

宏观点评 20220610

金融数据点评：M2、社融增速差创近6年新高，反映了什么？

2022年06月10日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ 5月人民币贷款与政府债务拉动社融超预期反弹，但在退税等因素的影响下，本月M2增速快速上升，M2与社融同比增速差再次扩大，创近6年最高，这一现象实属罕见。另外，本月票据冲量现象依然存在，信贷的结构性问题未见明显好转。展望未来，我们认为在5月23日国常会、5月24日央行全系统货币信贷形势分析会等政策部署的推动下，预计专项债、政策性银行信贷等将拉动6月金融数据进一步上升，信贷结构将有所改善。

■ 票据融资拉动5月新增人民币贷款出现超季节性上升。5月新增人民币贷款规模达1.89万亿元，同比多增3920亿元，各口径人民币贷款同比少增情况均有所缓解。从贡献情况来看，企业短期贷款及票据融资为人民币贷款上升的主要原因。另外，本月居民户人民币贷款虽已转正，但依然呈同比少增态势，其中居民户中长期贷款同比少增情况依然存在。

■ 除信贷拉动外，政府债务对社融的托底作用较强，支持5月社融同比增速回升0.3个百分点至10.5%。在人民币贷款的拉动下，5月社融口径的人民币贷款新增规模达1.82万亿元。同时，在专项债发行的推动下，5月政府债券新增1.06万亿元。两方面因素是本月社融超预期反弹的形成重要支撑。另一方面，由于银行票据冲量规模较大，本月存量未贴现银行承兑汇票依然呈下降态势。

■ 5月市场利率揭示有效需求不足问题，票据冲量现象几乎贯穿全月，信贷的结构性问题依然较为明显。虽然新增人民币贷款出现超季节性反弹，但中长期贷款依然不足，占比下行至35%。从市场利率来看，票据冲量现象几乎贯穿整个5月，票据利率延续了4月的下行趋势，期间并无明显回升，且自5月第2周又出现了大幅下行，从利率下行时点来看甚至早于4月。同时，国股银票转贴现利率也有相似现象，且在5月下旬再度出现加速下行至接近于零的水平，转贴现利率与同业存单利率利差仍未转正。

■ 在信贷数据好转的作用下，M2与社融同比增速走势回归正相关，但两增速差却创近6年最高水平。社融与M2犹如一个硬币的两面，两项的同比增速一般有较强的相关性，历史上也很少出现社融增速低于M2增速的情况。从创造渠道来看，银行发放人民币贷款在增加社融的同时也能派生M2，因此信贷规模占比越高，两增速走势将更为趋同。然而，在上月信贷数据较差、财政投放及居民存款增加的情况下，M2增速与社融增速出现背离。虽然本月新增人民币贷款大幅回升，社融同比增速止跌回升，但M2增速上行更快，达11.1%。5月两增速差上升0.3个百分点至0.6%。我们认为这与财政加大增值税留抵退税力度有关，从4月起实施至5月底，已退还留抵税额约1.34万亿元。人民币存款，尤其是企业存款大幅上升，1-5月企业存款累计同比多增近2.6万亿元，而去年同期则为同比少增情况。

■ 政策发力支持下，预计6月社融增速与信贷数据将有进一步好转。一是政策性银行信贷有望增加。根据6月8日国常会所提出的加强金融支持基础设施建设力度，调增政策性银行8000亿元信贷额度，预计将对未来的信贷投放带来较大支持；二是房地产政策宽松与5年期LPR利率下调相呼应，有利于释放居民改善性住房需求潜力，拉动居民户中长期贷款规模；三是专项债支撑力度将放大。据我们统计，目前6月计划新增专项债发行规模已超5800亿元。若各地方能完成国常会要求，于今年6月底前完成今年新增专项债券发行工作，那么预计6月将有超1.6万亿元的专项债新增规模；四是央行已于5月24日召开全系统货币信贷形势分析会，将引导和支持地方法人金融机构加大贷款投放，优化信贷结构，降低融资成本。

