

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：定期点评

社融总量强结构弱，未来或仍反复

——2022年5月金融数据点评

2022年6月11日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座

28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **4月M2及社融明显增长。**2022年5月M2增速为11.1%(前值10.5%)，明显超过一致预期；社融存量329.19万亿元，同比增长10.5%(前值10.2%)，有所回升。5月，社融新增2.79亿元，仅次于2022年同期。1-5月社融累计绝对值15.76万亿元，仅低于2020年同期，为经济修复提供了重要保障。

➤ **贷款和政府债券是融资主力。**5月新增信贷、地方政府专项债、企业债、股票融资分别为2.79万亿元、1.06万亿元、-108亿元、292亿元。截止6月10日，2022年新增地方专项债已发行2.59万亿元，完成全年总额度约71%，按照“今年下达的额度6月底前发行完毕”的要求，6月剩余时间要发行约1.06万亿元，对6月社融有较大支撑，但债券的供给压力也值得关注。

➤ **5月信贷结构差。结构上看，第一，居民加杠杆不足。**5月企业贷款增加1.53万亿元，住户贷款仅增加2888亿元，住户近3个月新增贷款占比为14.6%(前值4.0%)，而企业近3个月新增贷款占比为81.1%(前值86.0%)，尽管结构较4月有所好转，但住户加杠杆动力仍不足。至此，住户3个月贷款占比已连续4个月维持低位，时间和幅度均为2015年以来之最。往后看，住户加杠杆动力修复大概率较慢，一是疫情影响未完全消退，社会流动和信心重构尚需时日，一部分人可能不愿加杠杆；二是疫情加剧财富分化，佐证是住户存款高增的同时伴随失业率攀升，一季度居民支出收入比大幅下滑，这种情况下，一部分人贷款资质下降；三是尽管多地购房政策松绑，房贷利率下行，但房价上涨预期不足制约居民需求。**第二，企业中长期贷款占比和增速进一步走低。**企业近3个月新增中长期贷款合计占比47.2%(前值49.2%)，而同期短贷和票据融资合计占比53.0%(前值50.4%)。企业中长期贷款增速和短期贷款增速分别为11.5%(前值11.7%)、14.5%(前值12.3%)。

➤ **实体经济存款好转，财政性存款回落。**5月人民币存款增加3.04万亿元。从存款增速看，受益于减税降费的实施，4月财政性存款增速回落至3.2%(前值11.3%)，住户存款增速和企业存款增速分别为12.8%(前值12.2%)、9.52%(前值7.64%)；从存款占比看，近3个月实体经济存款(住户+企业)占比提升至83.7%(前值61.5%)，其中住户存款和企业存款占比分别提升12个百分点和10个百分点。

➤ **市场启示：5月社融总量强结构弱，关注社融总量和结构反复中存在**

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



的债市交易机会。经济弱修复下扰动因素仍较多，如长期不确定因素增多导致居民和企业信心恢复缓慢、通胀传导和结构性通胀仍在持续等。社融在5月狭义资金面充裕、LPR下调、专项债发行的驱动下好转符合市场预期，问题是接下来是否“一帆风顺”？不确定性在于，融资需求恢复可能较慢，同时，受制于物价、汇率、资本流出、短期稳增长和长期可持续发展之间权衡等因素，货币金融政策在较长时期内相对克制。但货币供应量高增下融资利率下行趋势较确定。预计社融反复的概率较大。对于债市，可能根据疫情、经济、社融等反复调整，可以关注其中的交易机会，但上述因素整体处于震荡好转趋势，因此收益率中枢抬升概率加大。

➤ **风险提示：**疫情反复；通胀大幅上行；房地产在政策边际松绑下恢复力度不足；居民信心恢复慢于预期；地缘政治风险等。

图表目录

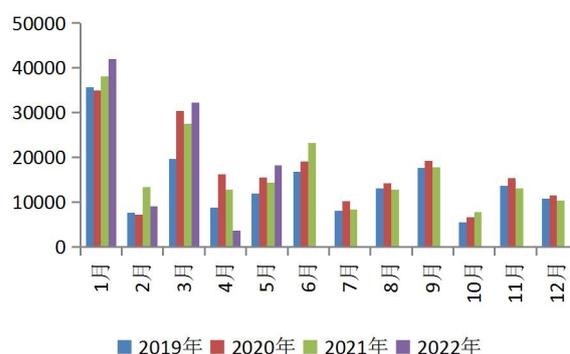
图 1：M2 及社融存量同比增速（%）	4
图 2：新增社融当月值（亿元）	4
图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比.....	4
图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比.....	4
图 5：M2-M1 走势（%）	4
图 6：住户存款增速和企业存款增速（%）	4

图 1：M2 及社融存量同比增速 (%)



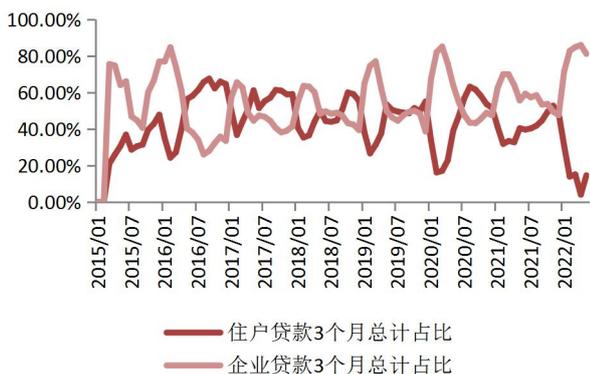
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值 (亿元)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：企业贷款与住户贷款 3 个月滚动增量占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：企业中长期贷款与企业短期贷款 3 个月滚动增量占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：M2-M1 走势 (%)



图 6：住户存款增速和企业存款增速 (%)



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_42841



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>