



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 货币或再回落，降息概率提升

——2023年4月份中国金融数据点评

日期：2023年05月14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：**

《出口仍强，高顺差有望延续》  
——2023年05月10日  
《通胀、货币回落，经济续升》  
——2023年05月04日  
《经济回暖态势延续，消费动能持续释放》  
——2023年04月19日

### ■ 主要观点

#### 信贷、货币增长如期回撤

经济回暖形势确认叠加货币信贷增长首月效应的消退，4月份的信贷和货币增长，呈现为小幅回撤现象，货币增长回落，新增信贷规模季节性回落，信贷余额增速则保持不变，说明货币环境平稳仍是当前市场主要特征。货币实际增速弱低于市场预期，信贷余额增速保持平稳，表明流动性环境仍然处于相对宽松状态。

#### 信贷期限愈发趋向长期化

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，短期贷款减少，表明当前经济运行仍处偏弱状态，当期经济运行的信贷需求不多。4月份金融数据从另一个侧面印证了我们一直持有的判断：经济回暖中整体运行仍偏软。

#### 居民部门新增信贷再现收缩

从新增信贷的部门分布看，2023年4月份新增人民币贷款部门分布的一个主要特征是，居民部门信贷增长再现收缩态势，金融部门信贷增长回升较多，或为资本市场回暖带来的金融部门需求回升影响。居民部门信贷增长虽然历史上也曾多次出现，但基本上属于季节性的，在正常经营月份出现信贷萎缩，表明居民部门信贷需求的真实回落。

#### 货币或再回落，降息概率提升

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为，经济回暖和通胀下行走势的确立，或带来新增信贷规模和货币增长的回落。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

### ■ 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：4 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、货币增长如期回撤 .....	4
2.2 信贷期限愈发趋向长期化 .....	5
2.3 居民部门新增信贷再现收缩 .....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>8</b>
3.1 货币宽松状态有利经济持续回暖 .....	8
3.2 市场融资利率波动中平稳态势不变 .....	9
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>10</b>
4.1 货币或再回落，降息概率提升 .....	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：中国居民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，Average-10D，%，日） .....	10

## 表

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

## 1 事件：4 月份金融数据公布

**广义货币增长 12.4%。**2023 年 4 月末，广义货币(M2)余额 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 1.9 个百分点。狭义货币(M1)余额 66.98 万亿元，同比增长 5.3%，增速比上月末和上年同期均高 0.2 个百分点。流通中货币(M0)余额 10.59 万亿元，同比增长 10.7%。当月净投放现金 313 亿元。

**人民币各项贷款增长 11.8%。**2023 年 4 月末，人民币贷款余额 226.16 万亿元，同比增长 11.8%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.8 个百分点。4 月份人民币贷款增加 7188 亿元，同比多增 649 亿元。分部门看，住户贷款减少 2411 亿元，其中，短期贷款减少 1255 亿元，中长期贷款减少 1156 亿元；企（事）业单位贷款增加 6839 亿元，其中，短期贷款减少 1099 亿元，中长期贷款增加 6669 亿元，票据融资增加 1280 亿元；非银行业金融机构贷款增加 2134 亿元。

**人民币各项存款增长 12.4%。**2023 年 4 月末人民币存款余额 273.45 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2 个百分点。4 月份人民币存款减少 4609 亿元，同比多减 5524 亿元。其中，住户存款减少 1.2 万亿元，非金融企业存款减少 1408 亿元，财政性存款增加 5028 亿元，非银行业金融机构存款增加 2912 亿元。

**2023 年 4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，比上年同期多 2729 亿元。**其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 4431 亿元，同比多增 729 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 319 亿元，同比少减 441 亿元；委托贷款增加 83 亿元，同比多增 85 亿元；信托贷款增加 119 亿元，同比多增 734 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1347 亿元，同比少减 1210 亿元；企业债券净融资 2843 亿元，同比少 809 亿元；政府债券净融资 4548 亿元，同比多 636 亿元；非金融企业境内股票融资 993 亿元，同比少 173 亿元。

