



社融增量边际放缓，政策支撑有待加强

——邵宇佳

点评报告

A0205-20230311

2023年4月	M2同比 (%)	新增人民币贷款 (亿元)
人民银行	11.6	13600
北大国民经济研究中心预测	12.1	14500
wind 市场预测均值	12.1	14498.8
2022年同期值	11.1	18900

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

黄昱程

邵宇佳

杨盈竹

联系人：杨盈竹

联系方式：

010-62767607

gmjyj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告

要点

- 新增社融不及预期，融资需求进一步回落
- 新增信贷同比少增，企事业单位同比少增明显
- 存款活期化边际好转，资金空转现象得到缓解
- 展望未来：信贷需求弱恢复，M2 维持宽松不

变



内容提要

2023年5月，新增社会融资规模1.56万亿元，较去年同期少增1.31万亿元，低于市场预期。今年第一季度以来，为实现资金全年效益的最大化，宏观政策在前期发力显著，同时受去年疫情剧烈扰动的高基数作用以及财政前置发力趋缓的影响，5月社会融资规模偏弱，低于市场预期。

2023年5月，新增人民币贷款1.22万亿元，同比少增6173亿元，也低于市场预期。受去年同期疫情剧烈扰动影响，稳增长政策大幅支撑信贷规模，形成较高基数，导致本月信贷规模同比偏弱。此外，居民户信贷规模并未受高基数影响，依旧显示需求不足，仍需进一步关注。

2023年5月末，狭义货币（M1）余额67.53万亿元，同比增长4.7%，较上期下降0.6个百分点；广义货币（M2）余额282.05万亿元，同比增长11.6%，较上期下降0.8个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。由于去年同期受疫情剧烈扰动影响，信贷投资力度显著较强，导致本月信贷投放趋弱，同时预防性储蓄规模的不断扩张以及财政支出力度弱于去年同期，难以支撑本月M2同比增速。但值得关注的是，存款活期化继续增强，资金空转现象得到缓解，资金利用率提升。

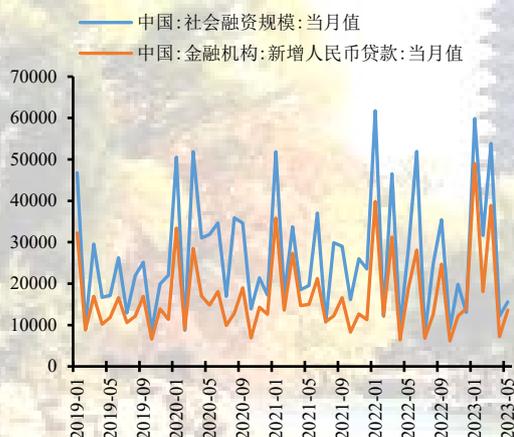


图1 社会融资规模（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

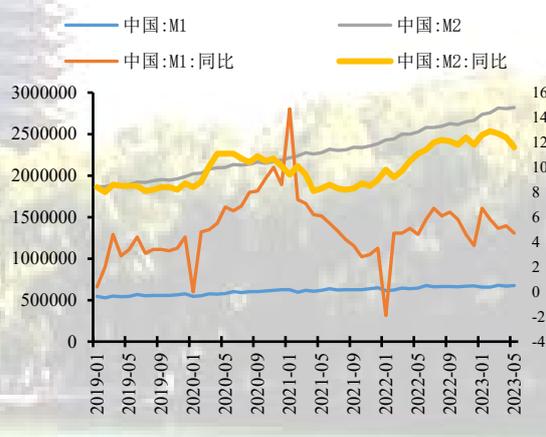


图2 M1和M2（左：亿元；右：%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



正文

新增社融不及预期，融资需求进一步回落

2023年5月，新增社会融资规模1.56万亿元，较去年同期少增12815亿元，低于市场预期。其中，新增人民币贷款12200亿元，同比少增6030亿元；新增外币贷款-338亿元，同比少减98亿元；新增委托贷款35亿元，同比多增167亿元；新增信托贷款303亿元，同比多增922亿元；新增未贴现银行承兑汇票-1797亿元，同比少减729亿元；新增债券融资-2175，同比减少2541亿元；新增股票融资753亿元，同比多增461亿元；新增政府债券5571亿元，同比减少5011亿元。

整体而言，5月新增社会融资规模同比大幅少增主要是由于人民币贷款、债券融资和政府债券均出现了较大幅度的同比少增。其中，新增人民币贷款受去年同期高基数以及今年第一季度信贷投放提前发力的影响，整体表现弱于市场预期，同比少增6030亿元；新增债券融资规模为-2175亿元，表明企业偿还债券高于发行量且差额较大，进一步延续4月同比少增的趋势，预示企业内生融资需求依旧不足；新增政府债券主要受去年前置发力的影响，今年财政前置节奏并未如去年一样，导致本月政府债券同比少增5011亿元，预示今年第二季度以来政府债发行速度出现放缓趋势。

