



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期: 2022 年 6 月 11 日

分析师: 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《复工复产助力外贸回升, 企业应对能力提高》

——2022 年 06 月 09 日

《制造业恢复进行时》

——2022 年 05 月 31 日

《疫情冲击延续, 经济待修复》

——2022 年 05 月 16 日

偏松格局或重向平稳

——2022 年 5 月份金融数据点评

■ 主要观点

信贷和社会融资增长将趋平稳

随着疫情防控取得进展, 金融机构的正常经营节奏将恢复, 因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务, 在政策鼓励下将得到加速推进, 因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

保持流动性平稳的政策环境不变

面对疫情影响下的当期经济偏软局面, 中国货币当局对政策进行了微调, 在保持平稳基调不变的同时, 营造了偏松的货币环境。中国货币当局多次明示, 要保持流动性环境的平稳, 并将流动性环境平稳解释为“适应性增长”, 中国不会因疫情短暂影响经济而长期实施宽松的货币环境。

资本市场功能趋于活跃

长短期信贷增长均衡回升, 表明直达实体的信贷支持政策日益见效。以往信贷扩张总是依靠长期贷款, 这意味着大项目、大企业更多的得到了政策的支持, 而直达实体的政策更多的倾向于中小企业, 中小企业经营性的信贷需求比重更高, 因而短期信贷需求更为集中。票据融资的发展, 则意味着市场型融资规模的增长, 资本市场新规后金融市场重趋活跃, 发挥资本市场功能的政策初现成效, 在货币效应上可起到提高货币乘数的作用。

市场融资利率维持平稳中波动增加态势

疫情影响当期中国经济运行, 实体部门的有效信贷需求下降; 在偏松的鼓励性信贷支持政策下, 实体部门的信贷供给增加, 因而实体部门融资利率下降趋势不变。但受通胀前景不确定预期的影响, 当前市场融资利率变化将维持平稳和波动加大的态势。

宽松或回撤, “双降”年内仍可期

为经济平稳运行创造一个适宜的流动性平稳环境, 要求信贷和货币增长在中长期趋势上保持平稳, 当前受疫情影响而实施的宽松行为, 不具有持续性。从趋势上看, 年内中国货币仍存在“双降”(降息和降准)的内在需求, 但短期受地缘政治冲击带来的大宗商品价格上涨压力, 政策出台时机或有延后。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化, 中国通胀超预期上行, 国际金融形势改变, 中国货币政策超预期变化。

目 录

1.事件：5 月份金融数据公布	3
2.事件解析：数据特征和变动原因	4
2.1 信贷、货币增长双超市场预期回升	4
2.2 信贷和社会融资增长将趋平稳	5
2.3 资本市场功能趋于活跃	6
3.事件影响：对经济和市场	7
3.1 保持流动性平稳的政策环境不变	7
3.2 市场融资利率维持平稳中波动增加态势	8
4.事件预测：趋势判断	9
4.1 宽松或回撤，“双降”年内仍可期	9
5.风险提示：	10

图

图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2 中国信贷增长的部门分布（当月值，亿元）	6
图 3 金融机构人民币信贷增长的期限分布（当月值，亿元）	6
图 4 企业部门新增信贷期限的分布（月，亿元）	7
图 5 中国货币和信贷的同比增速（%，月）	8
图 6 温州民间借贷利率运行走平（月/民间融资综合利率:%，Average-10D）	9

表

表 1 2022 年 5 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
--	---

1.事件：5月份金融数据公布

广义货币增长 11.1%。2022 年 5 月末，广义货币(M2)余额 252.7 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 2.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 64.51 万亿元，同比增长 4.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 1.5 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.55 万亿元，同比增长 13.5%。当月净回笼现金 80 亿元。

