

2022年06月15日

## 2022年5月金融数据点评

## 事件点评

### 投资要点

- ◆ **一、5月社融新增2.79万亿元、同比增幅10.5%、较去年同期多增1.88万亿元。**  
分项来看：（1）人民币贷款当月增幅较多，信贷增长较为强劲。5月新增1.82万亿元，较上月多增1.46万亿元、较去年同期多3906亿元，同比和环比增幅分别为27.3%和403%，显示银行信贷投放仍可形成一定增量空间，但出在当前经济下行环境下，信贷增速继续保持较高增速并不合理，因而更多应该被视为短期扰动而非长期趋势；（2）政府债发行成为社融增长的重要补充。今年地方政府专项债发行工作提速明显，5月份政府债务融资1.06万亿元、较上个月增加6688亿元；（3）**股权融资方式疲弱。**4月份债权融资为负108亿元、但同比多969亿元、较上月少3888亿；股权融资方面，新增股权292亿元、同比少增425亿元、较上月多增1489亿元。
- ◆ **二、企业中长期信贷5月新增5551亿元、较上月少增977亿元。**信贷数据方面，人民币贷款余额同比11.0%、较上月高0.1个百分点，当月新增信贷1.89万亿元、同比多增3900亿元。分项来看：（1）**企业中长期贷款恢复正增长，信贷投放节奏有所加快，居民中长期贷款相对弱势，房屋销售拖累所致。**5月中长期贷款增长较上月明显改善，其中企业中长期贷款5551亿元、同比少增977亿元，较上月多增2899亿元，扭转了中长期贷款收缩的市场预期；（2）**企业短期贷款增幅明显，经营现金流得到补充，企业经营意愿有望提升。**5月企业短期贷款规模2642亿元、同比增加3286亿元，较上月多4590亿元，显示企业生产信心有所恢复，主要需求包括财务优化和经营现金流管理。结构上看，企业短期/中长期融资结构的比例处于高位，显示出企业保守使用短期资金和谨慎使用中长期资金的态度。（3）**票据融资规模仍占据重要比例。**5月企业票据融资7129亿元、同比多5591亿元、较上月增1981亿元。显示出票据作为企业应收应付账款的流转手段具有无以伦比的融资便利性，票据融资的规模相对较高水平，意味着企业利用票据融资的形式获取短期资金补充经营生产成为较普遍现象。（4）**货币供应量的同比剪刀差扩大，显示信贷提振信用扩张。**5月份，广义货币供应量M2当月净增27315亿元、同比增速11.1%、较上月上升0.6个百分点；M1当月净增8968亿元、同比增速4.6%、较上月减少0.5个百分点。
- ◆ **三、投资拉动成为稳增长的关注重点。结合社融和信贷数据，我们认为，5月金融数据较为有力的扭转了上个月数据表现出的信贷需求缩减迹象。**（1）总量上，信贷指标作为先行指标，对于实体项目投资的持续稳定推进，具有重要的指示作用，因而也对市场预期造成较大影响。（2）结构上，经济恢复的主要动力，仍然集中在传统基建（水利、公路）、十四五规划重大项目和城市更新等地方政府立项较多领域的项目进度，下半年地方政府的财力支持或将成为新的关注点。
- ◆ **策略建议。**5月经济数据大概率构成了年内经济的底部，随后将进入逐步修复和改善的阶段。对于债券市场，利率行情在未来3个月将主要保持小幅上升态势。但由于政策调控的意图在于托底而非推举，因而利率很难出现大幅上行。
- ◆ **风险提示：**宏观政策刺激的力度超预期，外部环境大幅改善

