



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 首月效应延续不改回落趋势

——2023年2月份中国金融数据点评

日期：2023年03月17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：

- 《通胀、货币回落，经济开局平稳》  
——2023年03月06日
- 《首月效应下的高增不具持续性》  
——2023年02月12日
- 《通胀、货币平稳，外贸增长回落》  
——2023年02月08日

### ■ 主要观点

#### 信贷、货币延续高增长态势

在疫情防控形势变化后，中国经济和社会生活逐步恢复正常，经济回升平稳有序，因此2月份新增信贷和货币增长的超预期回升，或是因经济回暖带来的金融市场活跃度回升结果。信贷和货币增长首月效应表现弱化，并不意味着中长期流动性环境宽松扩大的态势。

#### 信贷期限长期化特征延续

经济偏软时期信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上是由经济环境决定的，经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降，政策激励固定资产投资增长以保证经济增长，故中长期投资会得到鼓励和发展。从企业部门信贷增长期限结构情况看，节日错位使得首月效应平缓化。2月份企业部门信贷新增仍然较为强劲，或是1月份首月效应的延续。

#### 流动性宽松助力经济缓复苏中回暖

“宽货币、紧信用”状态不变，在货币内生体制下，意味着经济仍处底部阶段，缓复苏中回暖趋势延续。对信用和货币间组合状态我们认为，信用增长直接体现货币政策变化，而货币增长是金融和实体两部门共同作用下的结果，因而比信用增长更体现当期经济状况，因而在经济底部时期，“宽信用、紧货币”是一种常态。货币和经济间机理的变化，导致了“宽货币、紧信用”转变为“宽货币、紧信用”。

#### 市场融资利率再趋平稳

上月我们就指出，市场融资利率将在缓升后再趋平稳。2022年Q4市场利率抬升不具有持续性，主要是受楼市融资政策放松下，资金“虹吸”效应下的临时扰动，在“降成本”的金融供给侧改革下，中国融资利率中长期下降趋势仍未改变。

#### 新增信贷和货币增长或回落

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为2023年2月份信贷和货币增长的延续高位和再回升，主要是受春节所在月份错位影响，商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”延续的结果，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币增长，都将回落。

### ■ 风险提示

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

## 目 录

<b>1 事件：2 月份金融数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>4</b>
2.1 信贷、货币延续高增长态势 .....	4
2.2 信贷期限长期化特征延续 .....	5
2.3 居民部门新增信贷仍处低位 .....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 流动性宽松助力经济缓复苏中回暖 .....	7
3.2 市场融资利率维持波动中平稳态势 .....	9
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>10</b>
4.1 新增信贷和货币增长或回落 .....	10
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>11</b>

## 图

图 1：中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元） .....	5
图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元） .....	6
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元） .....	6
图 4：中国企业部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元） .....	7
图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%） .....	8
图 6：中国社会融资存量占比结构（月，%） .....	9
图 7：温州民间借贷利率波动中平稳（月/民间融资综合利率：%、日） .....	10

## 表

表 1：2023 年 2 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%） .....	4
--	---

## 1 事件：2 月份金融数据公布

**广义货币增长 12.9%。**2023 年 2 月末，广义货币(M2)余额 275.52 万亿元，同比增长 12.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 3.7 个百分点。狭义货币(M1)余额 65.79 万亿元，同比增长 5.8%，增速比上月末低 0.9 个百分点，比上年同期高 1.1 个百分点。流通中货币(M0)余额 10.76 万亿元，同比增长 10.6%。当月净回笼现金 6999 亿元。

**人民币各项贷款增长 11.6%。**2023 年 2 月末，人民币贷款余额 221.56 万亿元，同比增长 11.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 0.1 个百分点。2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5928 亿元。分部门看，住户贷款增加 2081 亿元，其中，短期贷款增加 1218 亿元，中长期贷款增加 863 亿元；企（事）业单位贷款增加 1.61 万亿元，其中，短期贷款增加 5785 亿元，中长期贷款增加 1.11 万亿元，票据融资减少 989 亿元；非银行业金融机构贷款增加 173 亿元。

**人民币各项存款增长 12.4%。**2023 年 2 月末，人民币存款余额 268.2 万亿元，同比增长 12.4%，增速与上月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点。2 月份人民币存款增加 2.81 万亿元，同比多增 2705 亿元。其中，住户存款增加 7926 亿元，非金融企业存款增加 1.29 万亿元，财政性存款增加 4558 亿元，非银行业金融机构存款减少 5163 亿元。