人民币各项贷款增长 11%。2022 年 5 月末，人民币贷款余额 203.54 万亿元，同比增长 11%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 1.2 个百分点。5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元。分部门看，住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元，其中，短期贷款增加 1840 亿元，中长期贷款增加 1047 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元，其中，短期贷款增加 2642 亿元，中长期贷款增加 5551 亿元，票据融资增加 7129 亿元；非银行业金融机构贷款增加 461 亿元，同比少增 163 亿元。

人民币各项存款增长 10.5%。2022 年 5 月末，人民币存款余额 246.22 万亿元，同比增长 10.5%，增速分别比上月末和上年同期高 0.1 个和 1.6 个百分点。今年前 5 个月，人民币存款累计增加 13.99 万亿元，同比多增 3.8 万亿元。5 月份人民币存款增加 3.04 万亿元，同比多增 4750 亿元。其中，住户存款增加 7393 亿元，非金融企业存款增加 1.1 万亿元，财政性存款增加 5592 亿元，非银行业金融机构存款增加 2568 亿元。

2022 年 5 月社会融资规模增量为 2.79 万亿元，比上年同期多 8399 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 3936 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 240 亿元，同比多减 247 亿元；委托贷款减少 132 亿元，同比少减 276 亿元；信托贷款减少 619 亿元，同比少减 676 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1068 亿元，同比多减 142 亿元；企业债券融资净减少 108 亿元，同比少减 969 亿元；政府债券净融资 1.06 万亿元，同比多 3881 亿元；非金融企业境内股票融资 292 亿元，同比少 425 亿元。

2.事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷、货币增长双超市场预期回升

我们一直认为，经济低迷和物价高涨的压力，使得货币政策的平稳基准经常发生波动：但经济压力加大时，货币政策就会偏向宽松，但通胀压力上升时，货币环境就会趋于收紧。整体流动性环境在平稳大格局下，偏紧或偏松，是一个相机抉择的过程。由于3月份后疫情对当前经济运行的压力加大，因而货币当局对当期流动性环境维护，延续了偏松的态势。

2022年5月末，广义货币(M2)余额 252.7 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 2.8 个百分点，显著超出市场预期，实际增长再度落在了市场预期范围之外。5 月新增信贷规模也迅速回升，经营机构显然相应政策号召，加快了信贷投放。路透 5 月份市场调查的信贷增长预测中值和均值都为 10.7%，实际增速为 11.0%。5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元；人民币贷款余额 203.54 万亿元，同比增长 11%，增速比上月末高 0.1 个百分点。和市场预期相比，货币增长的回升更是显著超出市场预期。从预期情况看，市场对通胀的关注度超越了经济，因而主流预期认为货币当局将使货币环境维持稳中偏紧态势；5 月份的信贷和货币的实际增长表明，货币当局对经济压力的关注要多于通胀，因而在政策实践上采用异于市场预期的偏松政策实践。

