

## 兼评 2023 年 5 月金融数据 还会再次降息么

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



### 平安观点：

- **新增社融表现偏弱。**2023 年 5 月新增社融规模同比少增 1.28 万亿，社融存量的同比增速较上月下行 0.5 个百分点至 9.5%。**新增社融的拖累主要是表内信贷疲弱、政府债发行节奏“错位”和企业债券净偿还**，三者分别下拉社融存量增速 0.24、0.17 和 0.07 个百分点。**不过**，委托贷款、信托贷款和企业股票融资同比多增，对社融构成小幅支撑。
- **企业中长贷拐点或临近。**5 月贷款增速下行 0.4 个百分点，主要受企业短期贷款和票据融资拖累，二者在去年同期规模“冲高”。**信贷中的两条主线逻辑更值得关注：1）居民信贷修复力度较弱**，存量的同比增速连续 3 个月徘徊在 7.1%左右的历史偏低位置。房地产销售低迷，预期偏弱和信心不足的问题依然存在。**2）企业中长期贷款同比增速的拐点临近。**鉴于去年 6 月企业中长贷基数较高，而当前经济增长的环比动能放缓，预计 6 月企业中长期贷款的同比增速可能下行，对投资的支撑力量趋弱。
- **货币供应有三个关注点：1）M2 同比增速较快回落**，较上月低 0.8 个百分点，因信贷扩张支撑不强、“存款搬家”形成拖累，且去年 5 月财政留抵退税推进带动基数上行。后续随着基数抬升，M2 增速或将进一步回落，二次降准 0.25-0.5 个百分点存在可能。**2）M1 同比增速回落，主要受企业存款变化的驱动。**价格和需求走弱拖累企业营收现金流，且协定存款“降息”、企业贷款扩张放缓，5 月企业存款同比少增 1.2 万亿元，单位活期存款对 M1 增速的拉动回落。**3）居民存款继续同比少增，仍受资产配置影响**，5 月增量较去年同期低 2000 亿元以上。5 月银行定期存款利率继续下调，使理财收益的相对吸引力增强，市场需求依然火热。
- 5 月社融和信贷需求均有所走弱，央行在数据公布同天下调 OMO 和 SLF 政策利率各 10bp。**我们认为，本次“降息”主要基于以下四方面的考量：1）物价中枢下移提升“降成本”必要性。**从实际利率与潜在 GDP 增速的关系出发，如果 2023 年货币政策的支持力度持平于过去三年均值，年内名义贷款利率需调降 30bp 左右。**2）当前企业盈利表现低迷，“降成本”能够缓解企业付息压力，继而助力“稳就业”。****3）企业中长期贷款拐点或将至，“降成本”有助于激发民间投资的内生动能。****4）存款利率市场化改革较快推进，逐步缓解银行面临的净息差压力，为本次政策利率的下调打下基础。****我们认为，6 月 MLF 利率和 LPR 的报价大概率跟随调降，继而推动贷款名义利率下行。展望下半年货币政策，结构性工具的支持力度将会持续，二次降准可以期待，年内存在再次降息的可能性。**除却前述四点考量，央行对金融稳定诉求在提升，二次降息的可能触发因素有二：**1）加强财政政策与货币政策配合的考量下，降息对财政可持续性的加持。****2）若发生局部性阶段性的金融风险，货币宽松（尤其是降息）具有的较强信号显示效应，有助于防风险与稳定市场情绪。**

## 一、新增社融表现偏弱

**新增社融表现偏弱。**2023年5月新增社融规模1.56万亿，同比少增1.28万亿，规模是2019年以来同期的低点。5月社融存量的同比增速较上月下行0.5个百分点至9.5%。**新增社融拖累主要是表内信贷疲弱、政府债发行节奏“错位”和企业债券净偿还**，三者分别下拉社融存量增速0.24、0.17和0.07个百分点。**从分项看：**