**2023 年 2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，比上年同期多 1.95 万亿元。**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 9241 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 310 亿元，同比少增 170 亿元；委托贷款减少 77 亿元，同比多减 3 亿元；信托贷款增加 66 亿元，同比多增 817 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 70 亿元，同比少减 4158 亿元；企业债券净融资 3644 亿元，同比多 34 亿元；政府债券净融资 8138 亿元，同比多 5416 亿元；非金融企业境内股票融资 571 亿元，同比少 14 亿元。

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 信贷、货币延续高增长态势

在疫情防控形势变化后，中国经济和社会生活逐步恢复正常，经济回升平稳有序，因此2月份新增信贷和货币增长的超预期回升，或是因经济回暖带来的金融市场活跃度回升结果。信贷和货币增长首月效应表现弱化，并不意味着中长期流动性环境宽松扩大的态势。中长期看，由于货币体系运转机制和经济运行状况的变化，我们一直认为信贷、货币增速的平稳趋势不变，货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。

2023年2月份新增信贷规模的市场预期分布为（11000,16500）亿，均值和中值分别为14346亿和15000亿；同期广义货币增速的市场预期分布为（11.8,12.8），市场预期的中值和均值分别为12.4和12.3，可见市场整体上是做出了宽松将回落的预期。2023年2月份新增信贷18100亿，超出市场预期较多，且落在了WIND收集的预测分布区间上限之外；信贷增长超出市场预期的同时，货币增速也显著超出市场预期，我们原先也认为首月效应后货币增速会回落，市场预期的中值和均值也都低于上月实际值12.6，实际值12.9超出市场预期，表明货币宽松状态延续。2023年2月份信贷和货币再度延续双超预期高增态势说明，当前金融环境宽松状态不变。

表 1：2023 年 2 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

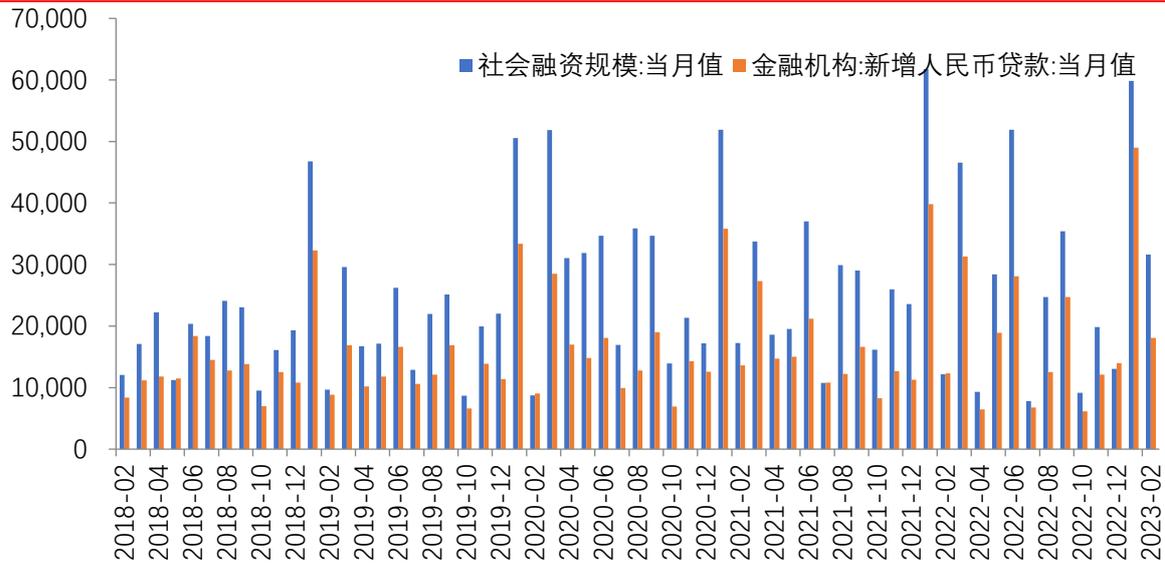
	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
<b>Median</b>	<b>15000</b>	<b>12.4</b>	<b>11.4</b>
<b>Average</b>	<b>14346</b>	<b>12.3</b>	<b>11.4</b>
<b>High</b>	<b>16500</b>	<b>12.8</b>	<b>11.7</b>
<b>Low</b>	<b>11000</b>	<b>11.8</b>	11.2
<b>No of Forecasts</b>	15	14	5
<b>SHSC</b>	<b>15000</b>	<b>12.0</b>	<b>11.2</b>

