



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

货币如期后撤，下降空间仍存

——2023年5月份中国金融数据点评

日期：2023年06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：

《价格或仍将趋于下降》

——2023年06月12日

《物价结构改善 经济、货币微降》

——2023年06月10日

《进出口表现逆转，顺差收窄》

——2023年06月08日

■ 主要观点

信贷、货币增长双超预期回撤

与上月实际值相比较，市场主流预期是货币和信贷增速双后撤，但后撤态势比较平稳。从实际情况看，回撤速度要大于市场预期。随着物价走势的回落，后续货币、信贷增长或进一步减少。短期信贷、货币增速的回落，并不意味着流动性平稳环境的改变，只要货币增长和经济增长是相适应的，我们认为货币环境就是平稳的。

信贷期限长期化特征延续

从期限分布看，2022年H2以来的信贷期限长期化特征仍然延续，除居民部门中长期贷款比重仍不突出外，企业部门期限结构长期化的显著性特征不变。就企业部门而言，经济偏软时期信贷期限的长期化趋势不会改变。

居民部门新增信贷增长反弹

从新增信贷的部门分布看，与上月相比，2023年5月份新增人民币贷款部门分布的一个主要特征是，流向实体部门的贷款增长较多，企业部门比上月增加1719亿；居民部门新增信贷由上月的收缩转为增长，增长额为3672亿，环比增加6083亿，表明金融系统对居民部门的信贷支持有所放松；非银行业金融部门信贷增长比上月减少1530亿，但仍维持正增长，本月新增投放为604亿，表明资本市场回暖带来的金融部门需求回升影响仍然存在。

货币宽松状态不变

2023年5月份的中国货币增速虽然延续回落，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。从能够反映实体部门真实需求的社会融资增长情况看，社会信用增长也略有回落，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。

货币或再回落，降息仍有空间

保持流动性合理充裕是央行的政策目标——保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。从当前货币增长和经济增长间的水准看，未来货币增速或仍趋下行。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继续回落。

■ 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

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、货币增长双超预期回撤	4
2.2 信贷期限长期化特征延续	5
2.3 居民部门新增信贷增长反弹	6
3 事件影响：对经济和市场	8
3.1 货币宽松状态不变	8
3.2 市场融资利率波动中平稳态势暂不变	10
4 事件预测：趋势判断	11
4.1 货币或再回落，降息仍有空间	11
5 风险提示：	11

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）	7
图 4：中国居民部门信贷新增规模的期限变化（月，亿元）	8
图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）	9
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 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 11.6%。2023 年 5 月末，广义货币(M2)余额 282.05 万亿元,同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。狭义货币(M1)余额 67.53 万亿元,同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。流通中货币(M0)余额 10.48 万亿元，同比增长 9.6%。当月净回笼现金 1148 亿元。

人民币各项贷款增长 11.4%。2023 年 5 月末，人民币贷款余额 227.53 万亿元，同比增长 11.4%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 0.3 个百分点。5 月份人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元。分部门看，住户贷款增加 3672 亿元，其中，短期贷款增加 1988 亿元，中长期贷款增加 1684 亿元；企（事）业单位贷款增加 8558 亿元，其中，短期贷款增加 350 亿元，中长期贷款增加 7698 亿元，票据融资增加 420 亿元；非银行业金融机构贷款增加 604 亿元。

人民币各项存款增长 11.6%。2023 年 5 月末，人民币存款余额 274.91 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 1.1 个百分点。5 月份人民币存款增加 1.46 万亿元，同比少增 1.58 万亿元。其中，住户存款增加 5364 亿元，非金融企业存款减少 1393 亿元，财政性存款增加 2369 亿元，非银行业金融机构存款增加 3221 亿元。

2023 年 5 月社会融资规模增量为 1.56 万亿元，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.22 万亿元，同比少增 6173 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 338 亿元，同比多减 98 亿元；委托贷款增加 35 亿元，同比多增 167 亿元；信托贷款增加 303 亿元，同比多增 922 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1797 亿元，同比多减 729 亿元；企业债券融资净减少 2175 亿元，同比少 2541 亿元；政府债券净融资 5571 亿元，同比少 5011 亿元；非金融企业境内股票融资 753 亿元，同比多 461 亿元。

