



融资边际回暖，政策仍需护航



5 月新增社融和信贷均高于市场预期和去年同期水平，主要受益于政府债券前置发行和票据融资冲量。另外，在国内疫情影响趋弱、多地放松限贷限购以及一系列消费刺激政策的助推下，居民和企业部门融资均呈现出了明显的边际改善，但就绝对水平而言，仍处于较为低迷的水平。

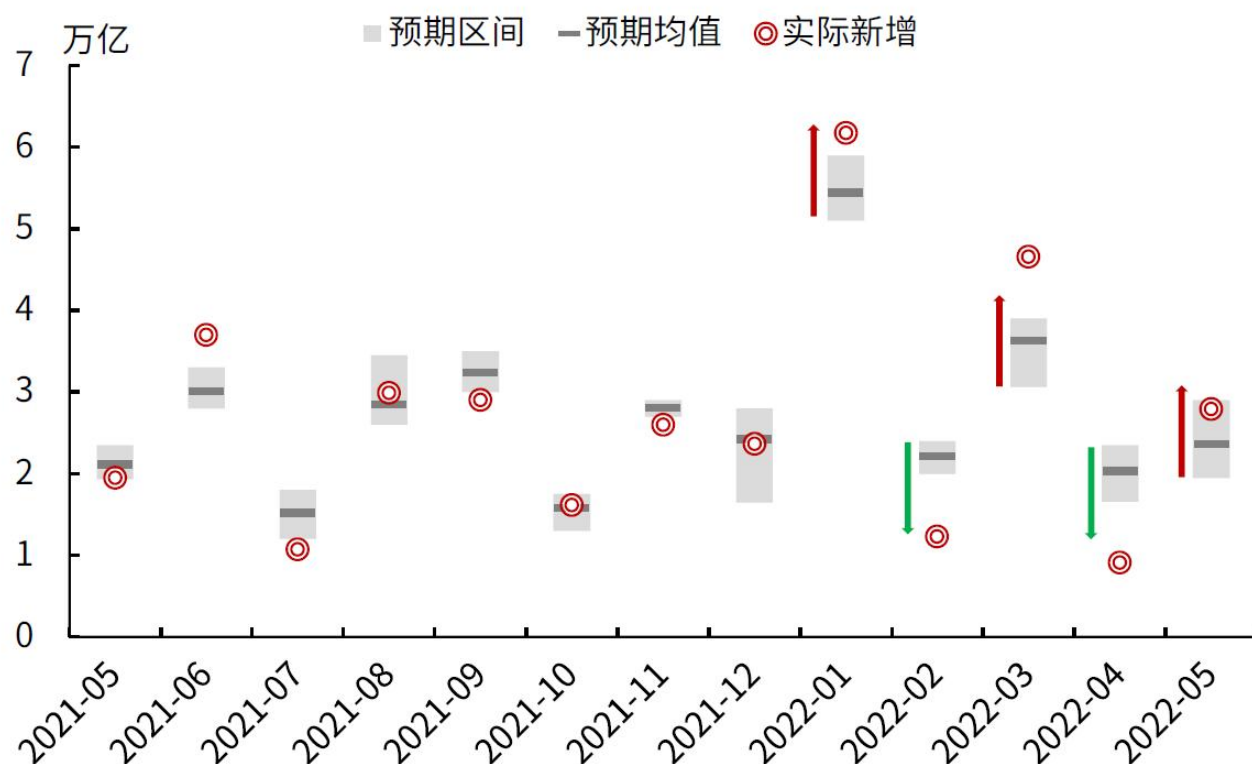
展望来看，在不考虑新增政府债务额度的情况下，政府部门净融资对新增社融的影响，关键在于融资节奏，而非融资高度，目前专项债发行已近尾声，二季度后对新增社融的推动作用将明显减弱。因而，居民和企业部门净融资修复的斜率，将是社融增速能否持续企稳的关键，而这又取决于两个关键因素，一是房地产调控的放松力度是否能够修复居民部门的信心，二是国内疫情是否还会再次大范围扩散。因而，在融资难言企稳的背景下，预计货币政策的宽松力度易强难弱，各类刺激需求端的稳增长政策仍将加码出台。

从融资总量来看，5 月新增社融和信贷均高于市场预期和去年同期水平，并且延续了今年以来的高波动特征，主要反映了疫情扰动和政策力度的不确定性。总的来看，今年前 5 个月社融新增 15.76 万亿元，同比多增 1.66 万亿元；信贷新增 10.88 万亿元，同比多增 2354 亿元，融资规模在总量层面的表现较为疲弱。