资料来源：wind，上海证券研究所

按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应的实际GDP增速+1/2\*CPI+1/2\*PPI，或者名义GDP增速），因此2023年符合政策界定的合适货币增速（与经济名义增速相适应）并不高，适宜的货币增速应该在6-9之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部。即使考虑到物价形势，当前货币环境实际上处于较为宽松状态，社会的流动性环境较为宽松。保持流动性环境平稳，并在平稳中改变流动性结构分布，一直为货币当局的政策导向和目

标之一。

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 信贷期限长期化特征延续

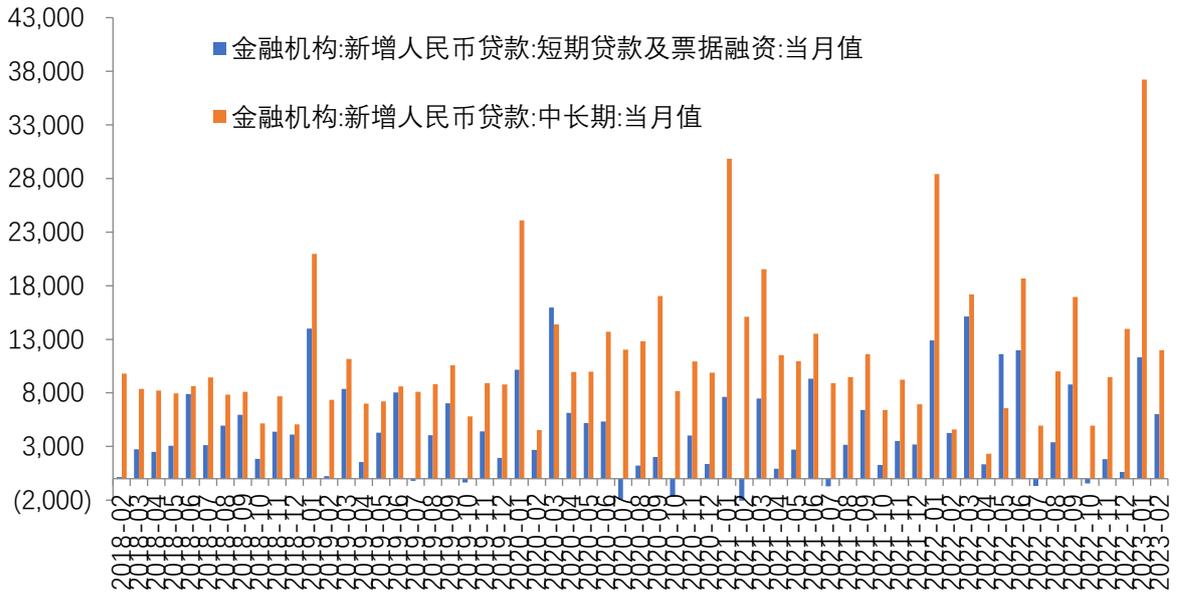
2023 年 2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元, 同比多增 5928 亿元; 其中, 中长期贷款增加 11963 亿元, 短期贷款和票据融资当月新增规模仅为 6014 亿元。从期限分布看, 2022 年 H2 以来的信贷期限长期化特征延续, 2023 年 2 月份中长期贷款仍然是信贷需求增长的主力。

我们先前就指出, 经济偏软时期信贷期限的长期化趋势不会改变。信贷期限结构基本上是由经济环境决定的, 经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降, 为托底经济中长期投资通常会得到鼓励和发展。无论是基础设施投资, 还是企业的固定资产投资, 政策性鼓励下发放的银行贷款, 最终都会体现在企业部门中长期贷款增长上。因此, 我们预计 2023 年中国经济虽然在经济社会生活正常化后回暖态势不变, 但因整体运行状态仍为缓复苏阶段, 故信贷期限长期化是基本特征。