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 信贷、货币增长如期回撤

经济回暖形势确认叠加货币信贷增长首月效应的消退，4月份的信贷和货币增长，呈现为小幅回撤现象，货币增长回落，新增信贷规模季节性回落，信贷余额增速则保持不变，说明货币环境平稳仍是当前市场主要特征。我们一直认为，从中长期看，由于货币体系运转机制和季节性回落，经济运行状况的变化，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年月份4新增信贷规模的市场预期分布为(7000,19500)亿，均值为11354亿；同期广义货币增速的市场预期分布为(12.3,13.1)，市场预期的中值为12.6，可见市场主流预期是宽松将延续。2023年4月份新增信贷7188亿，弱于市场预期较多，且和我们的预期比较接近；同比仍多增说明信贷增长规模的回落，主要是季节性因素的变动。货币实际增速稍低于市场预期，信贷余额增速保持平稳，表明流动性环境仍然处于相对宽松状态。

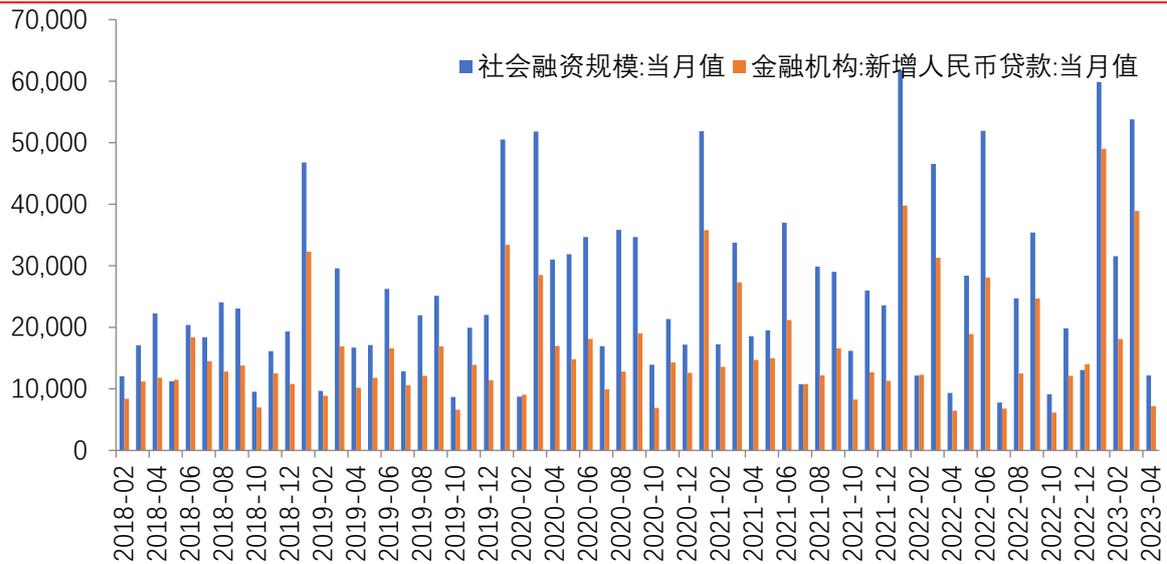
表 1：2023 年 4 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
<b>Average</b>	<b>11354</b>	<b>12.6</b>	<b>12.0</b>
<b>High</b>	<b>19500</b>	<b>13.1</b>	<b>12.5</b>
<b>Low</b>	<b>7000</b>	<b>12.3</b>	11.7
<b>No of Forecasts</b>	12	13	4
<b>SHSC</b>	<b>6000</b>	<b>12.5</b>	<b>11.8</b>

资料来源：wind，上海证券研究所

由于经济回暖中物价走势趋向下移，我们认为后续货币、信贷增长或进一步减少。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

