



2021年6月12日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

5月社融超预期，信贷总量佳、结构弱

内容提要

央行公布 2022 年 5 月金融数据：1) 中国 5 月社会融资规模 27900 亿元，预期 20150 亿元，前值 9102 亿元；社融存量增速 10.5%，比 4 月上升 0.3 个百分点；2) 中国 5 月新增人民币贷款 18900 亿元，预期 13000 亿元，前值 6454 亿元。3) M2 同比 11.1%，市场预期 10.5%，前值 10.5%；M1 同比 4.6%，前值 5.1%。

5 月社融信贷超预期，表内贷款和政府债融资是主要贡献，其中企业短贷和票据融资同比显著多增，而居民和企业中长贷同比仍然负增，信贷数据再度呈现“总量佳+结构弱”的特征，稳增长政策发力下监管引导信贷投放、叠加政府主动加杠杆是主因，而顺周期融资需求仍然偏弱，微观主体活力依然不足。

信贷总量佳、结构弱，居民融资仍弱、企业依赖票据冲量、政府持续加杠杆：1) 居民预期偏弱叠加疫情约束，住户部门贷款同比持续少增；2) 企业贷款总量多增但结构偏弱，短期贷款和票据融资是主要贡献；3) 政府部门主动加杠杆，5 月起地方债发行明显加快 4) 留抵退税支撑 M2 增速持续和信贷背离。

往后看，随着疫情收敛以及 6 月上海北京复工复产加快，预计经济活动将面临一轮底部修复，企业经营性融资需求有望恢复，叠加稳增长政策积极发力对冲、601 国常会调增 8000 亿政策行信贷额度、房贷利率下降、地方债发行加快，信贷总量和结构有望边际改善。

但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，市场化主体活力不足叠加融资需求疲弱，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，内生融资需求仍在收缩。因此广义财政仍需积极发力，关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7 月政治局会议是重要的关注窗口，而监管的松绑纠偏、以及通过产业升级挖掘增量也是可能路径。

风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期





一、事件

央行公布 2022 年 5 月金融数据：

1) 中国 5 月社会融资规模 27900 亿元，预期 20150 亿元，前值 9102 亿元；社融存量增速 10.5%，比 4 月上升 0.3 个百分点；

2) 中国 5 月新增人民币贷款 18900 亿元，预期 13000 亿元，前值 6454 亿元。

3) M2 同比 11.1%，市场预期 10.5%，前值 10.5%；M1 同比 4.6%，前值 5.1%。

图 1：5 月社融信贷超预期，票据融资、企业短贷及政府债融资是主要贡献（亿元，%）

	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08
当月新增社融	27900	9102	46566	12289	61750	23682	25983	16176	29026	29893
新增人民币贷款	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600	12200
社融存量同比 (%)	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3
(当月同比变化)										
社会融资规模	8378	-9468	12804	-4954	9866	6490	4628	2247	-5667	-5960
新增人民币贷款	3906	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416	-1488
居民贷款	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316	-1721	-2660
居民短贷	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175	-1348
居民中长贷	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695	-1312
企业短贷	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549	552	-1196
企业中长贷	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037
票据融资	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284	3985	4489
委托贷款	276	211	149	26	337	143	66	1	295	592
信托贷款	676	713	1532	185	162	67	-803	-186	-939	-1046
未贴现票据	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203	-1489	-1314
企业债券融资	969	-145	-55	2373	1912	1731	3166	-2	-179	990
政府债券	3899	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050

资料来源：Wind，优财研究院



二、 点评：疫情拖累信贷需求，政策继续发力对冲

5月社融信贷超预期，表内贷款和政府债融资是主要贡献，其中企业短贷和票据融资同比显著多增，而居民和企业中长贷同比仍然负增，信贷数据再度呈现“总量佳+结构弱”的特征，稳增长政策发力下监管引导信贷投放、叠加政府主动加杠杆是主因，而顺周期融资需求仍然偏弱，微观主体活力依然不足。