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷、货币增长双超预期回撤

我们上期就指出，随着物价走势的回落，后续货币、信贷增长或进一步减少。短期信贷、货币增速的回落，并不意味着流动性平稳环境的改变，只要货币增长和经济增长是相适应的，我们认为货币环境就是平稳的。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。

按照路透的 POLL，2023 年月份 5 新增信贷规模的市场预期分布为（13000，20000）亿，均值为 16006 亿，中值与之接近，也为 16000 亿；同期广义货币增速（%）的市场预期分布为（11.7,12.4），市场预期的中值和均值都为 12.1；信贷余额增速（%）的市场预测分布区间为（11.6,12.1），预测中值为 11.6，均值为 11.7。可见，与上月实际值相比较，市场主流预期是货币和信贷增速双后撤，但后撤态势比较平稳。从实际情况看，2023 年 5 月份新增信贷 13600 亿，弱于市场预期较多，更大幅低于我们预期，同期信贷余额同比增速 11.4%，与上月实际值 11.8% 相比，回落较多，下降幅度也大于 11.6% 的市场预期中值；广义货币实际增速 11.6%，更是落在了市场预测分布区间之外，说明货币增速回落明显强于市场预期。

表 1：2023 年 5 月的中国信贷和货币市场预期情况（亿元，%）

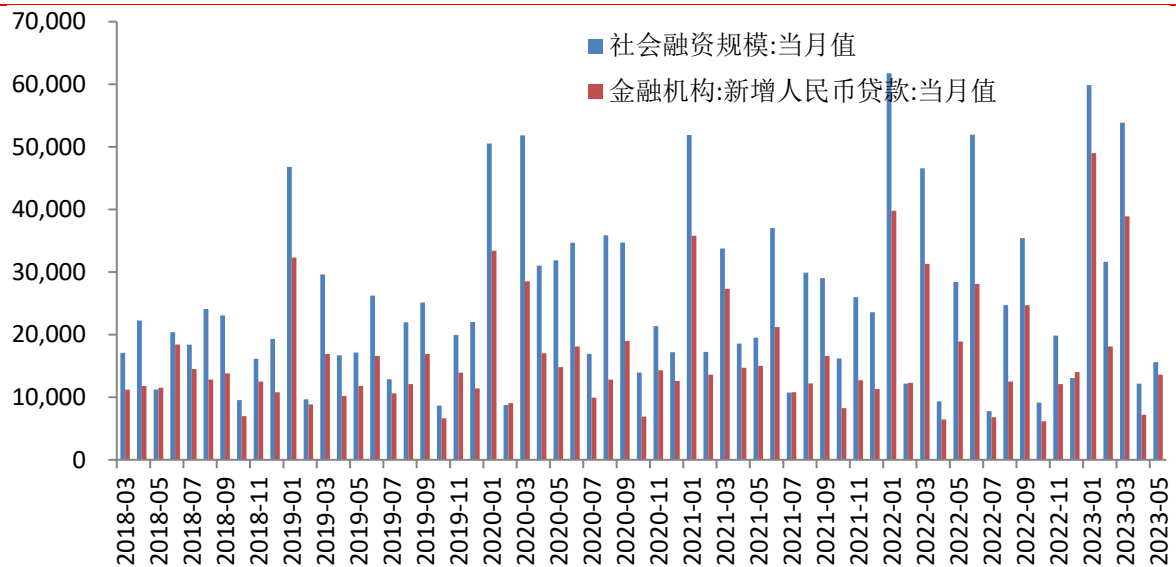
	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	16000	12.1	11.6
Average	16006	12.1	11.7
High	20000	12.4	12.1
Low	13000	11.7	11.6
No of Forecasts	27	30	12
SHSC	18000	12.0	11.7

资料来源：REUTERS，上海证券研究所

我们一直认为，由于经济回暖中物价走势趋向下移，后续货币、信贷增速仍将进一步下降。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