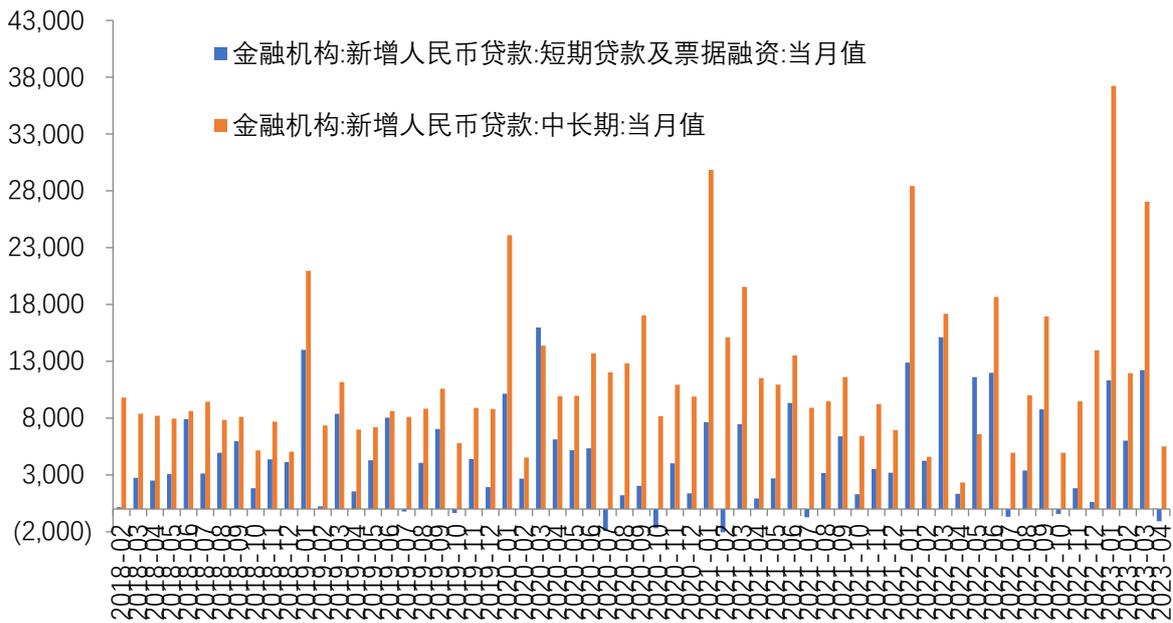
## 2.2 信贷期限愈发趋向长期化

2023 年 4 月份人民币贷款增加 7188 亿元，同比多增 649 亿元；其中，中长期贷款增加 5513 亿元，短期贷款和票据融资当月减少 1074 亿元。分部门看，住户贷款减少 2411 亿元，其中，短期贷款减少 1255 亿元，中长期贷款减少 1156 亿元；企（事）业单位贷款增加 6839 亿元，其中，短期贷款减少 1099 亿元，中长期贷款增加 6669 亿元，票据融资增加 1280 亿元。从期限分布看，2022 年 H2 以来的信贷期限长期化特征表现更加突出，不仅居民部门的短期贷款减少，企业部门的短期贷款也呈现了缩减态势。

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。

短期贷款减少，表明当前经济运行仍处偏弱状态，当期经济运行的信贷需求不多。实际上 4 月份对实体经济发放的人民币贷款仅有 4431 亿元，但同比仍多增 729 亿元。4 月份金融数据从另一个侧面印证了我们一直持有的判断：经济回暖中整体运行仍偏软。