2023 年 2 月份的社会融资增长有较大恢复, 当月社会融资规模增量为 3.16 万亿元, 1-2 月合计 91440 亿元, 2022 年同期为 73929 亿元; 2 月份社会融资余额同比增速为 9.9, 上月为 9.4。可见, 1 月份时社会融资增长低于去年同期的状况或是春节所在月份错位的结果。相对于信贷增长更多的受供给影响, 社会融资更多的反映融资需求变化, 对经济状况体现更为直接, 因此社会融资

增长恢复提升，表明当前经济运行回暖是较为确定的趋势。

图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）

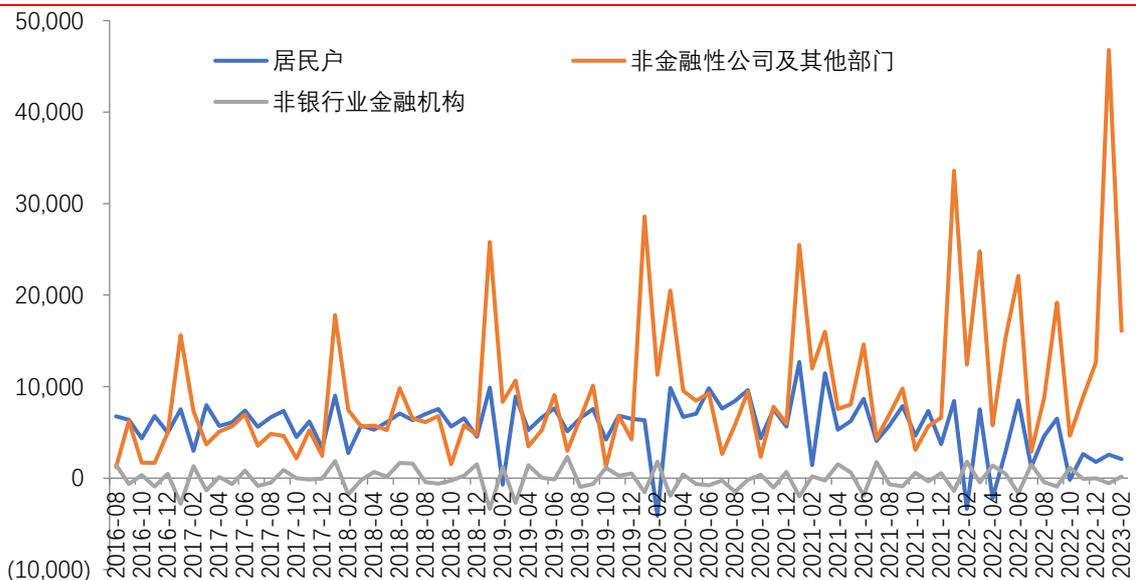


资料来源：Wind，上海证券研究所

### 2.3 居民部门新增信贷仍处低位

从新增信贷的部门分布看，2023 年 2 月份金融同业投放由负转正，表明金融市场活跃度趋于回升；居民部门信贷增长仍然低迷，信贷需求依然较为疲弱；企业部门增长则呈现了首月效应后的季节性回落态势，但回落不及往年，信贷余额同比增速延续第 3 个月回升。从企业部门信贷增长期限结构情况看，节日错位使得首月效应平缓化。2 月份企业部门信贷新增仍然较为强劲，或是 1 月份首月效应的延续。