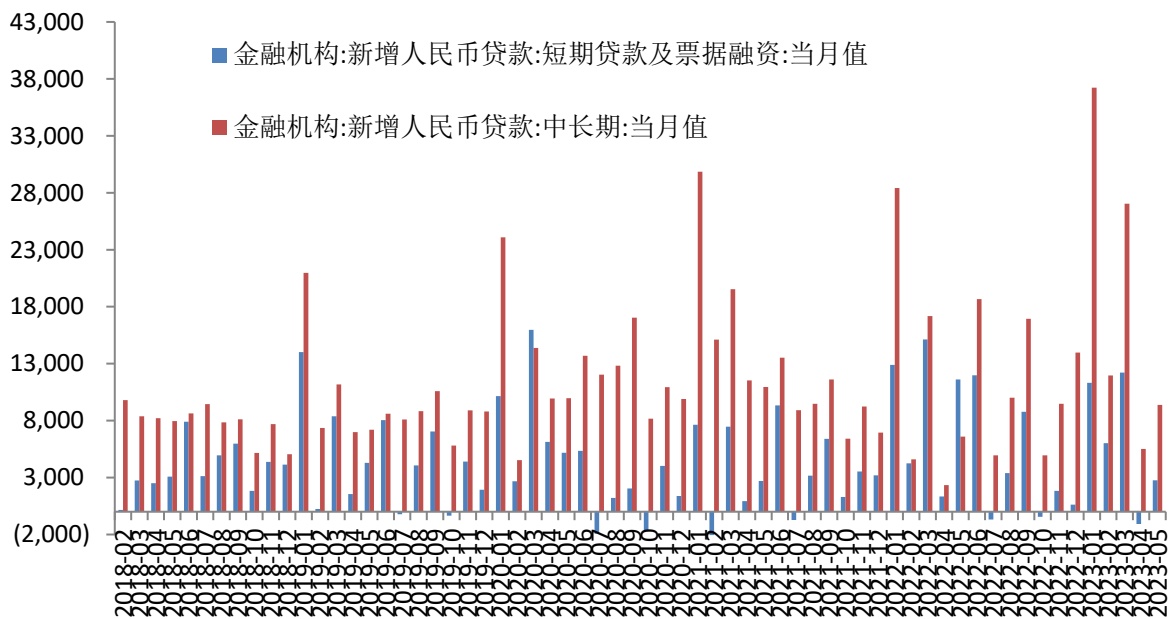
2023年5月份人民币国内贷款增加12140亿元（按照期限分类合计数），同比少增6069亿元；其中，中长期贷款增加9382亿元，短期贷款和票据融资则由上月的减少变为当月增加2758亿元。分部门看，住户贷款增加3672亿元，其中，短期贷款增加1988亿元，中长期贷款增加1684亿元；企（事）业单位贷款增加8558亿元，其中，短期贷款增加350亿元，中长期贷款增加7698亿元，票据融资增加420亿元；非银行业金融机构贷款增加604亿元。从期限分布看，2022年H2以来的信贷期限长期化特征仍然延续，除居民部门中长期贷款比重仍不突出外，企业部门期限结构长期化的显著性特征不变。

就企业部门而言，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。

信贷期限结构长期化特征延续，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。信贷期限长期化特征延续，也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）