图 2：中国信贷新增规模的期限变化（月，亿元）

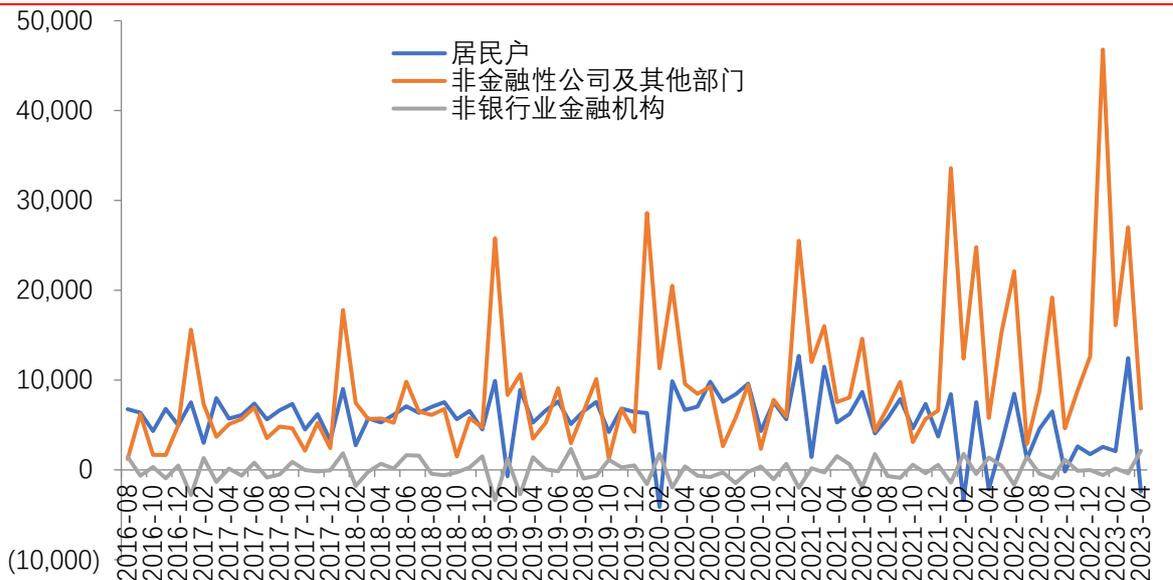


资料来源：Wind，上海证券研究所

### 2.3 居民部门新增信贷再现收缩

从新增信贷的部门分布看，2023 年 4 月份新增人民币贷款部门分布的一个主要特征是，居民部门信贷增长再现收缩态势，金融部门信贷增长回升较多，或为资本市场回暖带来的金融部门需求回升影响。居民部门信贷增长虽然历史上也曾多次出现，但基本上属于季节性的，比如出现在春节月份，年底经营指标紧张之际，或者疫情管控的特殊时期；在正常经营月份出现信贷萎缩，表明居民部门信贷需求的真实回落。

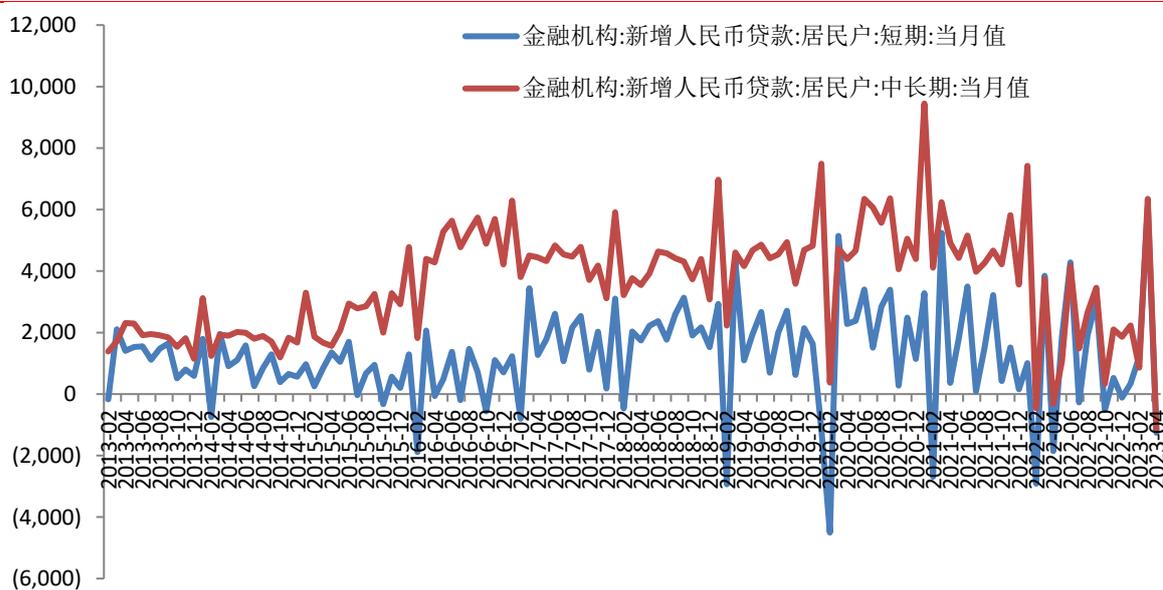
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从历史数据变化情况看，2022 年 4 季度以来，居民部门的新增信贷疲弱的状态就已显现，3 月份时居民部门信贷的反弹并未持续，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：中国居民部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元）