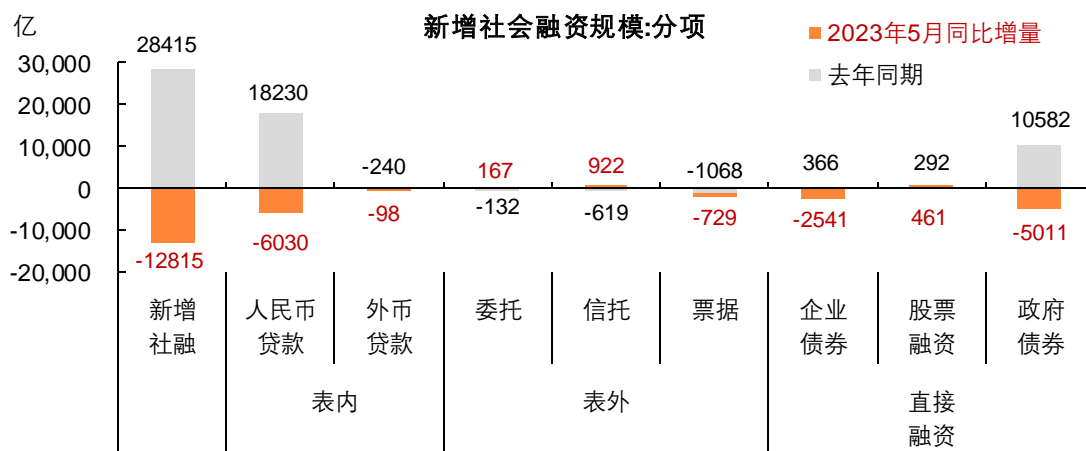
**一是，表内信贷疲弱拖累。**2023年5月表内人民币贷款和外币贷款合计同比少增6128亿元，是5月社融最重要的拖累。

**二是，政府债发行“错位”，**净融资规模同比少增5011亿元。以财政预算数据看，2023年政府债融资的总体规模与去年相当。且去年11月地方债提前批下发规模空前，助力前4个月地方债发行快于去年同期。但剩余批次的地方债额度直到5月中下旬才下达，这可能在5月和6月持续拖累政府债融资进度。

**三是，企业债券呈现净偿还，**较去年同期规模低2541亿元。以历史规律看，5月通常是企业上年年报发布、债券评级集中调整的节点。2022年有多波疫情冲击，企业现金流压力普遍偏大，资产负债状况不容乐观，这对其信用评级和债券发行产生了一定负面影响，在今年5月集中体现。**不过，**央行去年10月推出了500亿元民营企业债券融资支持工具（第二期），今年一季度尚未开始投放使用，相关政策支持的落地可能对企业债券融资产生一定程度的提振。

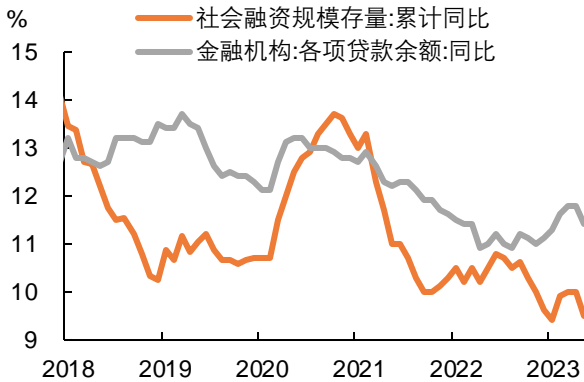
**委托贷款、信托贷款和企业股票融资同比多增，对社融构成小幅支撑。**今年年初信托行业“三分类”新规落地，行业政策的不确定性减弱，助力5月委托贷款和信托贷款单月小幅新增，二者合计较去年同期多增1089亿元。全面注册制逐步推行落地，首批新股于4月10日开始上市，提振非金融企业境内股票融资表现，5月同比多增461亿元，绝对水平创2017年以来历史同期新高。