表 1 2022 年 5 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

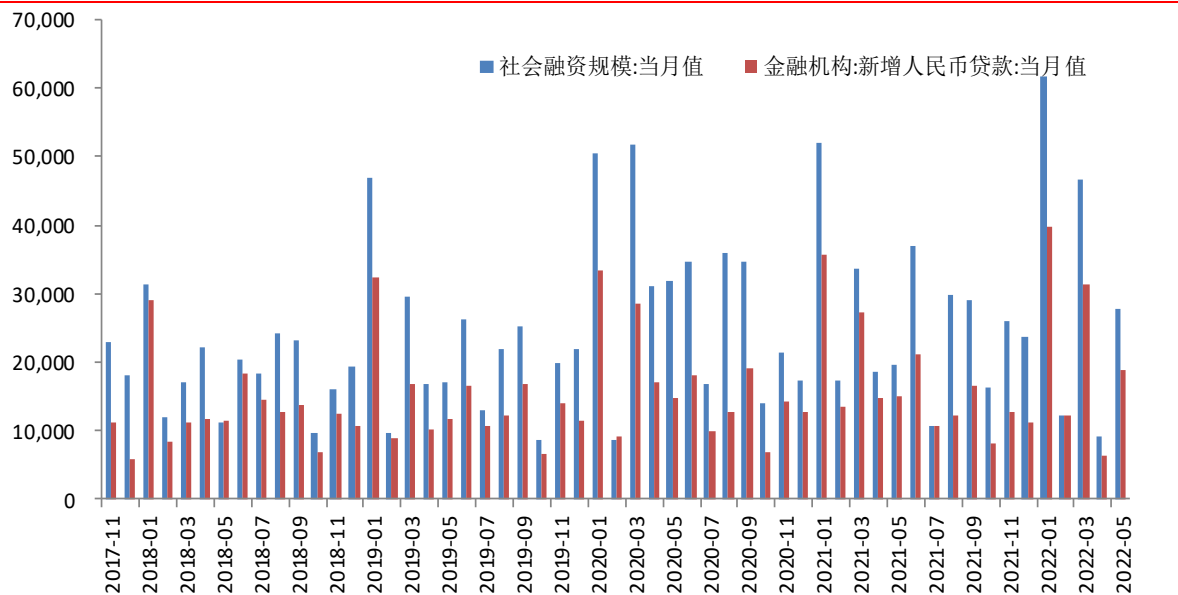
	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	13000	10.4	10.7
Average	13080	10.1	10.7
High	20000	11.0	11.1
Low	5000	9.5	10.4
No of Forecasts	27	28	9
SHSC	5000	9.5	11.4

资料来源：REUTERS，上海证券研究所

显然 4 月份的经济运行低迷局面，让中国宏调部门对经济前景的忧虑显著上升。受当前疫情影响，中国经济增长面临的压力显著上升，5 月 26 日召开的全国稳经济大盘电视电话会议，向市场释放出了决策部门对经济重视程度大提升的信号，叠加同期前后密集出台的稳经济政策，前期一度呈现的市场信心下滑局面得到有效扭转。信心恢复带来的信贷需求的回升，以及提升了金融经

营机构克服疫情影响加快信贷投放的行为倾向，2022 年 5 月份流动性环境全面趋于改善，社会融资增长也显著回升。5 月社会融资规模增量为 2.79 万亿元，比上年同期多 8399 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 3936 亿元；政府债券净融资 1.06 万亿元，同比多增 3881 亿元。显然，当前流动性环境的宽松，主要还是政策推动的结果。

图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）



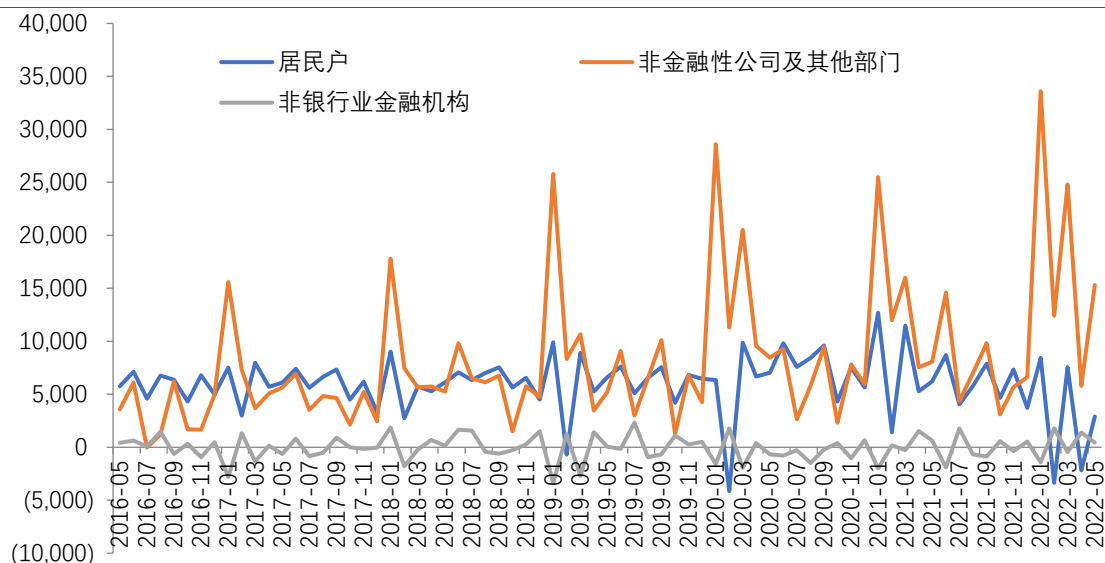
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 信贷和社会融资增长将趋平稳