### 分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001  
021-20377098

### 相关报告

2022年5月PMI数据点评 2022-06-02

疫情缓解后，宏观经济恢复路径 2022-06-02

央行信贷形势分析会要求加大信贷投放，央行定向工具扩容 2022-05-25

5年期LPR降15bp至4.45%、1年期LPR维持3.7% 2022-05-24

2022年5月11日国常会公告点评 2022-05-12

## 一、5月社融新增2.79万亿元、同比增幅10.5%、较去年同期多增1.88万亿元

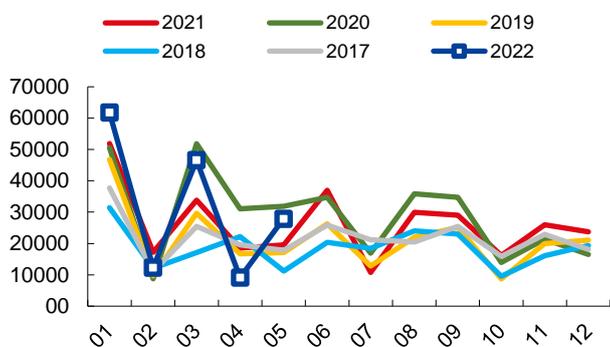
5月新增社融规模2.79万亿元、同比多增1.88万亿元，同比增速10.5%、较上月多增0.3个百分点。分项来看：

(1) 人民币贷款当月增幅较多，信贷增长较为强劲。5月新增1.82万亿元，较上月多增1.46万亿元、较去年同期多3906亿元，同比和环比增幅分别为27.3%和403%，显示银行信贷投放仍可形成一定增量空间，但出在当前经济下行环境下，信贷增速继续保持较高增速并不合理，因而更多应该被视为短期扰动而非长期趋势。

(2) 政府债发行成为社融增长的重要补充。今年地方政府专项债发行工作提速明显，5月份政府债务融资1.06万亿元、较上个月增加6688亿元。

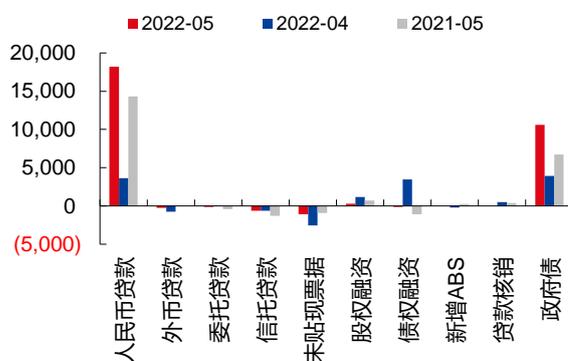
(3) 股权融资方式疲弱。4月份债权融资为负108亿元、但同比多969亿元、较上月少3888亿；股权融资方面，新增股权292亿元、同比少增425亿元、较上月多增1489亿元。显示出直接融资渠道表现较为疲弱。一方面是实体经济下行压力下，企业债务市场的供需双弱，作为传统的融资主体的地产行业，仍然经历较为艰难的底部时刻，而城投主体也面临不确定的演化路径，市场保持相对谨慎；另一方面股票市场近期表现欠佳，压制了股权融资主体的积极性，对股权融资并不友好。

图1：当月新增社融规模（亿元）



资料来源：同花顺iFind，华金证券研究所

图2：新增社融分项对比（亿元）



资料来源：同花顺iFind，华金证券研究所

## 二、企业中长期信贷新增5551亿元、较前少增977亿元

信贷数据方面，人民币贷款余额同比11.0%、较上月高0.1个百分点，当月新增信贷1.89万亿元、同比多增3900亿元。分项来看：

(1) 企业中长期贷款恢复正增长，信贷投放节奏有所加快，居民中长期贷款相对弱势，房屋销售拖累所致。5月中长期贷款增长较上月明显改善，其中企业中长期贷款5551亿元、同比少增977亿元，较上月多增2899亿元，扭转了中长期贷款收缩的市场预期；居民中长期贷款1047亿元、同比少增3379亿元、较上月多增1361亿元，由于居民中长期贷款主要用于购置房