图表1 2023年5月新增社融的同比增量



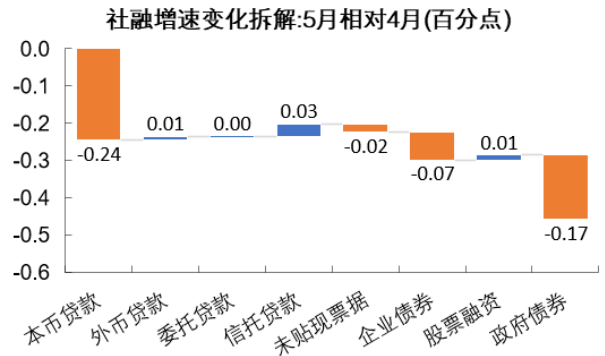
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2023年5月社融与贷款的同比增速均下行



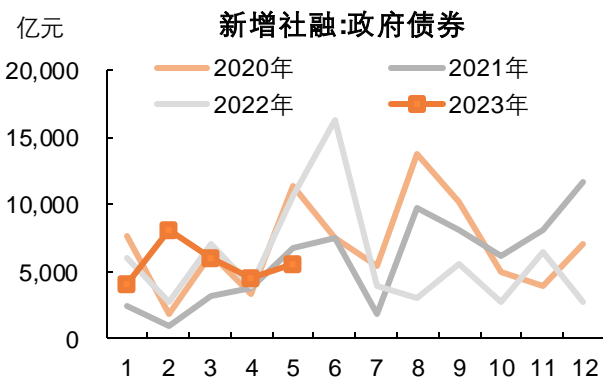
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 5月社融增速下行主要受表内信贷和债券融资拖累



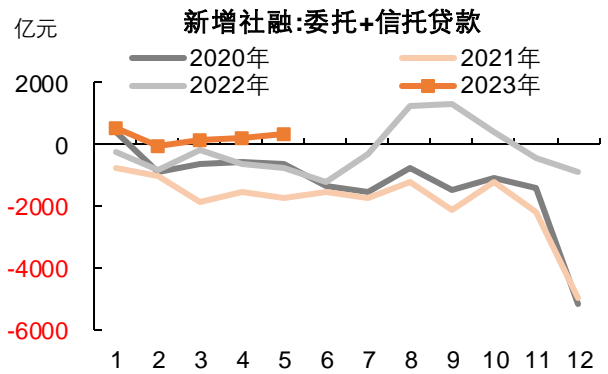
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2023年5月政府债券融资规模同比少增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2023年5月信托和委托贷款继续实现正增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、企业中长贷增速拐点或临近

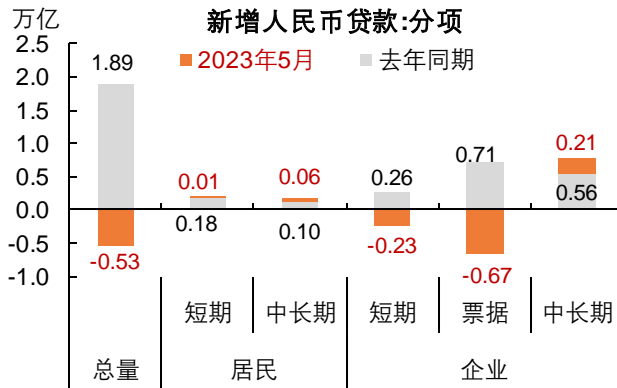
人民币贷款增速下行。2023年5月新增人民币贷款为1.36万亿，同比少增5300亿元；贷款存量同比增长11.4%，较上月降低0.4个百分点。各分项中，企业中长期贷款维持强势表现，居民短期和中长期贷款与去年同期基本持平；但企业短期贷款和票据融资构成拖累，分别下拉人民币贷款增速0.13和0.33个百分点，二者在去年同期规模“冲高”。