■ 风险提示：货币政策超预期，疫情扩散超预期

相关研究

《5月出口为何又扛过了疫情的压力测试？》

2022-06-09

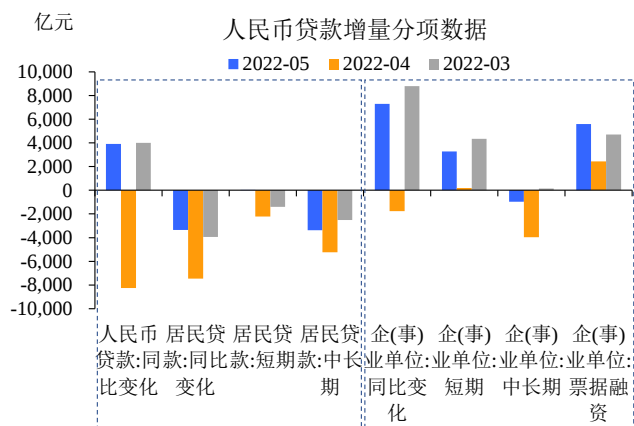
《6月经济可以V到哪里？》

2022-06-07

《会有新一轮PSL稳地产扩基建吗？》

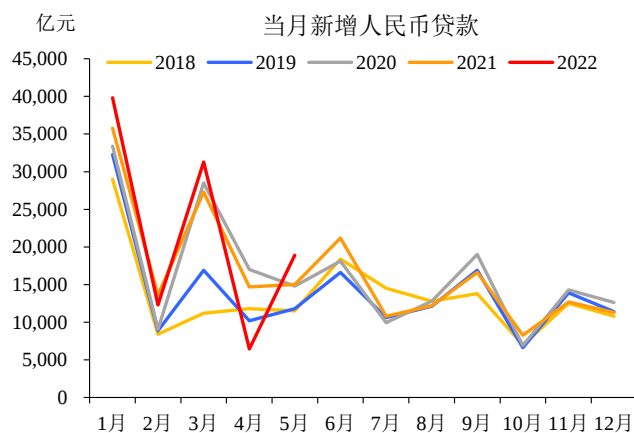
2022-06-02

图1：票据融资带动5月人民币贷款大幅上升



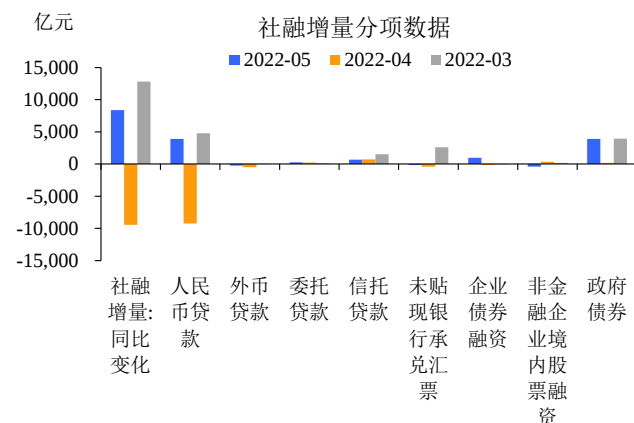
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：5月新增人民币贷款出现超季节性反弹



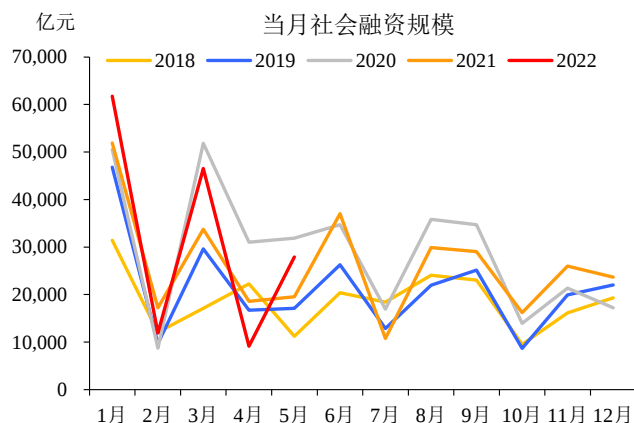
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：5月人民币贷款与政府债务拉动社融上升



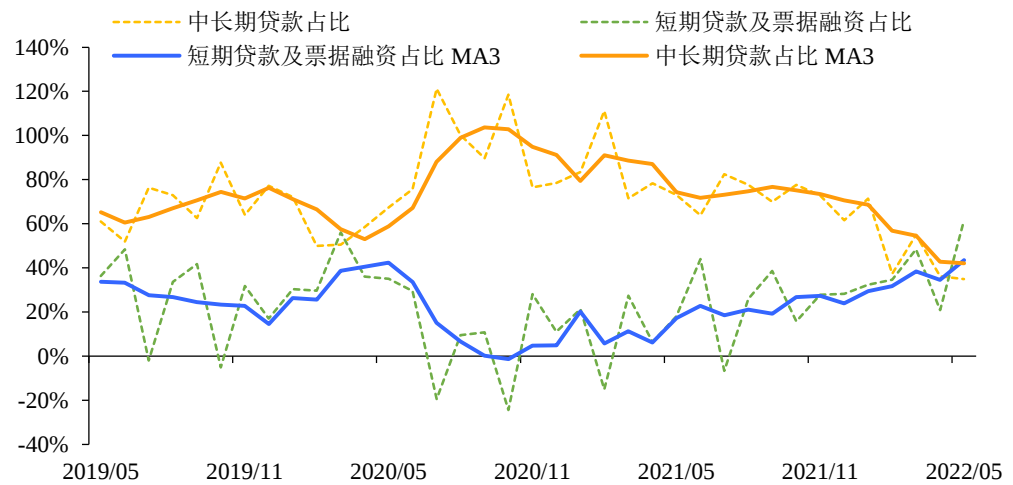
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：5月新增社融超预期反弹