5 月新增社融 2.79 万亿元，略高于市场预期（Wind 一致预期为 2.37 万亿元），明显高于 2021 年同期新增社融。5 月新增信贷 1.89 万亿元，略高于市场预期（Wind 一致预期为 1.40 万亿元），略高于 2021 年同期新增

信贷。其中，剔除非银贷款后，居民和企业部门新增信贷 1.84 万亿元，较 2021 年同期多增 4063 亿元。

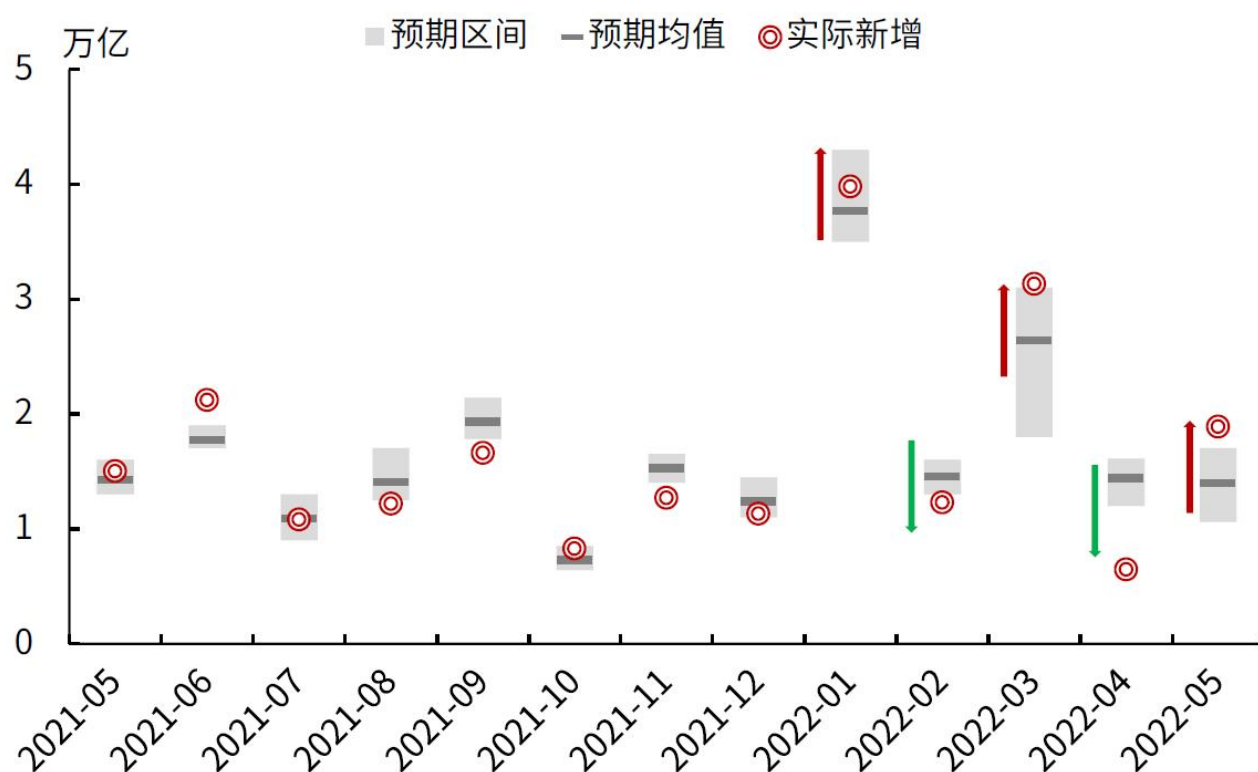
图 1：5 月新增社融较预期均值多 4192 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 5 月

图 2：5 月新增信贷较预期均值多 4907 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 5 月

社融结构层面，从经济部门视角来看，企业部门和政府部门是 5 月加杠杆的主要部门，居民部门连续 7 个月拖累新增社融，但 5 月拖累作用边际小幅走弱，“实体弱、政策进”的融资主旋律仍未发生明显改变。

居民部门净融资自 2021 年 11 月以来持续同比少增，但 5 月同比少增幅度小幅边际走弱，蕴含着本轮疫情趋缓背景下限制措施减弱，以及大规模消费刺激政策，对居民消费和购房行为产生了一定程度的刺激作用。

