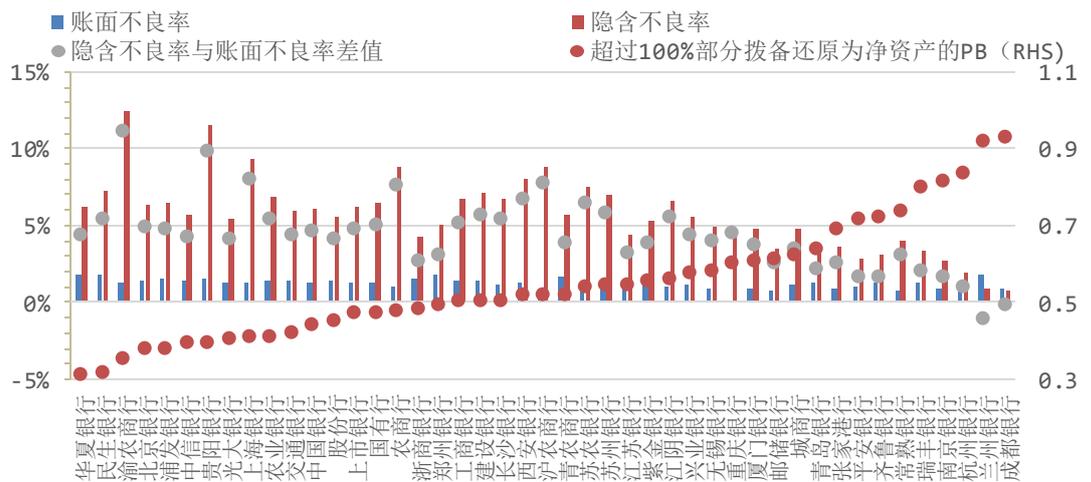
M2 增速上行明显快于社融增速，促进实体融资需求的进一步恢复仍需政策加码。再贷款等结构性货币政策将继续发挥积极的作用，央行通过多措施引导 LPR 下行，降低实体经济融资成本，后续有望提升企业融资的积极性。居民中长期贷款相对于正常水平仍有距离，地产信心仍有待恢复，政策上不排除进一步放松的可能。总的来看，预计宽信用后续将逐步得到兑现，但专项债发行节奏的大幅提前可能对下半年的社融增速形成一定扰动。

政策落地的效果决定了经济回升的速度，目前来看仍有待进一步观察，但经济表现最差的时候可能已经过去，这一点相对确定。边际的变化对权益市场构成利好，尤其是基建作为稳增长重要抓手，表现确定性较强。对于债市来说，目前尚处于宽信用的前半程，宽货币可能仍占主导，十年期国债收益率上下均有约束的情况下震荡的可能性较大。

### 3. 银行业观点

4 月至 5 月上旬，受区域疫情爆发、房地产销售持续下滑、金融反腐等因素影响，市场关于银行的担忧加重，板块表现低迷。基本面来看，年内行业资产质量、净息差与盈利水平受上述因素影响有下行压力。从估值水平来看，随着权重股的明显回调，5 月银行指数 PB 再次创新低，目前维持在 0.6 倍左右。对于市值低于净资产的上市银行，超过 100% 拨备覆盖率部分的贷款减值准备还原为净资产后的 PB 为 0.48 倍，该估值水平隐含的不良率为 6.23%，较账面不良率高 4.9 个百分点，属于较为悲观预期下的估值水平。

图 10 破净银行股估值水平隐含不良率安全边际较高



资料来源：iFinD，东海证券研究所

5 月金融数据体现出良好的政策效果，预计 5 月银行业资产增速提升、贷款投放较 4 月明显改善。随着稳增长政策进一步实施，市场关于银行基本面的预期有望迎来改善。建议关注区域经济发达、资产质量优异的区域性银行与头部股份行。

**附注：****一、市场指数评级**

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

**二、行业指数评级**

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

**三、公司股票评级**

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

**四、风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**五、免责声明**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**六、资格说明**

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**上海 东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

**北京 东海证券研究所**

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089