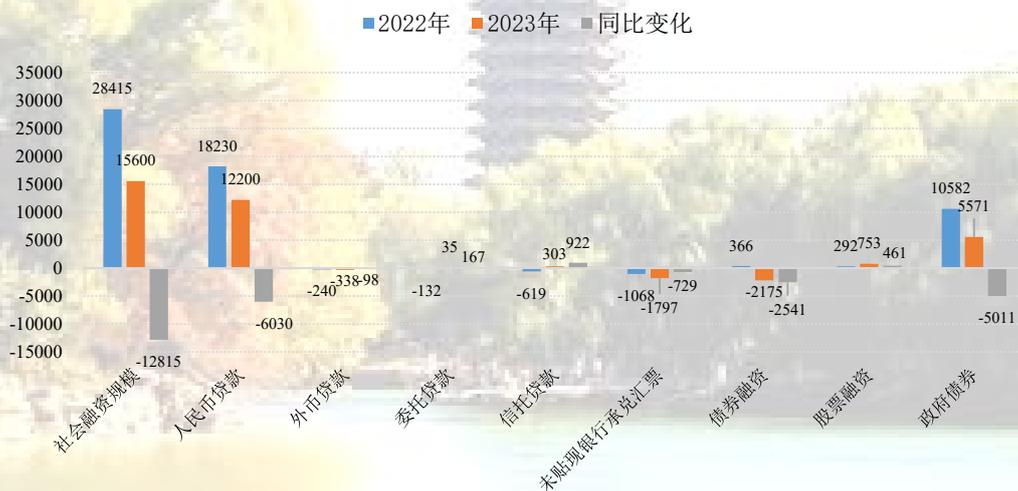


图3 5月新增社会融资规模：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

新增信贷同比少增，企事业单位同比少增明显

2023年5月，新增人民币贷款13600亿元，同比少增5300亿元，低于市场预期。其中，新增短期贷款2338亿元，同比少增2144亿元；新增中长期贷款9382亿元，同比多增2784



亿元；新增票据融资 420 亿元，同比少增 6709 亿元。进一步从部门结构来看，新增居民户贷款 3672 亿元，同比多增 784 亿元，其中新增短期贷款 1988 亿元，同比多增 148 亿元；新增中长期贷款 1684 亿元，同比多增 637 亿元；新增企事业单位贷款 8558 亿元，同比少增 6742 亿元，其中新增短期贷款 350 亿元，同比多增 2292 亿元；新增中长期贷款 7698 亿元，同比多增 2147 亿元。

整体而言，从信贷结构来看，短期贷款是本月的主要拖累项。从部门结构来看，今年以来居民户由于预期原因一直拖累信贷规模，企事业单位在政策支持下整体支撑信贷规模，但是 5 月居民户和企事业单位对信贷规模的贡献产生了反转，居民户反而是同比多增，企事业单位却是同比少增。其中，票据融资和短期贷款是拖累企事业单位信贷规模的主要分项。这主要是因为去年同期在疫情剧烈影响后企事业单位的融资需求较强，由此导致较高基数。此外，值得注意的是，去年同期受疫情剧烈扰动，居民户信贷规模其实处于较低水平，而今年 5 月居民户信贷规模同比多增仅为 784 亿元，显示居民信贷需求不强，仍需进一步关注。