图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）



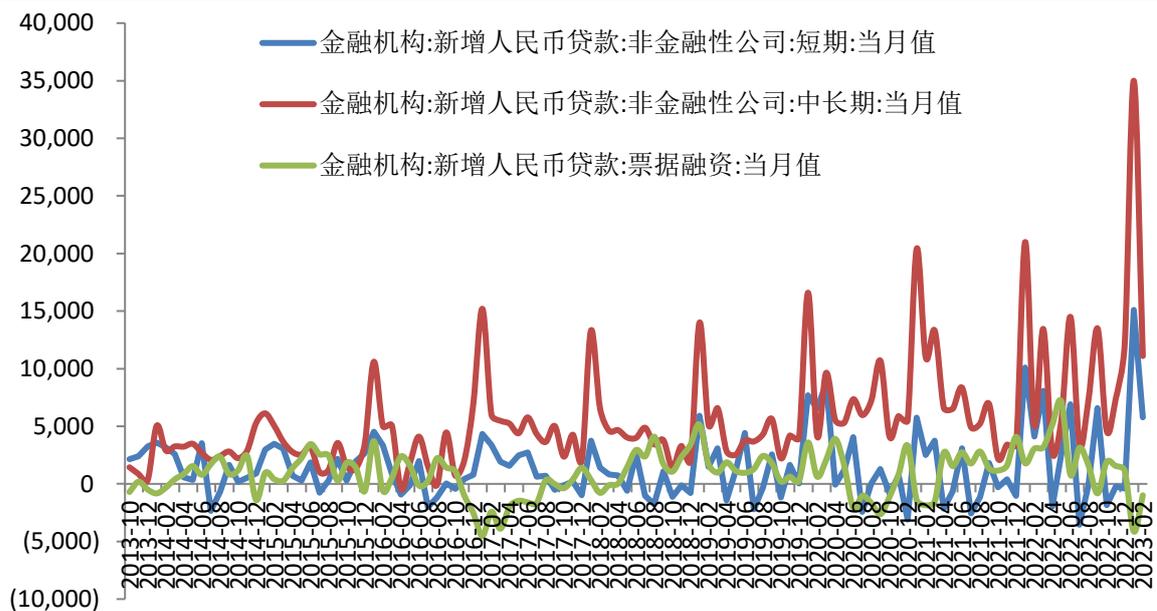
请务必阅读尾页重要声明

资料来源: Wind, 上海证券研究所

企业部门在当前经济环境下的信贷增长, 主要以中长期贷款形势实现, 更多的受政策性推动, 基建投资、工业基础类投资等是新增中长期信贷的主要投放领域。从商业银行经营的角度, 固定资产投资类投资更有“早投放早受益”特征, 因而银行信贷投放的首月效应愈发明显。

2023 年 2 月份居民部门的新增信贷仍然较弱, 表明房地产市场的恢复仍不明显, 居民部门的按揭需求仍处较低水平; 虽然 2022 年 4 季度以来, 对地产的融资限制不断有实质放松措施出台, 但商业银行系统对居民部门的信贷增长仍处低位, 表明居民的购房需求仍然处于低位。我们认为, 由于城市化进程速率变化、人口结构改变, 特别是经济发展给社会收入预期带来的改变, 楼市的投资需求短期仍难提升, 居住性需求则增长较为缓慢, 未来住房消费按揭的信贷需求也会维持现有的低增长态势, 在银行信贷部门分类中则显现为家庭部门信贷增长的平缓。