产，表明按揭贷款虽有松绑，但从数据来看需求恢复较弱，从资金角度反应了房屋销售市场的购房意愿尚未恢复。

(2) 企业短期贷款增幅明显，经营现金流得到补充，企业经营意愿有望提升。5 月企业短期贷款规模 2642 亿元、同比增加 3286 亿元，较上月多 4590 亿元，显示企业生产信心有所恢复，主要需求包括财务优化和经营现金流管理。结构上看，企业短期/中长期融资结构的比例处于高位，显示出企业融资规模恢复增长，但也显现出的更加保守使用短期资金和谨慎使用中长期资金的态度。

图 3：住户短期信贷和中长期信贷（亿元）

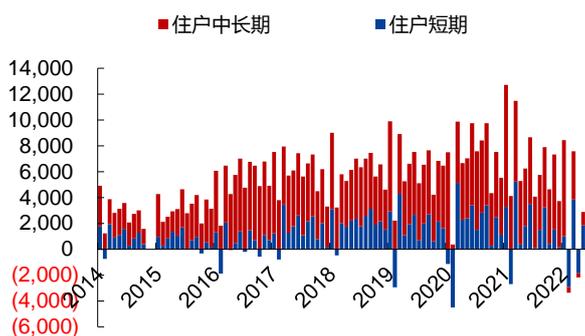
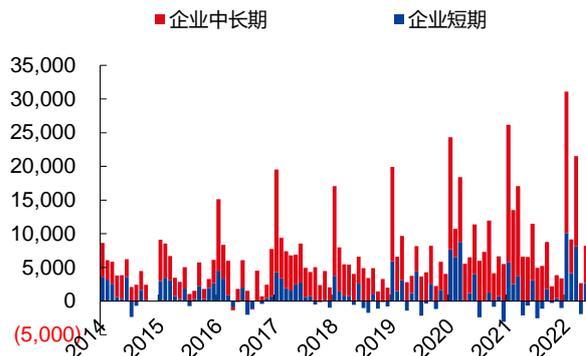


图 4：企业短期信贷和中长期信贷（亿元）

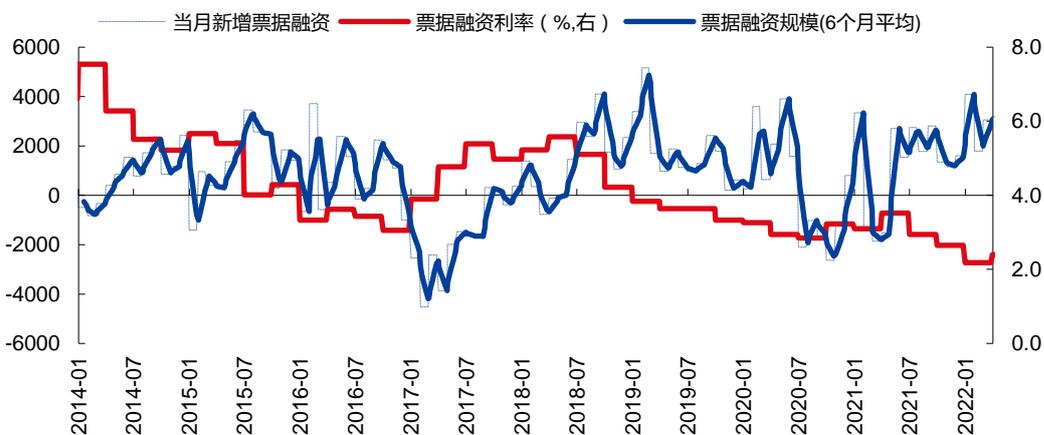


资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

(3) 票据融资规模仍占据重要比例。5 月企业票据融资 7129 亿元、同比多 5591 亿元、较上月增 1981 亿元。显示出票据作为企业应收应付账款的流转手段具有无与伦比的融资便利性，票据融资的规模相对较高水平，意味着企业利用票据融资的形式获取短期资金补充经营生产成为较普遍现象。主要原因是票据贴现率趋势下行时，企业更愿意向银行贴现未到期票据，以补充经营现金流。