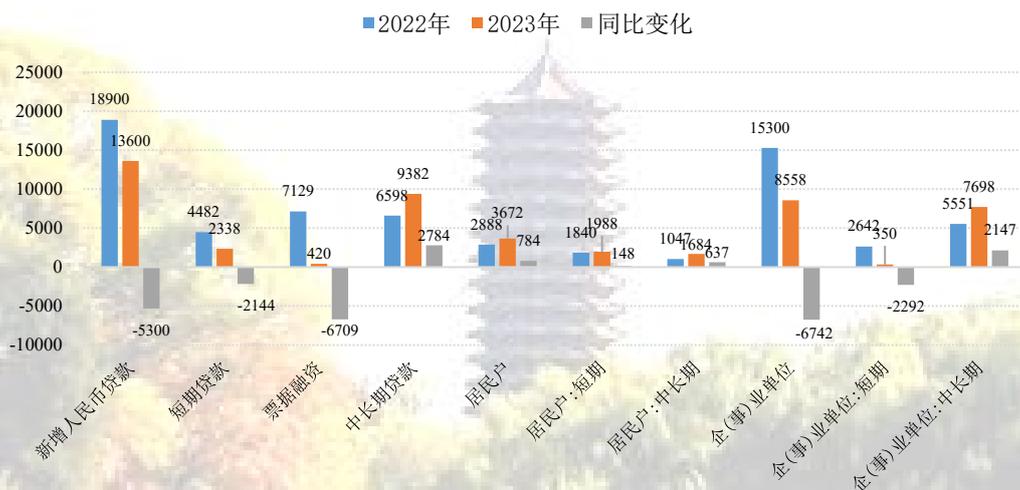


图 4 5 月金融机构：新增人民币贷款：分项（亿元）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

存款活期化边际好转，资金空转现象得到缓解

2023 年 5 月末，狭义货币（M1）余额 67.53 万亿元，同比增长 4.7%，较上期下降 0.6 个百分点；广义货币（M2）余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%，较上期下降 0.8 个百分点，但仍持续高位运行，低于市场预期。整体而言，由于去年同期受疫情剧烈扰动影响，信贷投资力度显著较强，导致本月信贷投放趋弱，同时预防性储蓄规模的不断扩张以及财政支出力度弱于去年同期，难以支撑本月 M2 同比增速。

从 M2 与 M1 的同比增速差看，5 月末两者的同比增速差为 6.9%，增速剪刀差较上期下降



0.2 个百分点。两者剪刀差缩小，预示着 5 月存款活期化得到增强，一方面居民存款转向理财产品的购买以及用于假期消费，从 4 月居民存款同比减少可知，另一方面国内部分银行降低了存款利息使然。但是，从今年以来的趋势来看，两者剪刀差仍处于波动变化状态，并未形成趋势，这也间接反映出市场预期还需进一步巩固。

从社融与 M2 的同比增速差看，5 月末两者的同比增速差为-2.1%，较上期继续减少 0.3 个百分点，增速差再次降低。自 2022 年 4 月以来社融扩张速度持续弱于货币扩张速度，且增速差持续为负，预示着资金流动性持续充裕。自今年以来，稳经济政策持续落地生效，尤其是第一季度政策发力显著，增速差持续减小，表明资金空转现象有持续缓解的趋势，预计未来仍将进一步缓解。

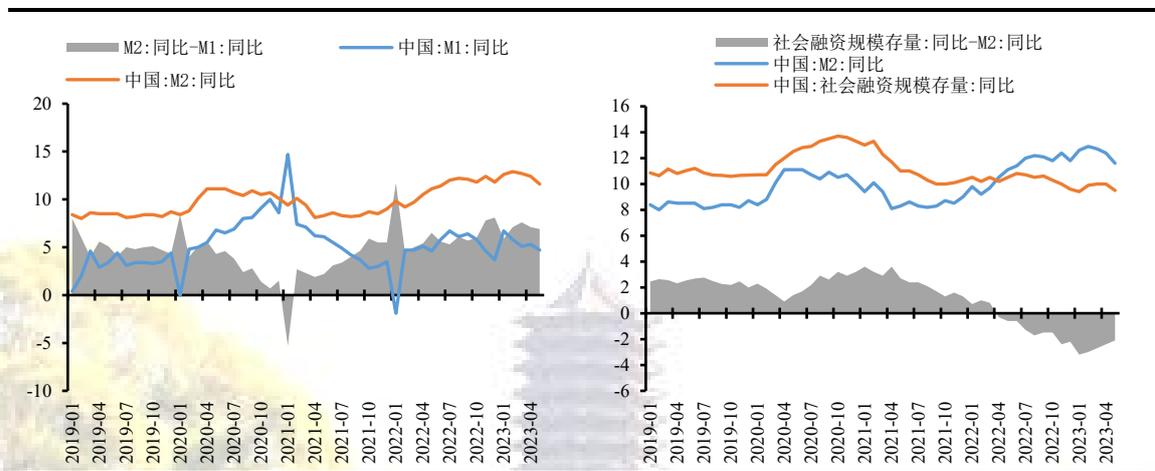


图 5 M1、M2 和 M2-M1 (%)

图 6 社融、M2 和社融-M2 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

未来展望：信贷需求弱恢复，M2 维持宽松不变

信贷规模：预计未来信贷规模将稳步提升，信贷结构仍需进一步调整。2023 年第一季度稳增长政策发力明显，信贷投放力度较大，对后续的信贷规模形成挤出效应，未来信贷规模的扩张仍需进一步的政策支撑。信贷结构分化预计仍会持续，居民户信贷将是未来政策调整的重点方向。

M2：预计未来 M2 同比增速继续维持高位运行。随着节后国内经济恢复的全面启动，偏宽松的货币政策仍将助力宏观经济稳定恢复，加之今年上半年基数较低，未来 M2 同比增速仍将保持高位运行，但后续随着去年基数的逐渐抬升而出现缓慢回落的趋势。



北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦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任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。