

## 总量积极，结构仍弱

### ——2022 年 5 月金融数据点评

5 月我国新增社融 2.79 万亿（预期 2.37 万亿），新增人民币贷款 1.89 万亿（预期 1.40 万亿），M2 同比增长 11.1%（预期 10.5%），均明显高于市场预期。

#### 一、信贷：大超预期，结构仍弱

5 月新增信贷明显走强，创下同期历史新高。新增人民币贷款环比大幅增加 1.24 万亿，同比多增 3,900 亿。但信贷结构仍然偏弱，且总体延续了企业好于居民，短贷强于中长贷的格局。

一是企业信贷主要由短贷和票据支撑。新增企业贷款同比增加 7,243 亿，环比增加 9,516 亿。一方面，企业中长贷新增 5,551 亿，同比增幅在 4 月转负后，本月再度少增 977 亿。另一方面，企业短期融资（短贷和表内票据）表现明显好于中长贷，同比多增 8,877 亿。其中短贷当月增加 2,642 亿，同比多增 3,286 亿；表内票据当月增加 7,129 亿，同比多增 5,591 亿。5 月底票据转贴现利率再度大幅回落，指向实体经济有效需求依然不足。

二是居民信贷持续疲弱。新增居民贷款转正，增加 2,888 亿，同比少增 3,344 亿，已连续 7 个月同比负增长，但下滑幅度较上月有所放缓。随着疫情影响边际衰减，叠加家电下乡、新能源车补贴、发放消费券等政策支持，居民短贷增加 1,840 亿，同比多增 34 亿，结束了连续半年的同比负增长。居民中长贷增加 1,047 亿，同比继续少增 3,379 亿，同比跌幅较上月（-5,231 亿）有所收敛，与 5 月地产销售面积跌幅收窄变化趋势基本一致。

## 二、社融：信贷与政府债券拉动

5 月新增社融 **2.79 万亿**，增速上升 **0.3pct** 至 **10.5%**。新增社融环比多增 **1.88 万亿**，同比多增 **8,378 亿**。从贡献度看，社融同比增长主要来自于信贷（贡献 **46.6%**）和政府融资（贡献 **46.5%**），其次是非标（贡献 **9.7%**）和企业直融（贡献 **6.5%**）。

一是政府融资节奏加快。在财政部要求专项债 6 月底前基本发行完毕，8 月底前基本投放完毕的要求下，5 月新增政府债融资环比增加 **6,688 亿** 至 **1.06 万亿**，同比增加 **3,899 亿**。预计 6-7 月政府融资仍将对社融形成一定支撑。

二是非标融资收缩幅度边际收敛。非标融资当月减少 **1,819 亿**，环比少减 **1,355 亿**，同比少减 **810 亿**。其中，未贴现银行承兑汇票减少 **1,068 亿**，同比多减 **142 亿**；信托贷款 **-619 亿**，同比少减 **676 亿**；委托贷款 **-132 亿**，同比少减 **276 亿**。信托和委托贷款同比降幅收敛，指向非标压降力度持续缓和。

三是企业债券融资节奏明显放缓。5 月企业直接融资仅 **184 亿**，在基数作用下同比多增 **544 亿**，较上月小幅上升。企业债券新增融资 **-108 亿**，在去年低基数作用下少减 **969 亿**；企业股权融资新增 **292 亿**，同比少增 **425 亿**。

## 三、货币：广义流动性缺口负向扩张

5 月 M2 同比增速环比大幅继续增加 **0.6pct** 至 **11.1%**，主要受财政支出和信贷投放加速推动。当月财政存款在传统上缴大月增加 **5,592 亿**，同比减少 **3,665 亿**，指向财政逆周期调节力度持续加大。企业存款增加 **1.1 万亿**，同比增加 **1.22 万亿**，一方面可能受到企业留抵退税和减税降

费等政策支持，另一方面可能与银行加大信贷投放力度有关；居民存款增加 7,393 亿，同比大增 6,321 亿，与疲弱的居民贷款共同指向居民加杠杆意愿明显减弱。M1 同比增速回落 0.5pct 至 4.6%，或与企业投资扩张预期偏弱有关。M2-M1 增速剪刀差进一步增加 1.1pct 至 6.5%。同时，社融-M2 增速剪刀差环比继续下降 0.3pct 至 -0.6%，在上月转负后继续扩大，指向银行“资产荒”延续。