5月社融规模 27900 亿元，同比多增 8399 亿元，社融存量增速 10.5%，比 4 月上升 0.3 个百分点；5 月新增人民币贷款 18900 亿元，同比多增 3920 亿元。

- 1) **居民预期偏弱叠加疫情约束，住户部门贷款同比持续少增。**其中短期贷款、中长期贷款同比分别多增 34 和少增 3379 亿，居民部门融资需求仍然发力，居民预期偏弱叠加收入压力下房地产需求端持续疲弱，而 5 月疫情仍约束购房场景，30 城成交面积同比降幅依然显著。
- 2) **企业贷款总量多增但结构偏弱，短期贷款和票据融资是主要贡献，**同比分别多增 3286 和 5591 亿；而企业中长贷同比仍在收缩，疫情冲击下企业面临供应链不稳、预期不稳、成本上升等风险，实体融资需求仍难改善。
- 3) **政府部门主动加杠杆，**5 月起地方债发行明显加快，政府债券融资超万亿，同比多增 3899 亿元。财政部“确保今年新增专项债券 6 月底前基本发行完毕，力争 8 月底前基本使用完毕”的要求下，预计 6 月地方债发行仍将保持较快速度，叠加去年发行节奏后置形成的低基数效应，预计政府部门加杠杆仍将继续对社融形成支撑。在经济下行压力加大叠加大范围常态化核酸检测下，财政面临增支减收的压力，后续财政缺口下赤字率提升或特别国债发行预期或将有所增强。
- 4) **留抵退税支撑 M2 增速持续和信贷背离。**5 月 M2 增速继续上升至 11.1%，反映实体部门存款持续走高，与走弱的信贷增速持续背离，主要受到央行利润上缴下留抵退税的支撑，但疫情防控冲击供应链约束，经济活动受限下私人部门缺乏加杠杆动力和意愿，非金融企业存款 3-5 月同比多增近 2.5 万亿，远超其他部

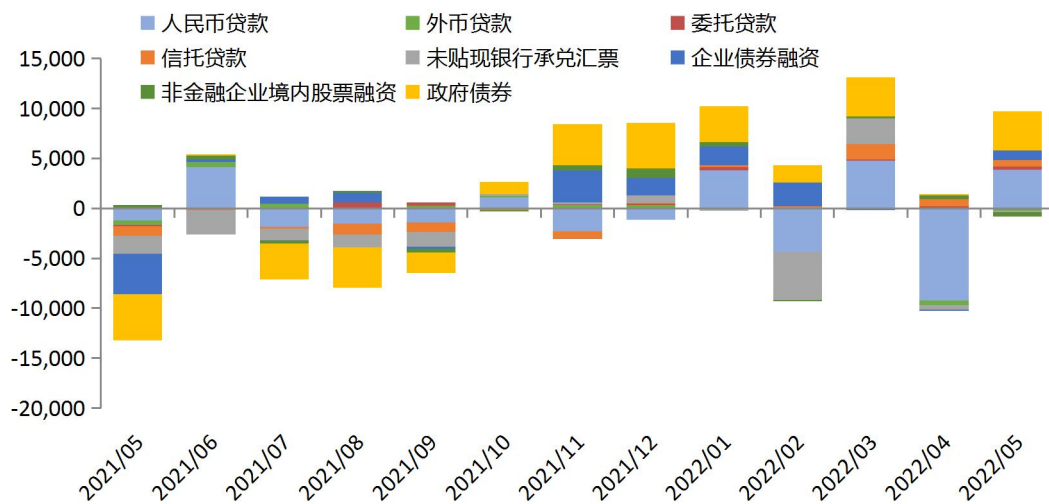


门。

往后看，随着疫情收敛以及6月上海北京复工复产加快，预计经济活动将面临一轮底部修复，企业经营性融资需求有望恢复，叠加稳增长政策积极发力对冲、601国常会调增8000亿政策行信贷额度、房贷利率下降、地方债发行加快，信贷总量和结构有望边际改善。