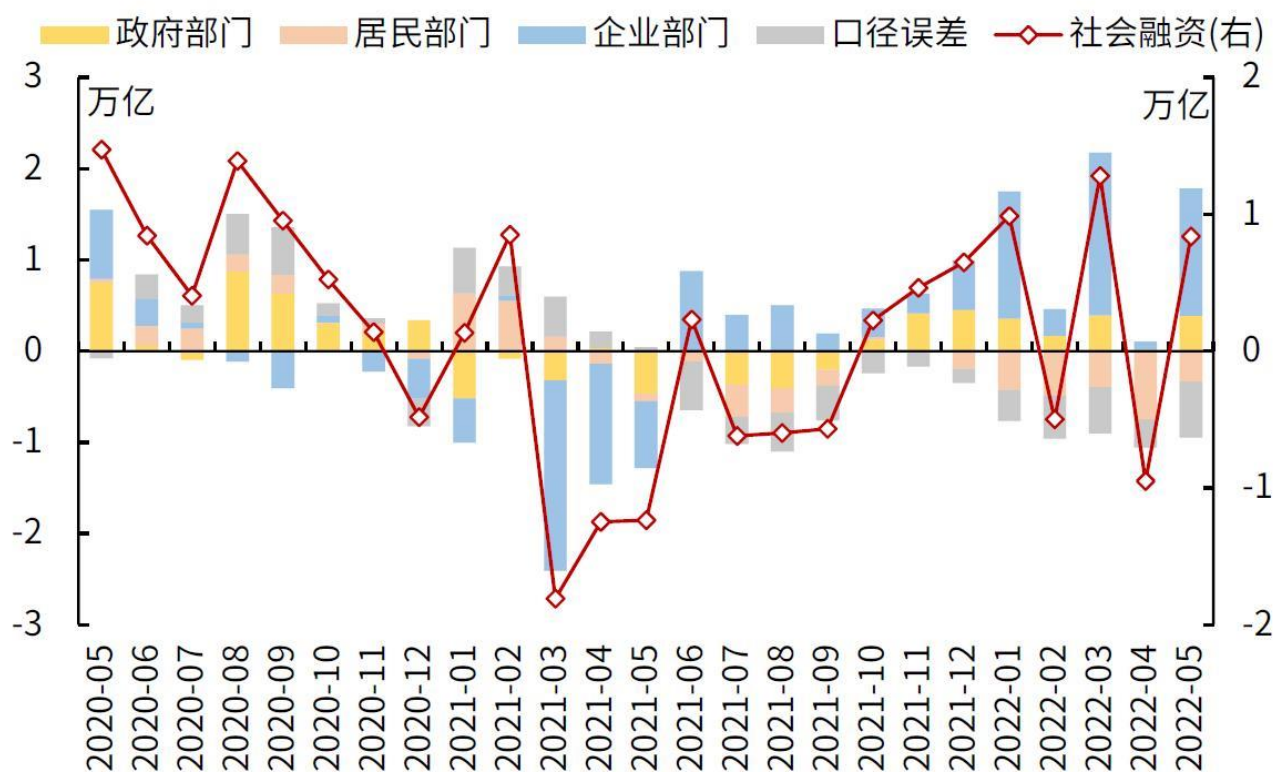
企业部门净融资今年以来波动较大，呈现出“上个月大幅上行，下个月明显回落”的特征，可能主要受“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下，政策力度的不确定性等因素影响：一则，房地产行业的信心仍未完全

恢复，房地产开发贷款依然较为低迷，并且疫情反复等因素也使得企业投资扩产意愿较为有限；二则，稳增长的政策诉求下，信用扩张不及预期便会促使政策进一步发力，因而，新增融资便在“内生需求不足导致的低增长”和“信用扩张受阻下政策加码导致的高增长”间反复切换。但5月融资数据也展现出了一些积极现象，那就是在疫情影响明显减弱后，对公中长贷的同比收缩幅度明显放缓。

政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的，为3.37万亿元的赤字额度叠加3.65万亿元的专项债新增额度，也就是说，今年政府部门融资净额大约在7.02万亿元上下，与去年基本相当，对新增融资的拉动相对有限。因而，在不考虑新增政府债务额度的情况下，政府部门净融资对新增融资的影响，关键在于融资节奏，而非融资高度。从目前的政府部门融资节奏来看，今年前5个月政府部门净融资额达3.03万亿元，占全年预计净融资额的43.2%，明显高于稳增长压力同样较大的2019年和2020年同期。