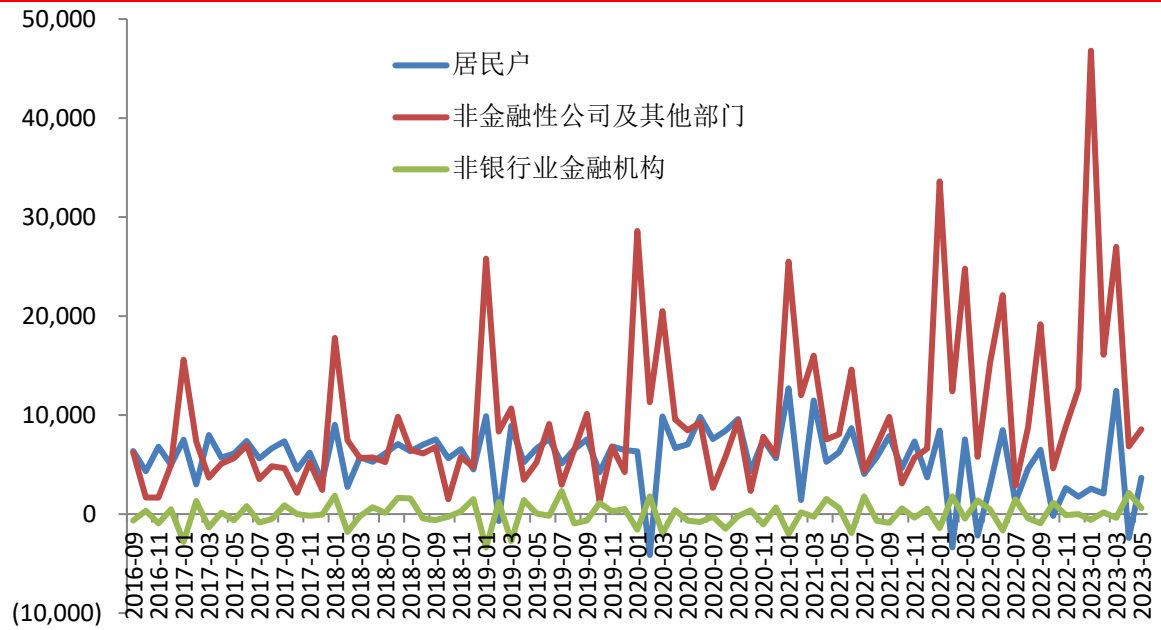


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 居民部门新增信贷增长反弹

从新增信贷的部门分布看，与上月相比，2023 年 5 月份新增人民币贷款部门分布的一个主要特征是，流向实体部门的贷款增长较多，企业部门比上月增加 1719 亿；居民部门新增信贷由上月的收缩转为增长，增长额为 3672 亿，环比增加 6083 亿，表明金融系统对居民部门的信贷支持有所放松；非银行业金融部门信贷增长比上月减少 1530 亿，但仍维持正增长，本月新增投放为 604 亿，表明资本市场回暖带来的金融部门需求回升影响仍然存在。

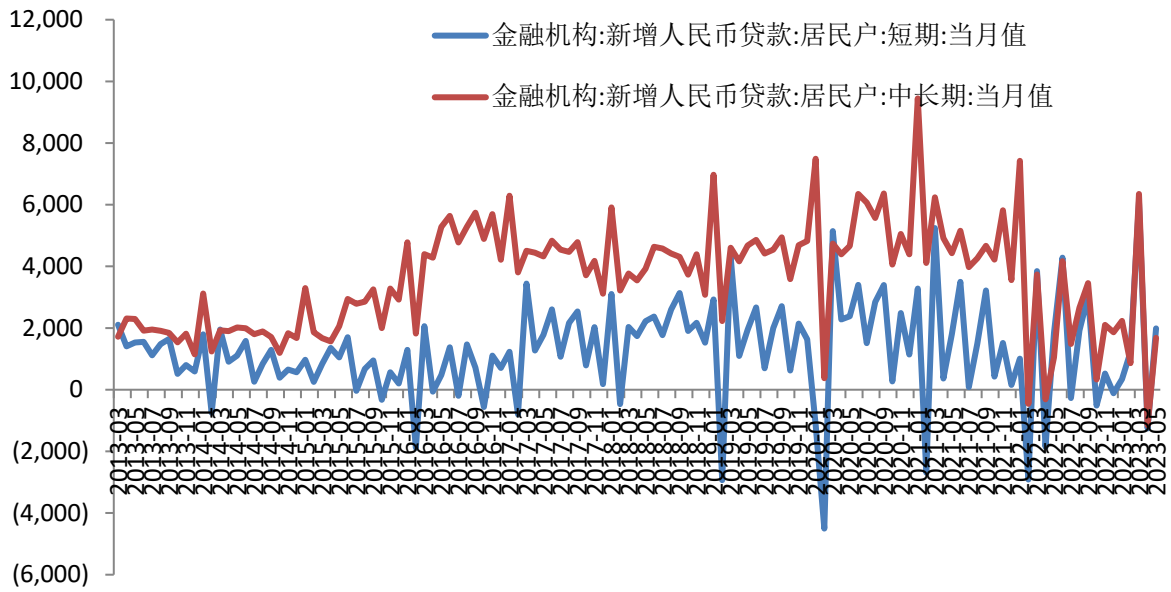
图 3：中国信贷新增规模的部门变化（月，亿元）



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。我们在 5 月 31 日的报告《《经济、物价平稳，货币续落——2023 年 5 月份中国宏观数据预测》》中曾指出，2021 年 Q2 后楼市活跃度下降后成交平稳；从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入新发展阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳运行期。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。根据我们对楼市运行未来仍将维持平稳的看法，居民信贷部门的信贷需求增长或也将维持平稳。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