但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，市场化主体活力不足叠加融资需求疲弱，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率。信用扩张短期仍受融资主体约束，房地产预期偏弱、旧经济融资主体受束缚、新经济项目挖掘难是主因，内生融资需求仍在收缩。因此广义财政仍需积极发力，关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口，而监管的松绑纠偏、以及通过产业升级挖掘增量也是可能路径。

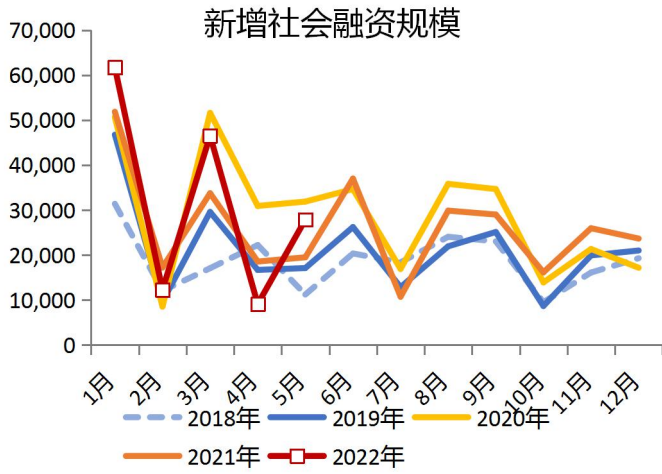
图2：人民币贷款和政府债融资是主要贡献（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

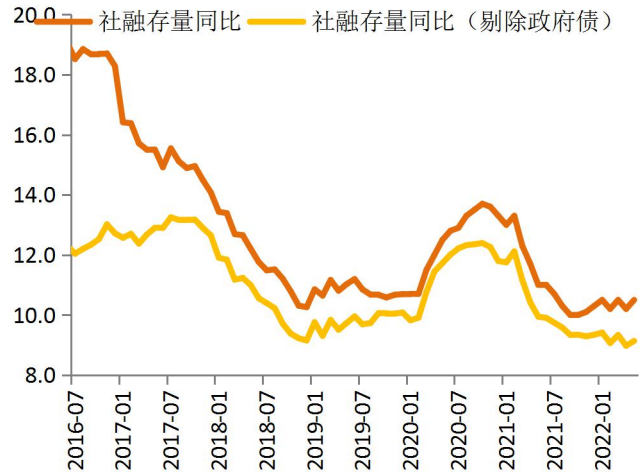


图 3：当月新增社融（亿元）



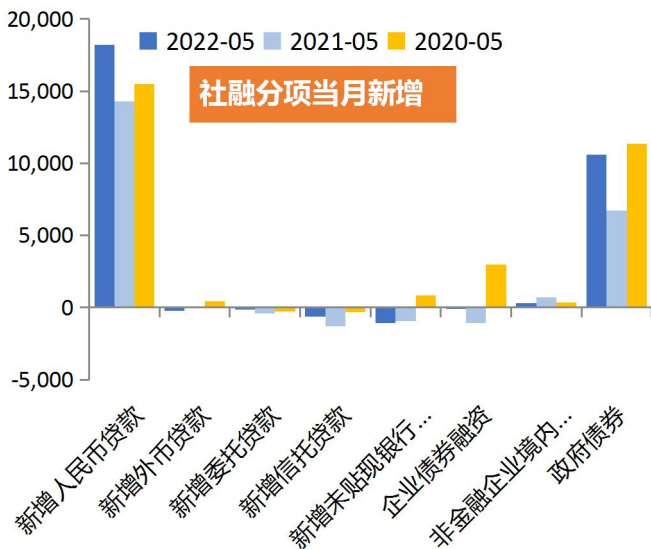
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融存量增速小幅回升（%）