从融资途径视角来看，直接融资和表内融资是5月新增社融同比多增的主要推动因素，表外融资基本持平去年同期。与2021年同期相比，5月表内融资多增3659亿元，表外融资多增810亿元，直接融资多增4443亿元。其中，社融口径下的新增人民币贷款同比多增3906亿元，政府债券同比多增3899亿元，是5月新增社融同比明显多增的主要助推力。

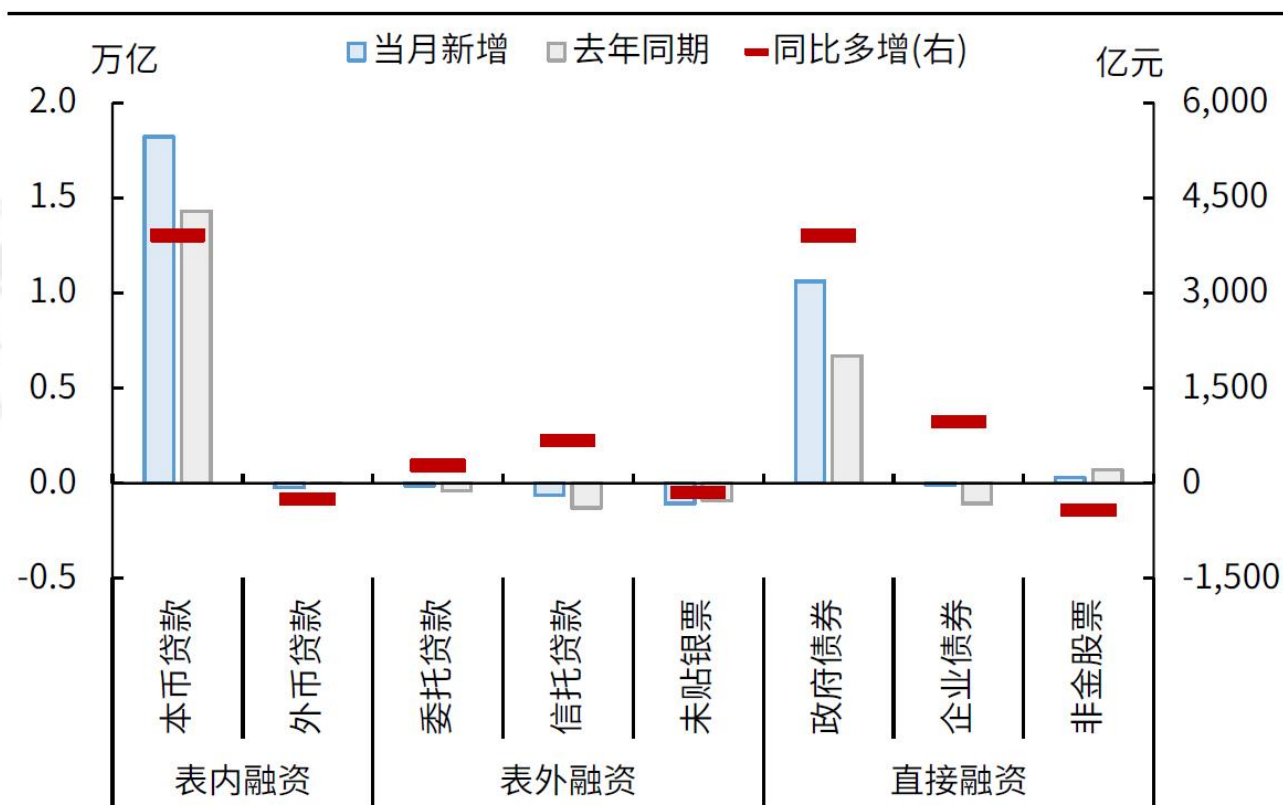
图 3：居民部门对新增社融的拖累作用小幅走弱



资料来源：Wind，iFinD，光大证券研究所

数据说明：图中数据为各经济部门当月净融资额的同比差值，数据截至 2022 年 5 月

图 4：本币信贷和政府债券驱动 5 月新增社融明显多增



资料来源：Wind，iFinD，光大证券研究所

数据截至 2022 年 5 月

信贷结构层面，剔除非银机构贷款后，5 月居民和企业贷款同比多增 4063 亿元，其中，居民部门同比少增 3345 亿元，企业部门同比多增 7408 亿元。票据融资同比多增 5591 亿元，企业短贷同比多增 3286 亿元，是新增信贷的主要支撑项；企业中长期贷款同比少增 977 亿元，居民中长期贷款同比少增 2270 亿元，是新增信贷的主要拖累项。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42837