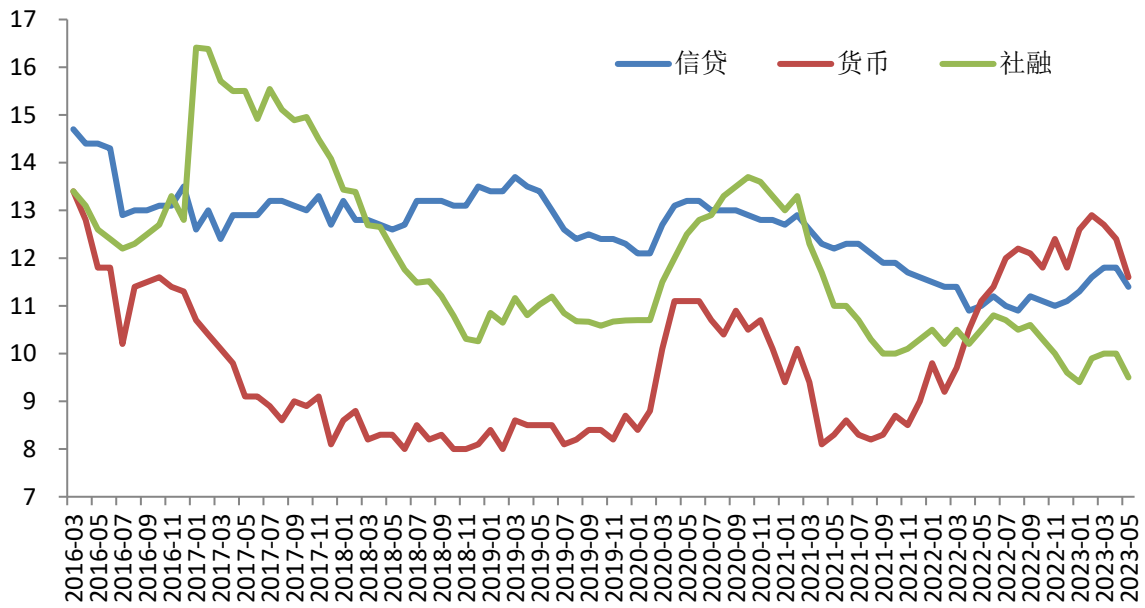
3 事件影响：对经济和市场

3.1 货币宽松状态不变

2023 年 5 月份的中国货币虽然延续回落，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。从能够反映实体部门真实需求的社会融资增长情况看，社会信用增长也略有回落，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。我们在 2023 年 2 月 12 日发布的报告《《首月效应下的高增不具持续性》》中，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。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，未来货币增速或仍将回落。

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。货币增速虽然持续超过社会融资增速衡量的信用增速，但改变态势也已显现。我们仍然认为，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。

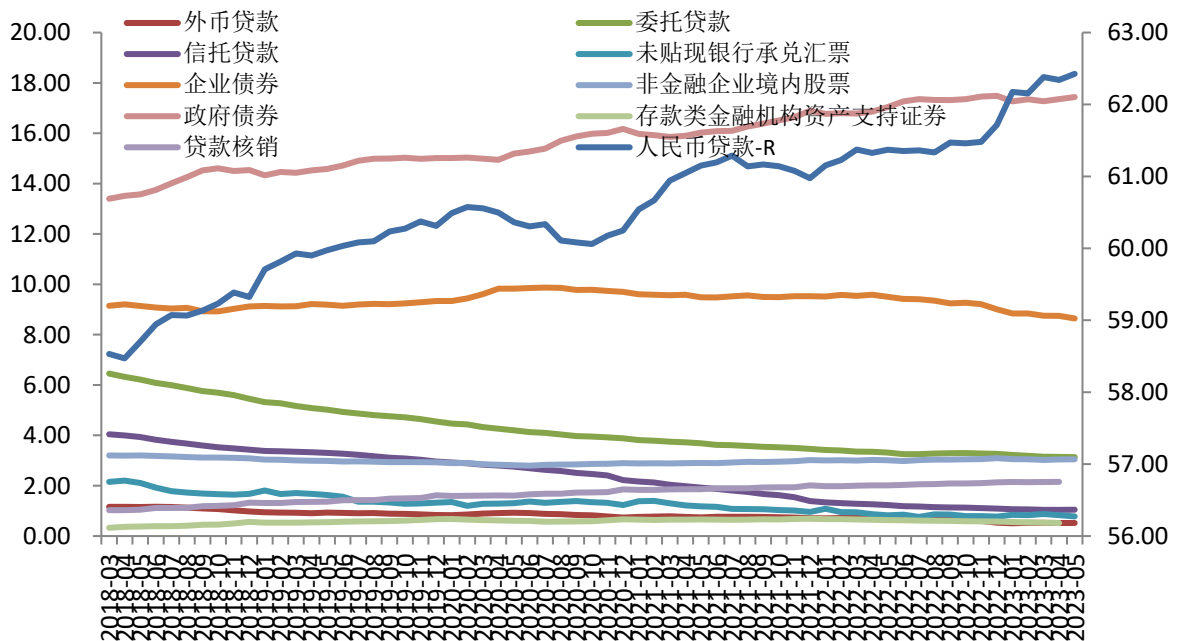
图 5：中国社会融资和货币、信贷的增长（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从社会融资结构的变化看，银行融资仍然是最主要的融资渠道，表明中国间接型融资体系并未发生改变：表外融资增长趋于平稳，资本市场直接融资（股权和债权融资）稳中偏升态势不变，表明资本市场在中国融资体系中重要性趋于上升，完善资本市场功能政策效应逐渐体现。