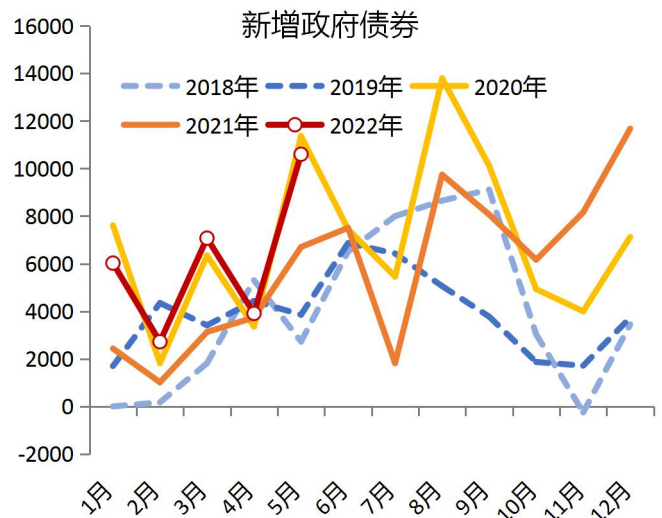
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：社融分项（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

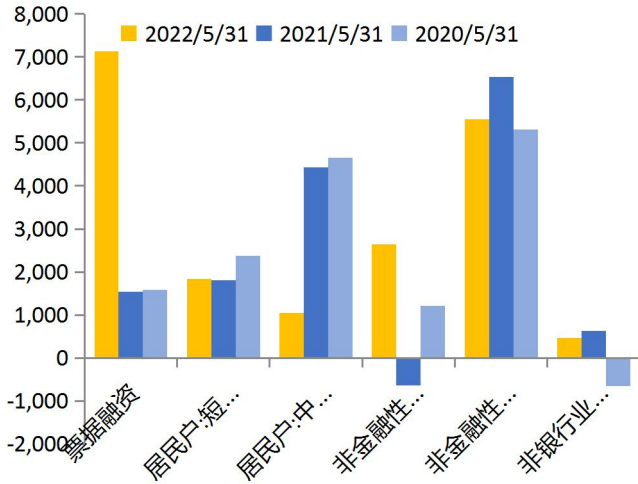
图 6：5月政府债发行节奏再度加快（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

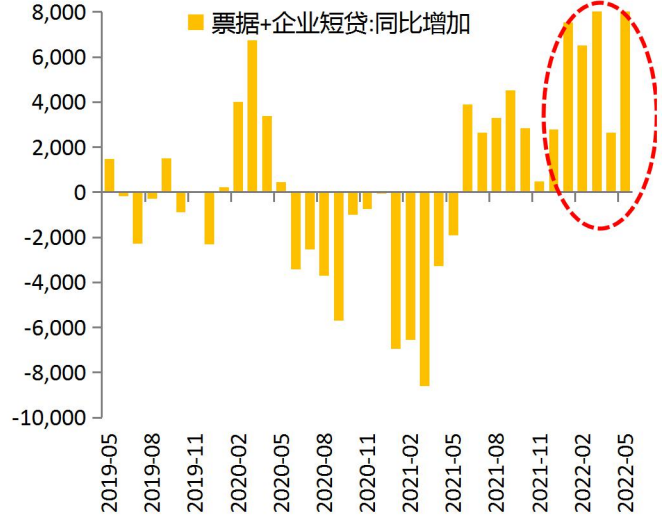


图 7：居民融资仍弱，企业依赖票据融资（亿元）



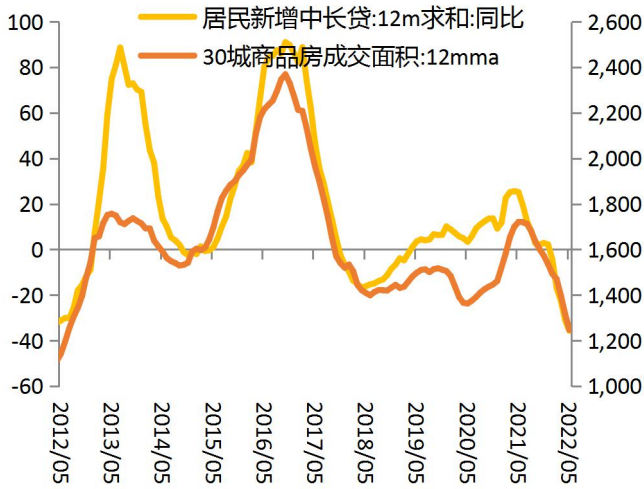
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：企业融资结构延续短期化特征（亿元）