人民币贷款中更值得关注的是两条主线逻辑的演绎：

- 一方面，居民信贷修复力度较弱。5月新增居民贷款同比略有多增，其存量的同比增速连续3个月徘徊在7.1%左右的历史偏低位置。房地产销售低迷，预期偏弱和信心不足的问题依然存在，持续拖累居民端信贷修复的强度。
- 另一方面，企业中长期贷款同比增速的拐点临近。5月企业中长期贷款继续同比多增，其亮眼表现已持续近一年。历史上企业中长期贷款的同比增速与经济周期的同步性较强，可以较好地代表贷款的“实需”，亦可对固定资产投资产生支撑。在本轮企业中长期贷款上行周期中，以结构性再贷款工具和基建领域贷款为代表的政策性因素贡献偏强。鉴于去年6月企业中长期贷款的高基数（2022年6月新增企业中长期贷款同比多增6000多亿元，创历史新高），而经济增长

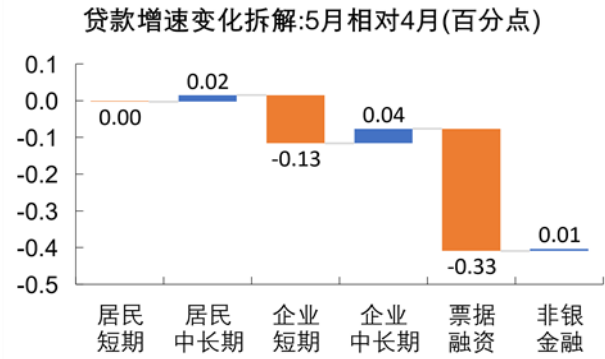
的环比动能放缓（5月制造业PMI下行），预计2023年6月企业中长期贷款的同比增速将会下行，对投资的支撑力量趋弱。

图表6 2023年5月企业中长期贷款同比多增



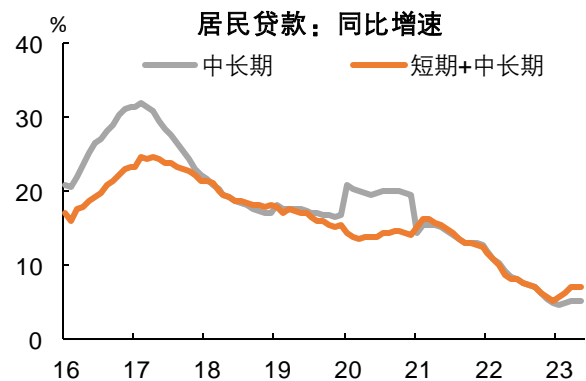
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2023年5月企业短期贷款和票据融资拖累较大



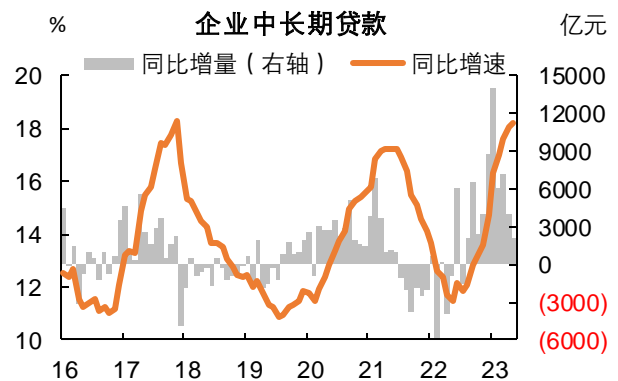
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2023年5月居民贷款同比增速基本持平于4月