图 6：中国社会融资存量占比结构（月，%）



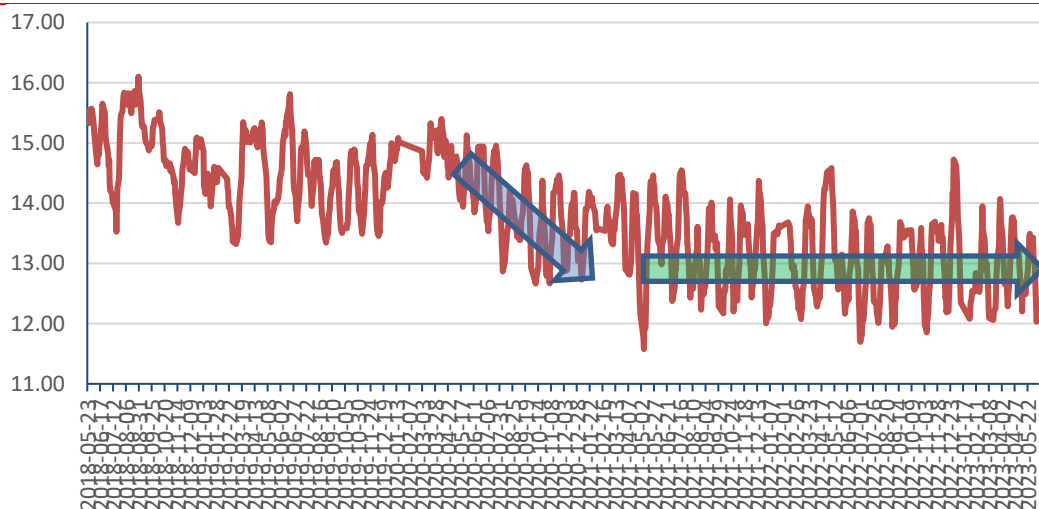
资料来源：Wind，上海证券研究所

从 2023 年 5 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，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暂不变

受益于宽松的流动性环境，5 月货币利率延续了下行态势。5 月份同业拆借加权平均利率为 1.5%，比上月低 0.19 个百分点，与上年同期持平。质押式回购加权平均利率为 1.55%，比上月低 0.22 个百分点，比上年同期高 0.08 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。

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

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，在货币基准利率下调后，实体部门中的融资利率预计也将很快下调。

4 事件预测：趋势判断

4.1 货币或再回落，降息仍有空间

6月13日，央行1天内下调了2个基础货币投放工具利率——常备借贷便利利率和逆回购利率，将逆回购7天期利率下调10个基点至1.9%；常备借贷利率方面，隔夜下调10个基点至2.75%，7天期下调10个基点至2.9%，1个月期下调10个基点至3.25%。

保持流动性合理充裕是央行的政策目标。6月13日，国家发改委发布《国家发展改革委等部门关于做好2023年降成本重点工作的通知》，再度明确要保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。从当前货币增长和经济增长间的水准看，未来货币增速或仍趋下行。

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继续回落。从趋势上看，2023年内中国货币仍存在“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，2023年H2中国降准、降息或仍在途。

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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。