#### 四、债市影响：收益率窄幅波动

5 月社融数据发布后，市场整体反应平淡，债券收益率仅窄幅波动，10 年期国债活跃券仍在 2.75% 附近震荡，并未因社融数据超预期而出现明显上行。从 5 月初至今，国债收益率从 2.83% 逐渐下行至最低 2.7%，并在该区间徘徊。

一方面，市场流动性仍然较为充裕，利率中枢处于低位。5 月银行间货币市场隔夜和 7 天利率中枢分别为 1.36% 和 1.63% 的低位水平，较 4 月中枢进一步下行，且 6 月后未见明显调整，故市场对于货币环境整体仍持乐观预期，在融资成本无实质上升的情况下，利率难以形成趋势性上行态势。

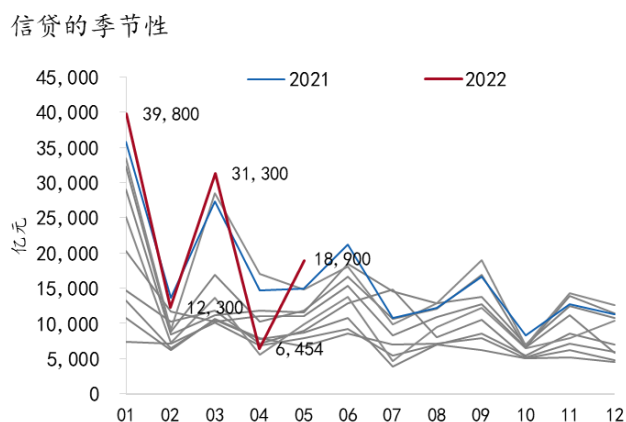
另一方面，市场对于稳增长政策效果持观望态度。近期国常会进一步部署 33 项稳经济一揽子措施，涉及财政政策、金融政策、产业链供应链、消费和投资、能源安全、失业保障等六个方面，并强调狠抓落实，政策力度大，但政策效果显现尚需时日。从经济基本面明显企稳回升，到货币政策调整，再到市场收益率调整，均有一定时滞，故当前利率难以显著上行。

#### 五、前瞻：“宽信用”仍在路上

总体而言，5 月金融数据在疫情趋缓和以及政策引导下环比出现显著修复，释放了积极的政策信号。但结构偏弱的特征仍待改善，表明当前市场主体预期仍然偏弱，有效融资需求不振。前瞻地看，政策将继续着力推动“宽信用”。央行有望积极运用创新型货币政策工具，支持经济中的重点领域和薄弱环节，并进一步释放利率市场化改革红利，降低实体经济综合融资成本，支持房地产市场的合理融资需求。

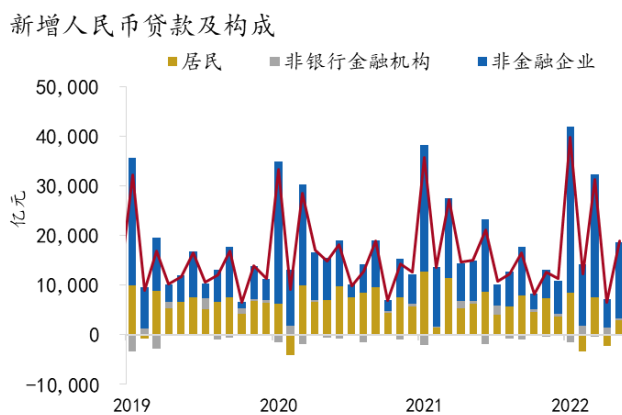
(评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 张巧栩)

图 1：5 月信贷增量创历史同期新高



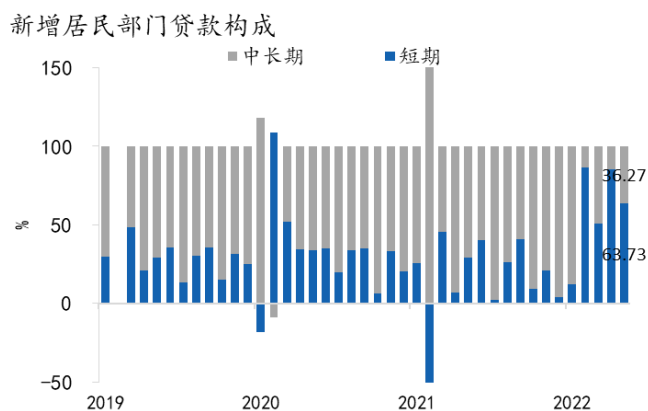
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