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2023年5月企业中长期贷款同比多增



资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、M1、M2 同比增速均下行

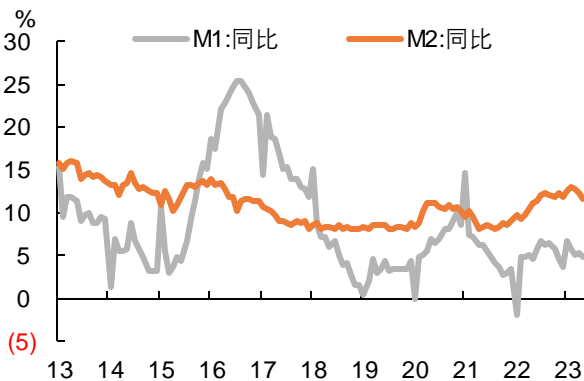
**M2 同比增速较快回落。**2023年5月M2同比增长11.6%，较上月降低0.8个百分点。一则是，5月信贷扩张乏力，对M2的支撑不强。二则是，居民和企业资产再配置，银行理财规模重回扩张，对M2也形成拖累。三则是，考虑到去年5月财政留抵退税推进，M2同比增速较4月抬升0.6个百分点，基数的变化也有较强影响。后续随着基数抬升，M2增速或将继续回落。为保持大致平稳的M2增长，下半年有必要进一步降准0.25-0.5个百分点，且降准在下半年MLF到期高峰期出现的可能性更大。

**M1 同比增速回落，主要受企业存款变化的驱动。**2023年5月M1同比增长4.7%，较上月降低0.6个百分点。因价格和需求走弱拖累企业营收现金流，且协定存款“降息”、企业贷款扩张放缓，5月企业存款同比少增1.2万亿元，单位活期存款对M1增速的拉动较4月减少了0.4个百分点。

**居民存款继续同比少增，仍受资产再配置影响，**5月增量较去年同期低2000亿元以上。银行定期存款利率继续下调，使理财收益的相对吸引力增强，资产再配置依然是居民存款少增的主要驱动因素。据融360监测数据，5月份商业银行2年、3

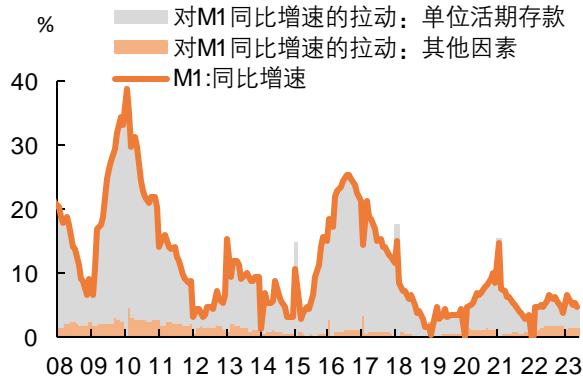
年、5年期存款平均利率分别环比下降 0.4BP、1.8BP 和 9.1BP。据普益标准监测数据，5 月全市场存续理财产品环比增加 660 款，理财公司到期开放式固收类理财产品的平均兑付年化收益率为 3.01%，环比稳中有升。

图表 10 2023 年 5 月 M1、M2 增速同步下行



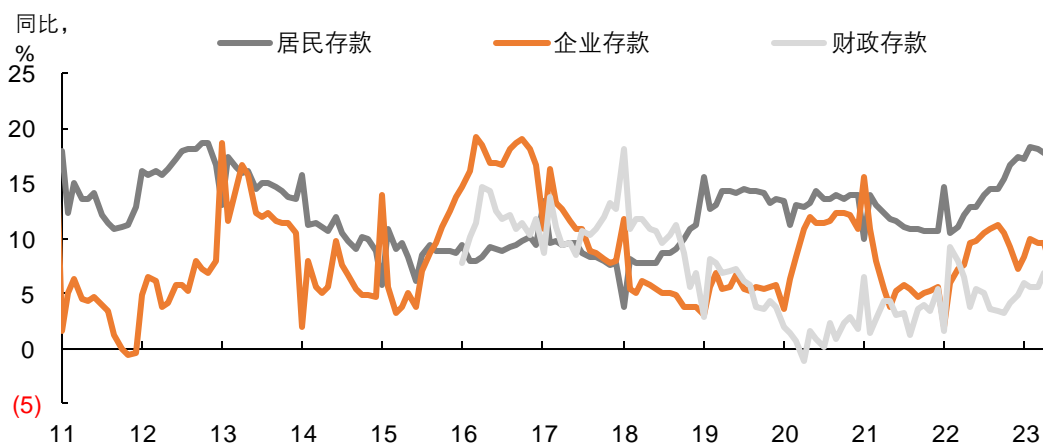
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 11 M1 增速变化主要受单位活期存款驱动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 12 2023 年 5 月居民和企业存款同比增速均下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 四、货币政策“续力”值得期待