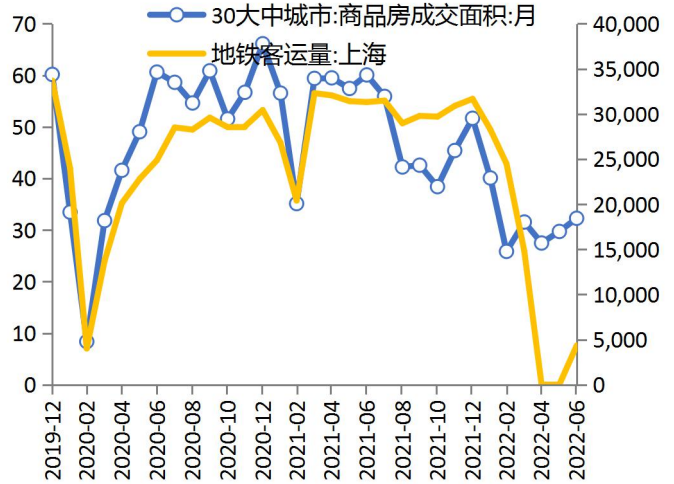
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：房贷增速降幅持续扩大（%，万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

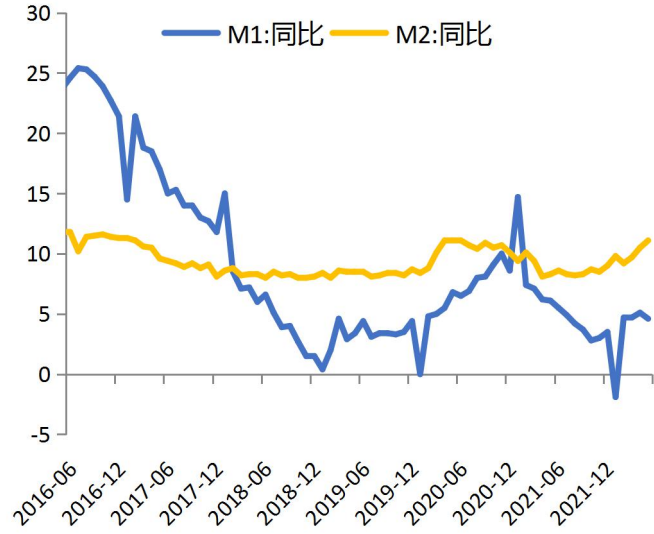
图 10：地产成交 vs 地铁客运量（万方，万人次）



资料来源：Wind，优财研究院

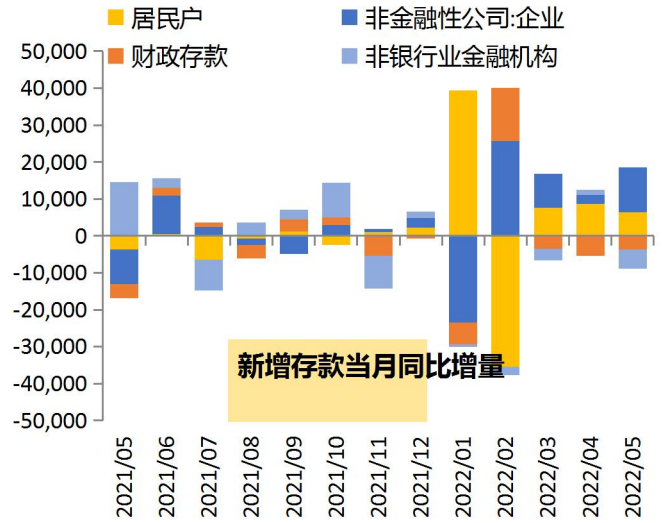


图 11: M2 增速持续和信贷背离 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 居民和企业存款强于季节性 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期



重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者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任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>