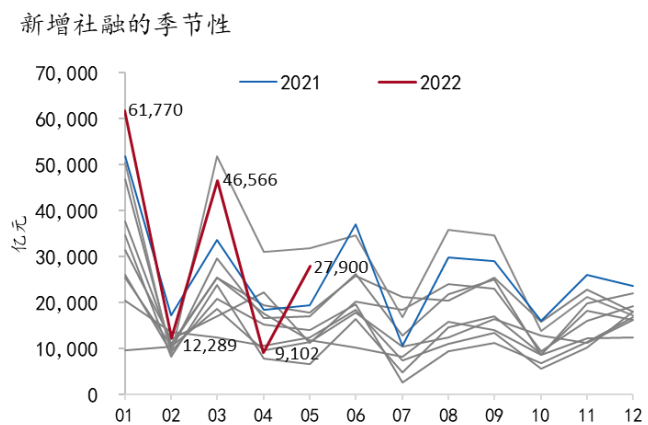
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 5 月社融增量明显反弹



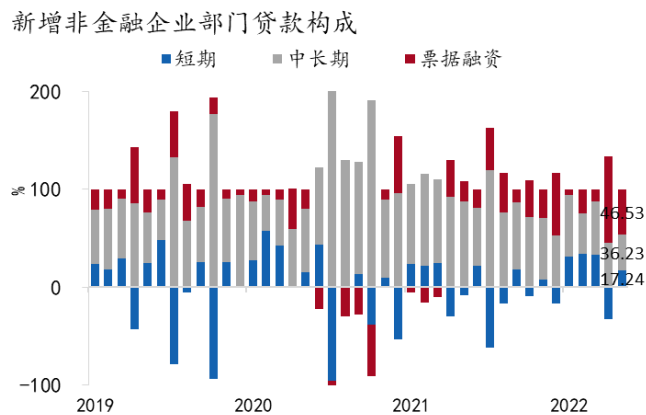
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 7: 5 月 M2-M1 剪刀差扩大



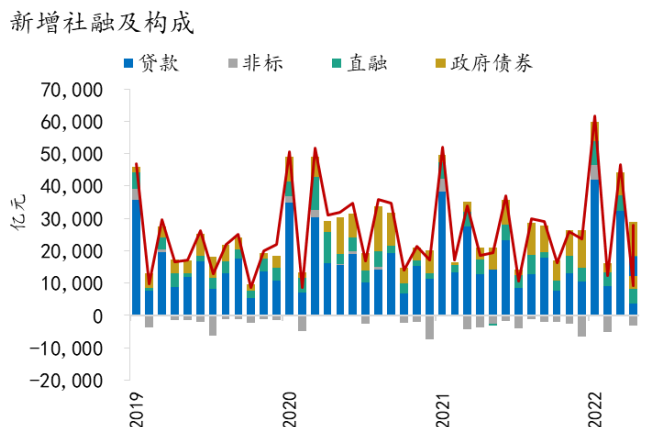
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



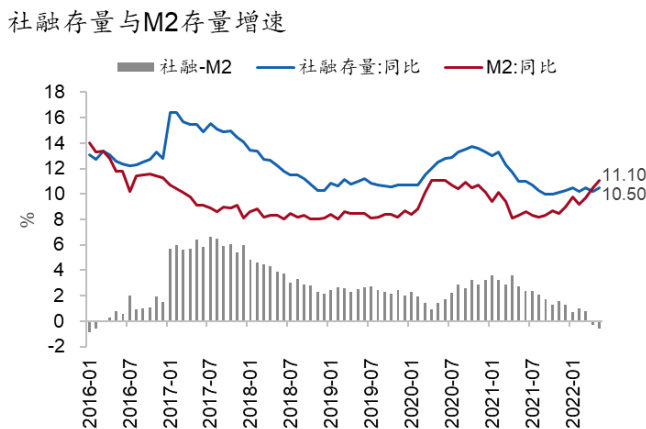
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 6: 新增社融及构成



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 8: 社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源: WIND、招商银行研究院