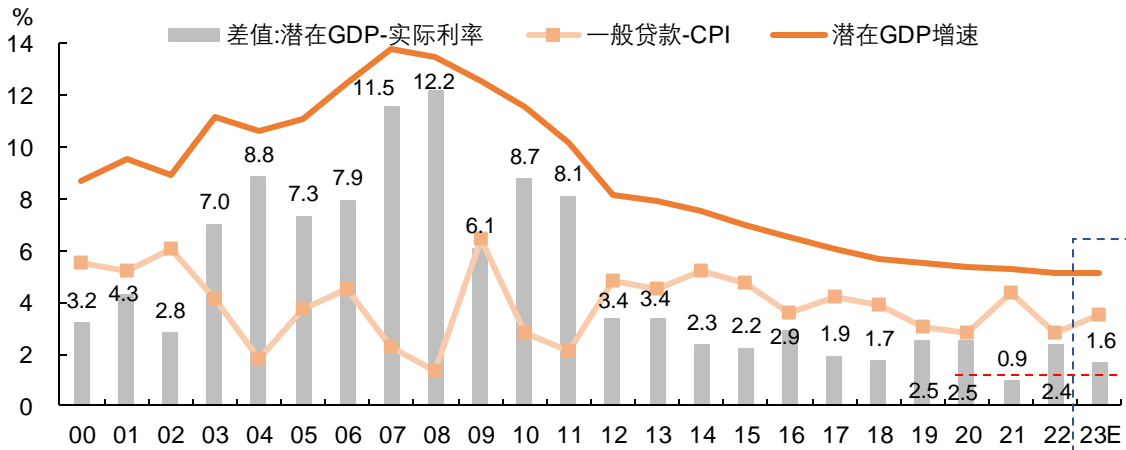
5 月社融和信贷需求均有所走弱，央行在数据公布同日下调 OMO 和 SLF 政策利率各 10bp。我们认为，本次央行下调政策利率主要基于以下四方面的考量：

- 首先，从实际利率与潜在 GDP 增速的关系出发，物价中枢下移提升了“降成本”必要性。我们预计，2023 年 CPI 同比增速中枢较去年下移 1 个百分点，若名义贷款利率相对平稳，则实际利率将会抬升，潜在 GDP 增速与实际利率的差值将回落至 1.6% 左右，达 2000 年以来历史次低水平（仅高于 2021 年）。以“潜在 GDP 增速-实际利率”的缺口为衡量标准，2023 年货币政策对实体经济的支持力度要持平于过去三年的均值，则年内名义贷款利率仍需调降 30bp 左右。
- 其次，在企业盈利表现低迷的背景下，“降成本”能够缓解企业付息压力，继而助力“稳就业”。2023 年前四个月规模以上工业企业利润同比收缩 20.6%，平均用工人数同比减少 3.2%，表明企业可能有通过减员控制成本的倾向。与此同

时，企业付息压力在增大，前四个月规模以上工业企业财务费用的同比增速由负转正，一季度一般贷款年化付息规模的同比增速升至 4.9% (去年末为-1.1%)。货币政策“降息”有助于推动贷款利率下行，为企业“降成本”，并促进“稳就业”。