图 4: 中国企业部门信贷新增规模的期限变化 (月, 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

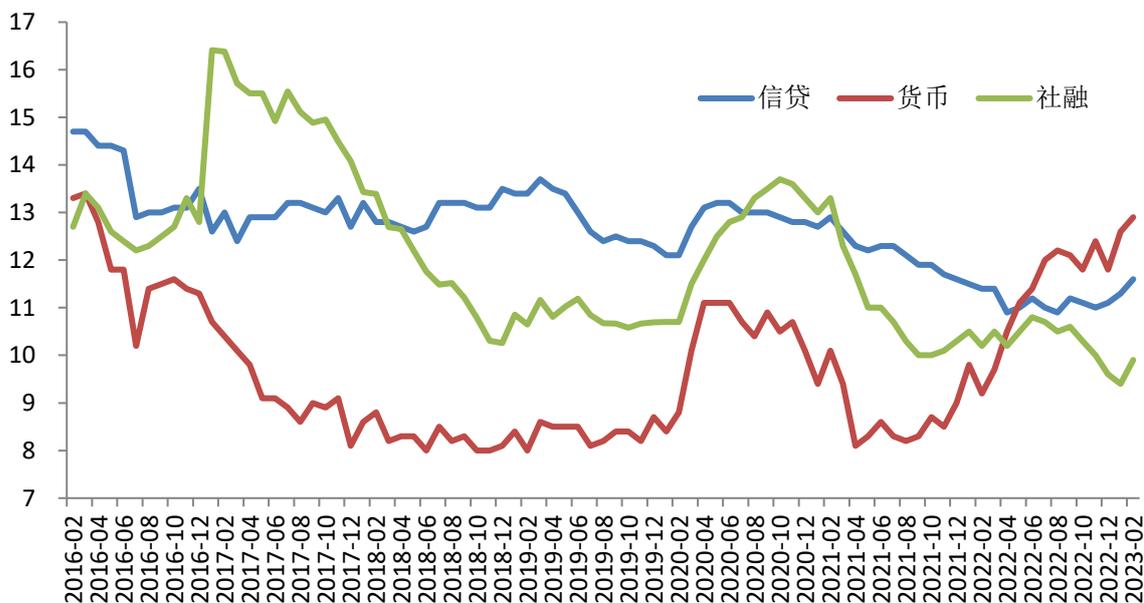
#### 3.1 流动性宽松助力经济缓复苏中回暖

按照我们的信用组合状态界定, 中国货币环境中 “宽货币、

紧信用”状态不变。我们在上期报告（《首月效应下的高增不具持续性》20230212）对中国货币环境的信用组合状态，再度做了我们的界定和说明。在货币内生体制下，“宽货币、紧信用”意味着经济仍处底部阶段，缓复苏中回暖趋势延续。对信用和货币间组合状态我们认为，信用增长直接体现货币政策变化，而货币增长是金融和实体两部门共同作用下的结果，因而比信用增长更体现当期经济状况，因而在经济底部时期，“宽信用、紧货币”是一种常态。货币和经济间机理的变化，导致了“中国货币和信用间组合状态”的变化，2022年Q2后，中国货币环境由“宽信用、紧货币”转变为“宽货币、紧信用”。

2023年2月份的中国货币和信贷增长，继续延续了上月的回升态势，增速均超出市场预期回升，尤其是广义货币增速延续回升状态，表明经济和金融有趋于活跃趋势：M2增速由上月的12.6提速到12.9，实际增长落在了市场预期分布区间上方；信贷余额增速由上月的11.3回升到11.6，社会融资的增速Q4以来的连续下降态势，转为回升，当月同比增速反弹到9.9。我们仍然认为，反映经济阶段特征的货币、信用的组合状态具有相对稳定性，政策变化对信用和货币组合状态的影响较小，未来无论货币宽松状态如何变化，经济内生性增长动力的发展，对经济回升进程有着更为重要的影响。

图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）

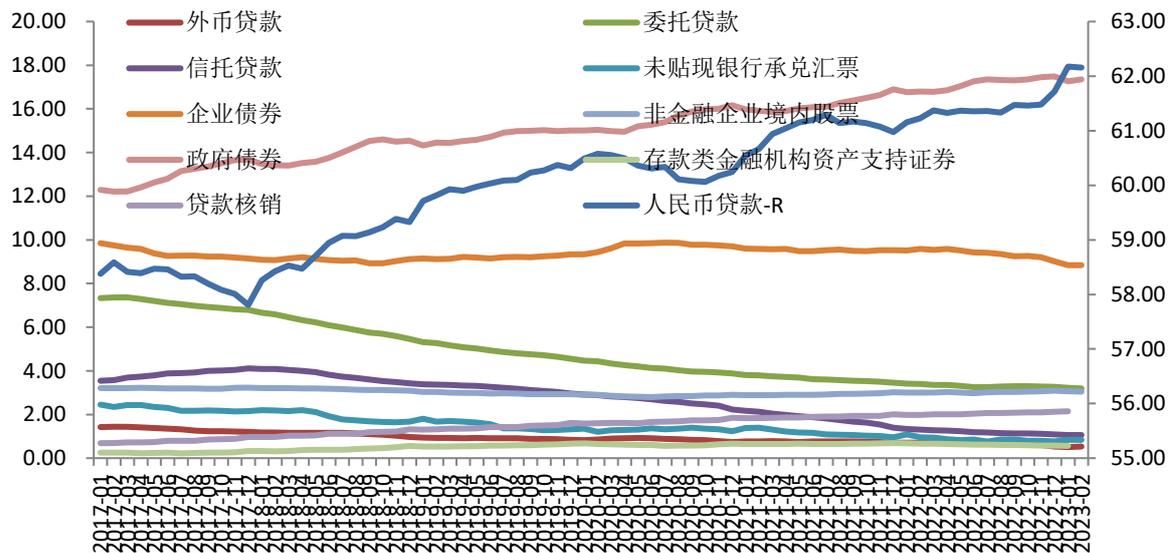


资料来源：Wind，上海证券研究所

从 2023 年 2 月份的社会融资结构变化看，银行信贷和资本市

场直接融资等表内融资维持领先态势，使得表内融资比重继续提高。“宽货币、紧信用”的组合状态，也意味着社会融资增长的表内化发展趋势。随着社会融资的规范化发展，表外日益转表内，无论是委托贷款、信托贷款，还是未贴现银行承兑汇票，其占比均出现了下降趋势，信贷占比和资本市场直接融资比重则上升。融资规范化的发展和社会融资结构改善，意味着资金“脱虚向实”的发展，财务性融资性周转下降，在金融环境上为经济高质量发展创造了条件。