上月我们曾指出，信贷和社会融资增长将很快恢复，原因是前期（4 月份）的信贷和社融低增长，主要是疫情影响了金融机构的正常业务运作。受疫情影响，金融机构日常经营行为受到限制，正常业务节奏被打乱，无论是银行信贷融资渠道，还是资本市场上债券融资渠道，4 月融资增长都出现了回落态势。虽然 5 月疫情仍在，但全社会上下已形成了克服疫情影响，努力对疫情冲击最小化的思想氛围，因此各金融机构都采取了合适的应对措施，保证了信用投放的正常进行，前期积压的投放也得以清理。5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元。分部门看，住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元，企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元，非银行业金融机构贷款增加 461 亿元，同比少增 163 亿元。

随着疫情防控取得进展，金融机构的正常经营节奏将恢复，因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务，在政策鼓励下将得到加速推进，因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

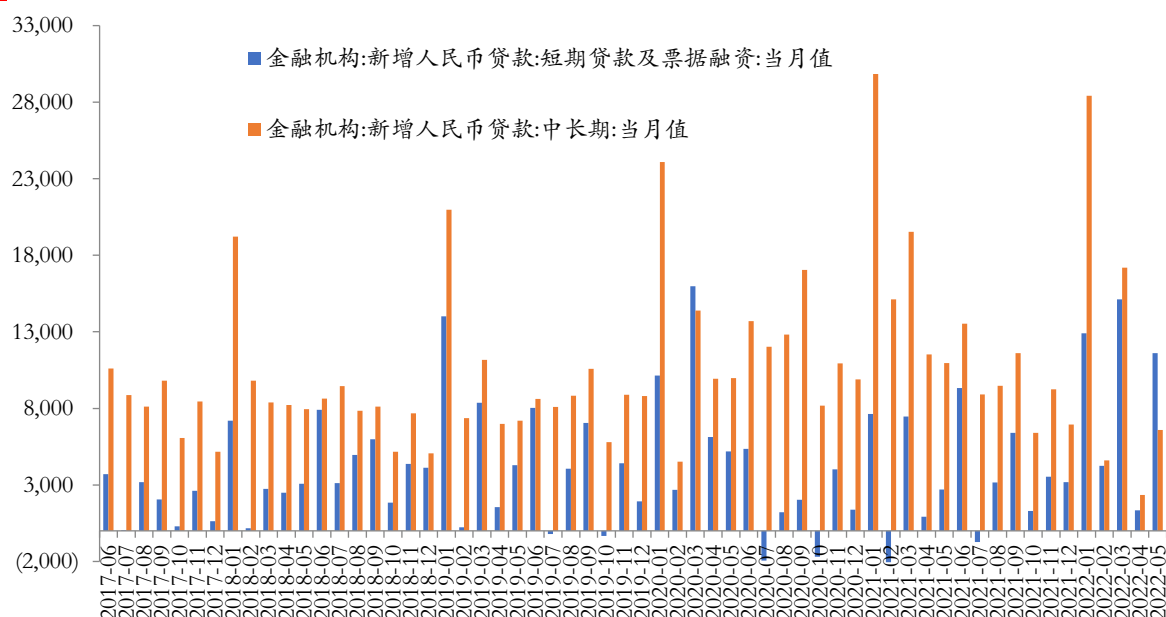
请务必阅读尾页重要声明

图 2 中国信贷增长的部门分布（当月值，亿元）


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 资本市场功能趋于活跃