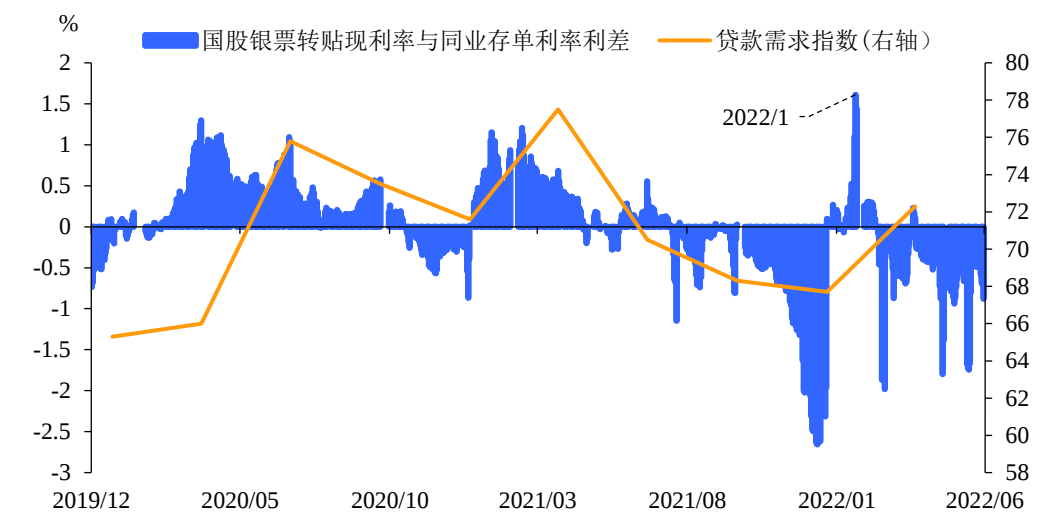
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：中长期贷款占比再度下滑



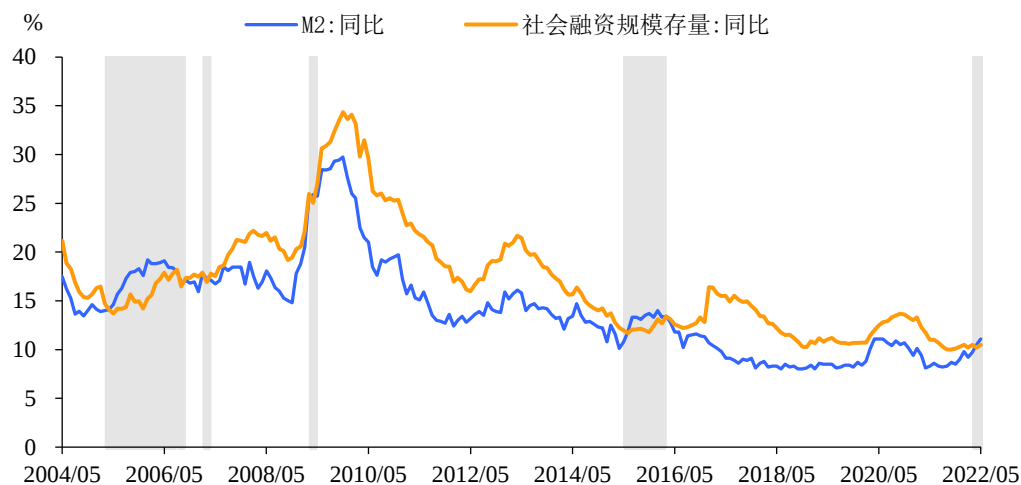
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：转贴现利率与同业存单利率利差仍未转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

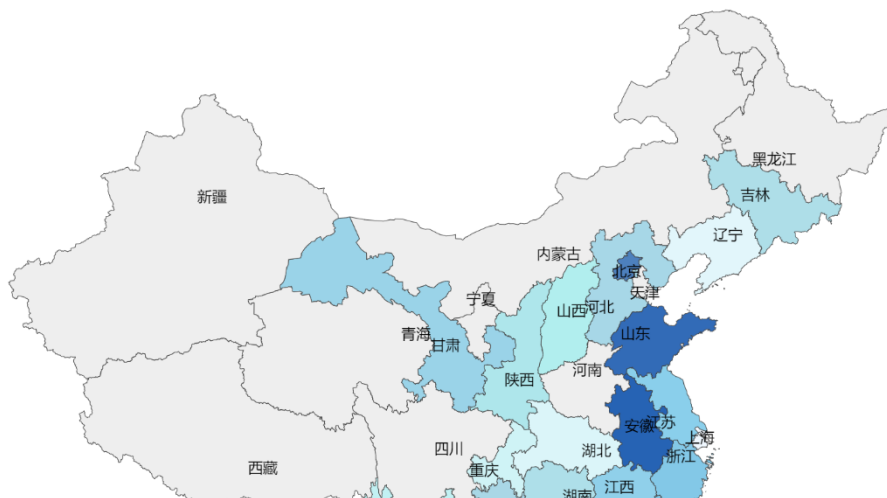
图7：M2 与社融同比增速扩大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：6 月计划新增专项债发行规模已超 5800 亿元

2022年6月份地方政府债券发行计划



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_42847