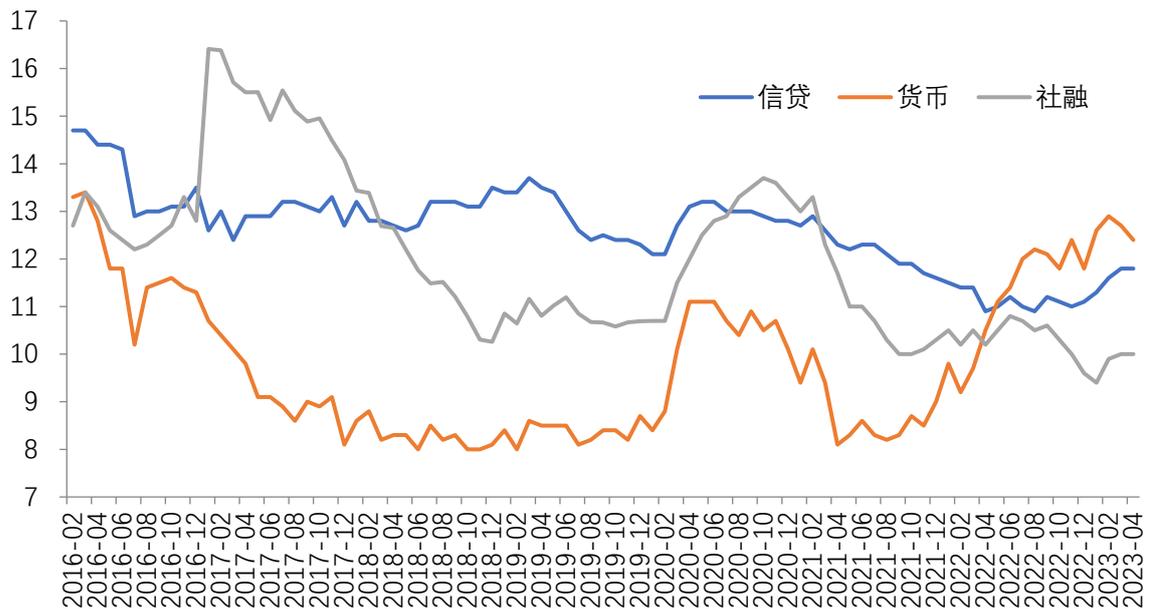
资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 货币宽松状态有利经济持续回暖

2023 年 4 月份的中国货币虽然略有回落，但就经济增长和通货膨胀走势而言，当前货币增长仍然处于较为宽松状态；信贷增长在季节性波动下，同比增速保持平稳。从能够反映实体部门真实需求的社会融资增长情况看，社会信用增长也相对稳定，因此当前中国经济的流动性环境，平稳偏松的状态并没有改变。

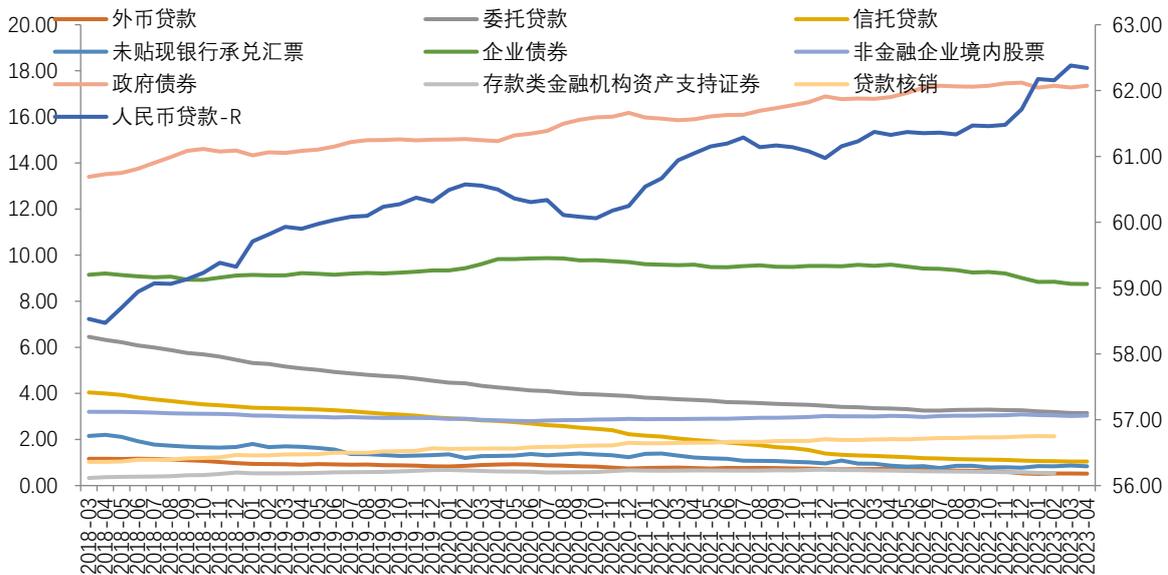
图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