图 5：当月新增票据融资规模与票据融资利率呈现反向关系

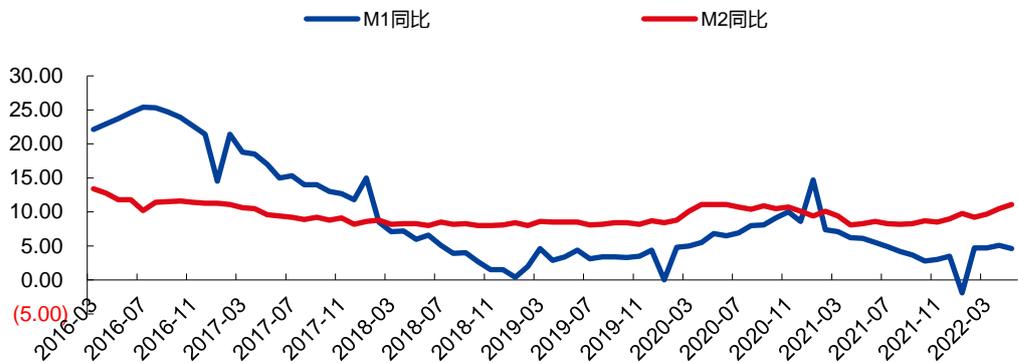


资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

(4) 货币供应量的同比剪刀差扩大，显示信贷提振信用扩张。5 月份，广义货币供应量 M2 当月净增 27315 亿元、同比增速 11.1%、较上月上升 0.6 个百分点；M1 当月净增 8968 亿元、同比增速 4.6%、较上月减少 0.5 个百分点。M1 的主要变动来自企业活期存款，包括了企业经营

回款和企业融资资金。M1 的持续增长表明企业流动资金正在增加，这与本月新增信贷规模快速增长相互印证。而 M2 的较快增长也从广义货币角度，验证了金融体系的信贷投放活动较好的贯彻了政策要求的适度提前、加快落实的要求。

图 6：货币供应量 M1 与 M2 的缺口有所收窄



资料来源：WIND，华金证券研究所

### 三、投资拉动成为稳增长的关注重点

结合社融和信贷数据，我们认为，5月金融数据较为有力的扭转了上个月数据表现出的信贷需求缩减迹象。在银行体系投放充足的信贷规模、政府也有必要提前投资的情况下，投资拉动成为稳经济的现实选择。我们认为，接下来应关注：

(1) 总量上，信贷指标作为先行指标，对于实体项目投资的持续稳定推进，具有重要的指示作用，因而也对市场预期造成较大影响。结合当月数据来看，企业贷款增速有所放缓，除了企业对经济下行的负面因素，也包括疫情对投资活动的扰动。从 2020 年过程看，随着信贷指标的快速恢复，生产端和投资端的宏观指标将在 3-4 个月内恢复到疫情前水平，这也意味着三季度的经济总体呈现触底回升态势。若考虑到去年下半年的低基数效应，部分指标或将表现突出。

(2) 结构上，经济恢复的主要动力，仍然集中在传统基建（水利、公路）、十四五规划重大项目和城市更新等地方政府立项较多领域的项目进度。考虑到上半年政府融资渠道未有扩容、反而明显趋紧（专项债维持 3.6 万亿元、一般支出受退减税收影响出现明显回落，政府基金收入则受土地一级市场遇冷影响）。因此，下半年地方政府的财力支持或将成为新的关注点。

#### 策略建议

5 月经济数据大概率构成了年内经济的底部，随后将进入逐步修复和改善的阶段。因此，对于债券市场，利率行情在未来 3 个月将主要保持小幅上升态势。但由于政策调控的意图在于托底而非推举，因而利率很难出现大幅上行的可能。

**风险提示：**宏观政策刺激的力度超预期，外部环境大幅改善

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn