

社融和信贷回落持续，央行开启价格工具

2023年5月金融数据分析

核心内容：

- **社融信贷增速回落是正常趋势**从年度新增社融和信贷增速来看，5月份的下滑速度加快，但也要清楚这种下滑是正常的。1季度开门红后，社融和信贷增速均保持下滑态势（2020年除外）。另外，经济恢复速度相对较慢，实体经济需求恢复并不顺畅，也带来了融资需求回落。而5月份新增信贷增速仍然达到17.5%，信贷增速与历史同期比较仍然偏高，未来仍然继续下滑。
- **5月份社会融资走低主要是表内信贷、政府债券融资、企业债券融资以及银行承兑汇票下降带来的**（1）社融统计信贷融资下行，但企业和居民的融资增速仍然属于正常，**票据融资冲量大幅减少**。从环比来看，5月份贷款环比回升幅度仍然在历史范围内，信贷的表现偏平稳。（2）政府债券融资前置，并且保持季度平稳，**打破以往2季度发债高峰的规律**。政府债券融资可能保持季度平稳，也即是2季度仍然保持在1.8万亿左右，低于去年的3.0万亿。（3）企业债券融资再次录得负值，企业长债发行低迷。银行利率的下行使得债券市场的吸引力在下降。（4）未贴现银行承兑汇票持续走低，影子银行并未好转。
- **居民信贷持续弱势，企业中长期贷款仍然坚挺**从居民信贷来看，5月份虽然仍属低迷，但环比略有恢复。从企业信贷来看，中长期贷款仍然保持高位，对于基建和制造业的稳增长政策持续。但鉴于1季度企业长期贷款高速增长，2季度和3季度企业中长期贷款可能回落。
- **M1和M2同时回落，企业资金大幅减少**5月份M1和M2增速回落。M1同比增速4.7%，M2增速11.6%。5月份计入M2的居民存款0.71亿，同比减少1.3万亿。存款大幅减少是本月M2同比回落的主要原因。
- **预计二季度新增社融在7万亿左右，社融存量同比增速在9.0%左右**2023年全年新增社融预计在33万亿以上，社融存量规模同比增速约在9%左右，新增信贷在23.7万亿左右，新增信贷增速约在8%左右稳。
- **央行开启降息**央行在6月13日调低了7天逆回购利率10bps至1.9%，下调常备借贷便利利率10bps，按照利率曲线显示MLF和LPR应该会随之下调。央行之所以开启降息主要是因为经济恢复较为缓慢并且难度加大。
- **对汇率的冲击正在消化**6月央行提前降息，货币三角平衡提前打破：（1）汇率受到一定程度的压力，但仍然可控。6月份汇率的持续下行已经隐含了央行的降息。汇率的弱势主要是因为中国经济低迷而带来的，降息有助于稳住经济。（2）央行开启降息后需要一段时间观察期，下一次降息开启需要时间，给与了汇率一定的缓冲期。（3）美联储加息临近结束，给人民币带来的压力减弱。
- **下一次降息可能在3季度**6月份开启的降息比预期提前，但不是本年度最后一次。预计3季度利率仍然能迎来下调。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示：

经济增长不及预期的风险，汇率大幅走低的风险

一、社融信贷增速回落属于正常趋势

2023年5月份社会融资规模1.56万亿，低于去年同期的2.84万亿，同时低于市场预期。2023年5月新增社融增速和信贷增速回落速度加快，社融和信贷表现较为弱势。

5月份社会融资走低主要是表内信贷、政府债券融资、企业债券融资以及银行承兑汇票下降带来的。新增社融和信贷的总体增速回落，但这种回落仍在正常范围内。5月份新增社融增速9.3%，回归正常范围，新增信贷增速17.5%，仍然属于相对高的水平。

第一，社融统计信贷融资下行，但企业和居民的融资增速仍然属于正常，票据融资冲量大幅减少。资金1.22万亿，同比减少6030亿元，金融机构发放的贷款减少，居民贷款仍然较弱，企业贷款比去年同期下滑。2022年5月份是银行宽信用阶段，票据冲量额度较大，而今年5月份企业票据冲量减少，带来了信贷的下滑。从环比来看，5月份贷款环比回升幅度仍然在历史范围内，信贷的表现偏平稳。

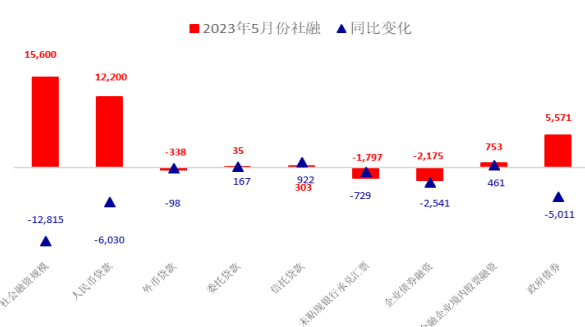
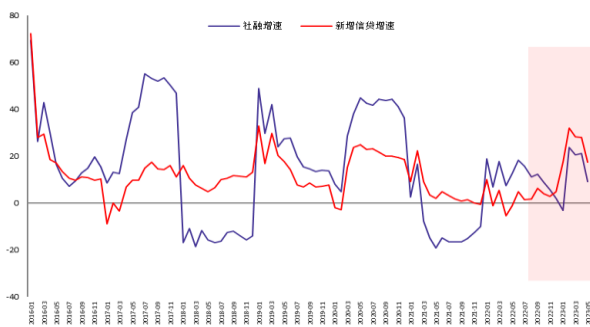
第二，政府债券融资前置，并且保持季度平稳，打破以往2季度发债高峰的规律。5月份政府债券融资5571亿元，同比减少5011亿元，这是政府债券发行节奏带来的变化。1-5月份政府债券融资2.84万亿，略低于去年的3.03万亿。本年度政府债券融资略有提前，1季度融资1.82万亿。政府债券融资可能保持季度平稳，打破以往2季度的融资高峰，也即是2季度仍然保持在1.8万亿左右，低于去年的3.0万亿。全年政府债券融资可能与2022年持平，预计在7万亿左右。

第三，企业债券融资再次录得负值，企业长债发行低迷。鉴于5月份对平台债的担忧、表内信贷利率的回落以及下游需求的低迷，企业债券单月再次录得负值。银行利率的下行使得债券市场的吸引力在下降，这种趋势要延续一段时间，债券市场融资未来相对较弱。

第四，未贴现银行承兑汇票持续走低，影子银行并未好转。5月份未贴现汇票融资-1797亿元，环比上月继续回落，显示企业的经营活跃度仍然不高。信托贷款和委托贷款融资额度较小，银行方面并未放松。

图1：社融和信贷增速回落（%）

图2：社融各部门变化（亿元）

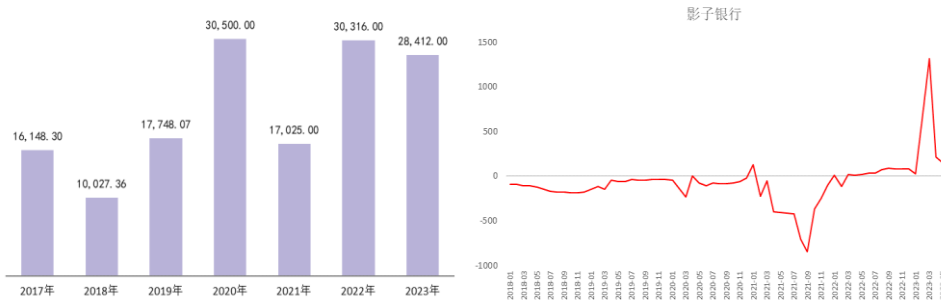


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3：1-5月份政府债券融资额度（%）

图4：影子银行贷款增速回落（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



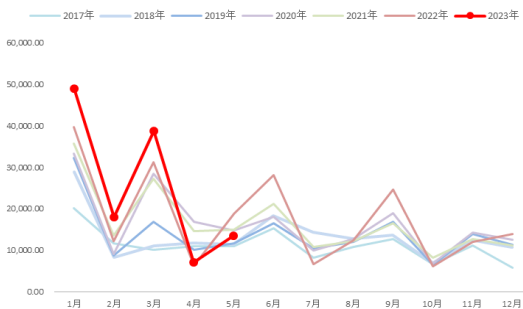
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从年度新增社融和信贷增速来看, 5 月份的下滑速度加快, 但也要清楚这种下滑是正常的。1 季度新增社融和信贷增速创出历史新高, 1 季度开门红后, 社融和信贷增速均保持下滑态势 (2020 年除外)。另外, 经济恢复速度相对较慢, 实体经济需求恢复并不顺畅, 也带来了融资需求回落。而 5 月份新增信贷增速仍然达到 17.5%, 信贷增速与历史同期比较仍然偏高, 未来仍然继续下滑。社会融资的其他部门表现偏弱, 政府融资额度预计与 2022 年持平, 那么社会融资增速也是持续下滑的态势。

预计二季度新增社融在 7 万亿左右, 社融存量同比增速在 9.0% 左右。鉴于央行对经济增长的支持, 2023 年全年新增社融预计在 33 万亿以上, 社融存量规模同比增速约在 9% 左右, 新增信贷在 23.7 万亿左右, 新增信贷增速约在 8% 左右。