4 月 28 日的中央政治局经济工作会议，定调了经济的回暖趋势，强调未来经济工作重心在实体经济，未来流动性环境预计会在平稳中趋向缓回落，货币增速或回落至信贷增速下方，但信贷和货币增速都将持续会于信用增速（社会融资增长）上方。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 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

从 2023 年 4 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继续维持了领先态势，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。

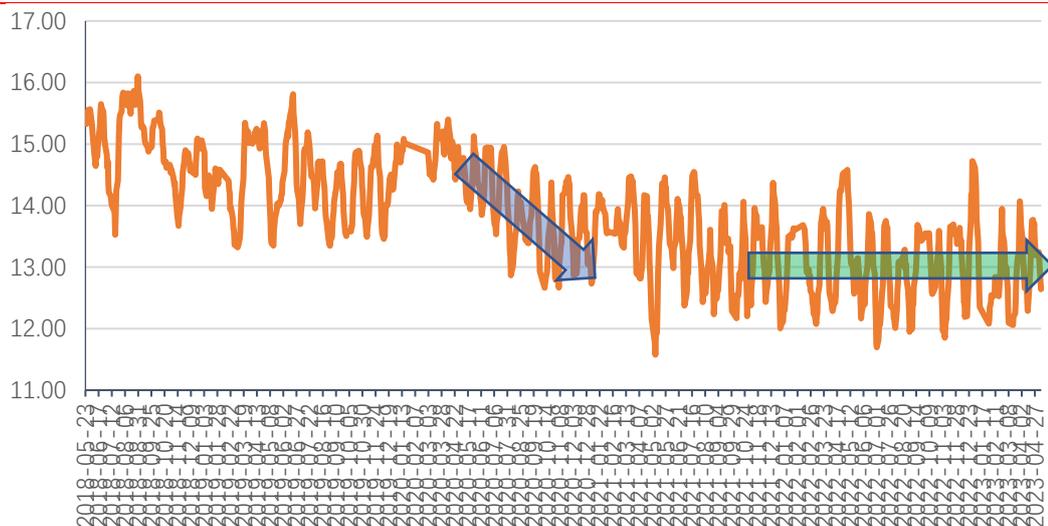
### 3.2 市场融资利率波动中平稳态势不变

受益于宽松的流动性环境，4 月货币利率延续了下行态势。4 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.69%，比上月低 0.01 个百分点，比上年同期高 0.07 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.77%，比上月低 0.08 个百分点，比上年同期高 0.16 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，过去中国融资利率偏高的市场格局，主要受楼市融资持续高位的影响。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。当前楼市降温，除了直接带来居民部门信贷回落外，对市场利率体系的下行，也有着重要影响。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，货币环境持续平稳，中小企业融资利率也呈现波动中平稳的局面。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，Average-10D，%，日）



数据来源：Wind，上海证券研究所

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 货币或再回落，降息概率提升

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为，经济回暖和通胀下行走势的确立，或带来新增信贷规模和货币增长的回落。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。

虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，降准、降息的时

机将更趋成熟、条件将更趋完备，或为时不远。

## 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。