5 月信贷市场的两大变化和显著特征是：新增信贷主要集中于企业部门；票据融资增长提升、规模创新高。新增信贷主要投放于企业部门，居民部门的信贷投放依然处于低迷局面，或是出于两个原因，一是银行等金融机构与居民部门的业务受当期疫情的影响较大，二是由于楼市发展前景改变，居民部门的按揭需求大大减弱；两个因素共同导致了居民部门的信贷需求增长不足。5 月份住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元，其中，短期贷款增加 1840 亿元，中长期贷款增加 1047 亿元。

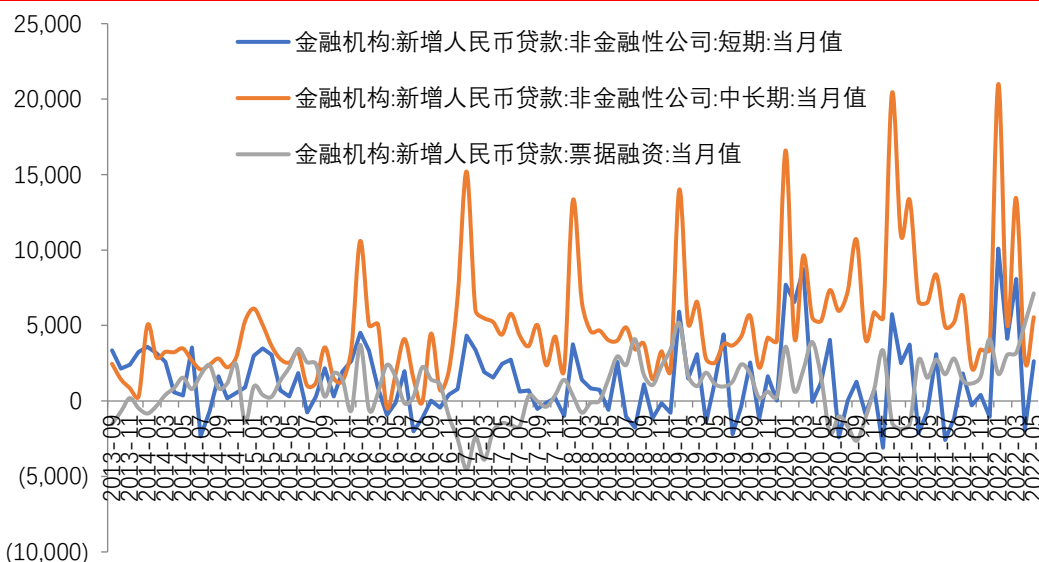
图 3 金融机构人民币信贷增长的期限分布（当月值，亿元）


资料来源：Wind，上海证券研究所

5 月份企业部门信贷增长在规模大回升的同时，呈现各期限均回升的态势，票据融资的增长回升势头表现更为突出，规模创出新高，表明资本市场融资功能日趋活跃。5 月企（事）业单位贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 7291 亿元，其中，短期贷款增加 2642 亿元，中长期贷款增加 5551 亿元，票据融资增加 7129 亿元。

长短期信贷增长均衡回升，表明直达实体的信贷支持政策日益见效。以往信贷扩张总是依靠长期贷款，这意味着大项目、大企业更多的得到了政策的支持，而直达实体的政策更多的倾向于中小企业，中小企业经营性的信贷需求比重更高，因而短期信贷需求更为集中。票据融资的发展，则意味着市场型融资规模的增长，资本市场新规后金融市场重趋活跃，发挥资本市场功能的政策初现成效，在货币效应上可起到提高货币乘数的作用。

图 4 企业部门新增信贷期限的分布（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

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_42875