- **第三，当前企业中长期贷款拐点将至，“降成本”有助于“稳投资”，激发民间投资的内生动能。**2022 年，我国一般贷款、企业贷款加权平均利率分别累计下降 62bp、60bp，而我们考察的非金融地产行业上市公司可比口径投入资本回报率 (ROIC) 累计下行 117bp。2023 年一季度，尽管宏观经济有所回温，但企业盈利依然承压，非金融地产行业上市公司的投入资本回报率较 2022 年末下行 20bp；而同期一般贷款、企业贷款加权平均利率下行幅度分别为 4bp、1bp。
- **最后，存款利率市场化改革较快推进，逐步缓解银行面临的净息差压力，为本次政策利率的下调打下基础。**2023 年 4 月，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法 (2023 年修订版)”，使利率的市场化调整具有了惩罚性。自此之后，存款利率下调的动作频出：**1)**4 月多家中小银行公告下调存款挂牌利率，系跟随去年 9 月大行下调的“补降”，幅度从 5bp ~ 45bp 不等。**2)**据存款自律协会通知，银行对单位的协定存款及通知存款自律上限将自 5 月 15 日下调，四大行执行基准利率加 10bp，其他金融机构执行基准利率加 20bp。**3)**6 家国有大行 6 月 8 日起下调人民币存款利率，11 家股份制银行 6 月 12 日起也相继下调了部分期限存款利率，开启新一轮存款降息。

图表 13 实际利率与潜在 GDP 增速的缺口



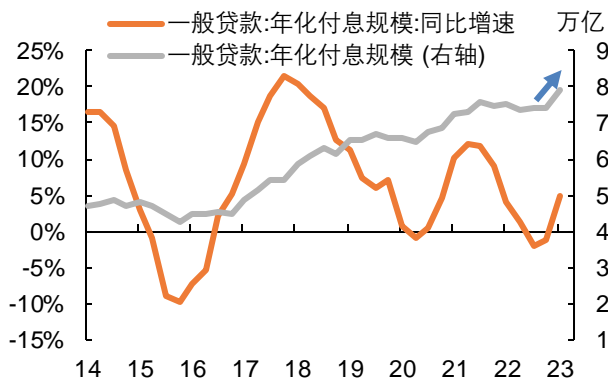
资料来源: Wind, 人民银行, 平安证券研究所

OMO 和 SLF 利率下调之后，6 月 MLF 利率和 LPR 的报价大概率跟随调降，继而推动贷款名义利率下行。

展望下半年货币政策，结构性工具的支持力度将会持续，二次降准可以期待，年内存在再次降息的可能性。除却前述的四点考量，央行对金融稳定诉求也可能“触发”二次降息。2023 年 4 月 4 日，易纲行长在《建设现代中央银行制度 更好服务中国式现代化》的讲话中指出，“维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务”，金融稳定在央行决策框架中的地位有所提升。进一步降息的想象空间在于：

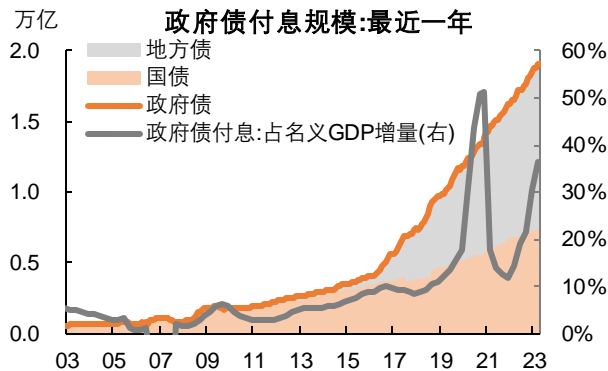
- **加强财政政策与货币政策配合的考量下，降息对财政可持续性的加持。**除却城投平台的隐性债务，当前财政“显性债务”付息压力也逐步凸显，近一年（截至 2023 年一季度）政府债付息规模占名义 GDP 增量的比例升至 36%。
- **若发生局部性阶段性金融风险，货币宽松（尤其是降息）具有的较强信号显示效应，有助于防风险与稳定市场情绪。**可以借鉴的是：2021 年末恒大风险处置工作正式开启后，央行曾全面降准。2019 年“包商银行接管事件”，2020 年“永煤违约事件”信用风险冲击之下，央行公开市场操作均明显加大资金投放力度。

图表14 2023年一季度一般贷款付息规模同比增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 政府债付息规模占名义 GDP 增量的比重抬升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层