图 6：中国社会融资存量占比结构（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3.2 市场融资利率维持波动中平稳态势

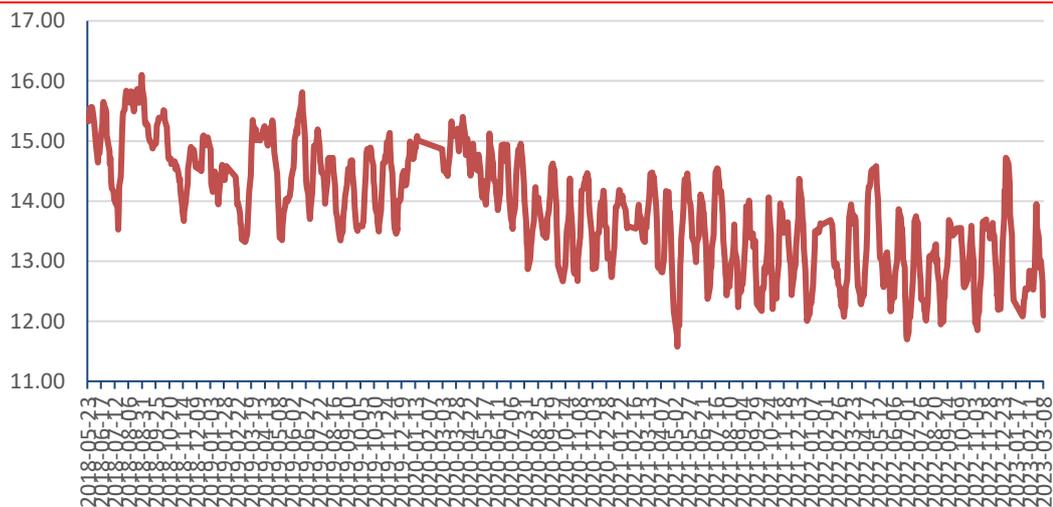
虽然2月份市场融资利率再度趋升，但并没有延续提升的趋势性。上月我们就指出，市场融资利率将在缓升后再趋平稳。从2023年2月份市场融资体系的变化看，波动中平稳特征不变。从同业市场情况看，2月份同业拆借加权平均利率为1.92%，比上月高0.48个百分点，比上年同期低0.14个百分点。质押式回购加权平均利率为2.07%，分别比上月和上年同期高0.51个和0.01个百分点。

我们认为，在“降成本”的金融供给侧改革下，中国融资利率中长期下降趋势仍未改变。中国融资利率偏高的市场格局，楼市融资持续高位有着重要影响，楼市融资持续高位，是造成中国在较长时期以来中小企业融资贵现象长存的重要基础因素之一。2022年Q4市场利率抬升不具有持续性，我们认为当时的利率回升主要是楼市融资政策放松下，资金“虹吸”效应下临时扰动的

结果。实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力较为强大。随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。

从中小企业融资利率下降的实践效果看，虽然货币环境持续平稳，中小企业融资利率仍然延续了趋向下行局面。2022年Q4楼市融资政策趋放松后，实体经济的市场融资利率又趋紧。2023年后，前期楼市融资政策环境变化对市场融资的扰动基本过去，从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，主要呈现季节性波动态势，中长期平稳中趋下行态势不变。由于房地产融资需求的低迷和开发性融资不会膨胀，实体领域的市场融资利率不会延续抬升，预计将很快转入平稳运行阶段。

图 7：温州民间借贷利率波动中平稳（月/民间融资综合利率：%、日）



数据来源：Wind，上海证券研究所

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 新增信贷和货币增长或回落

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为 2023 年 2 月份信贷和货币增长的延续高位和再回升，主要是受春节所在月份错位影响，商业银行信贷投放月度变化中的“首月效应”延续的结果，并不具有持续性，未来或有回落，新增信贷规模和货币

增长，都将回落。

从趋势上看，2023年内国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

尽管西方主要经济体通胀持续高位，主要经济体纷纷经历了一波大幅度、快速升息进程；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展需要在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着疫情影响消退后中国经济运行恢复正常，为保持流动性环境平稳，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：**俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**大宗商品价格高位波动，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。