图 5: 金融机构人民币贷款环比回升 (%)

图 6: 贷款余额增速回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、居民信贷持续弱势, 企业中长期贷款仍然坚挺

2023 年 5 月份新增信贷增速回落。居民信贷 3672 亿, 其中短期贷款 1988 亿, 中长期贷款 1684 亿。企业贷款仅有 6893 亿元。企业信贷 8558 亿, 其中短期贷款 350 亿, 中长期贷款 7698 亿。

从居民信贷来看, 5 月份居民贷款虽然仍属低迷, 但环比略有恢复。居民短期贷款的负增长处于低位修复状态, 5 月份的汽车销售以及旅游出行需求带动了短期贷款的上行。居民中

期贷款处于低位，一方面和地产销售有关，5月房地产市场高频数据销售端仍然弱势，另一方面存在部分居民提前还贷，存量贷款减少。

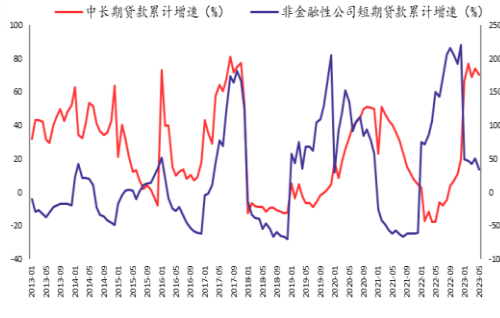
从企业信贷来看，5月份中长期贷款仍然保持高位，对于基建和制造业的稳增长政策持续，对企业信贷带来支持。但鉴于1季度企业长期贷款高速增长，2季度和3季度企业中长期贷款可能回落。

图 7：居民中长期贷款增速回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：企业中长期贷款仍在高位 (%)



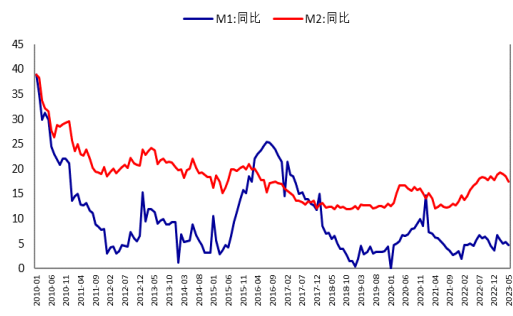
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、M1 和 M2 同时回落，企业资金大幅减少

5月份 M1 和 M2 增速回落。5月份 M1 同比增速 4.7%，比上月回落 0.6 个百分点。企业存款回落，带来了 M1 增速下行。

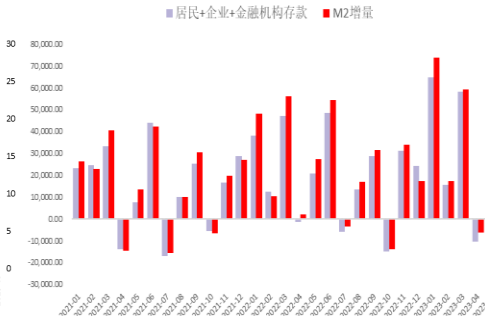
5月份 M2 增速 11.6%，比上月减少 0.3 个百分点。5月 M2 增量 1.2 万亿，同比减少了 1.5 万亿。其中 5 月份计入 M2 的居民存款 0.71 亿，同比减少 1.3 万亿。存款大幅减少是本月 M2 同比回落的主要原因。

图 9：M1 和 M2 增速回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：M2 增量与存款增量 (亿)

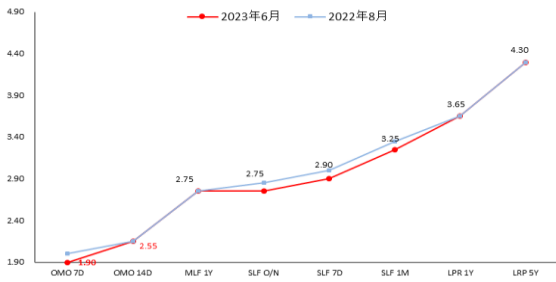


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、央行开启降息

央行继 3 月开启降准后，在 6 月 13 日调低了 7 天逆回购利率 10bps 至 1.9%，下调常备借贷便利利率 10bps。本次降息没有结束，按照利率曲线显示之后的 MLF 和 LPR 应该会随之下调，而不确定的是长端和短端下调的幅度。

图 11: 政策利率曲线 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 人民币汇率面临压力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

央行在 6 月份改变了货币政策态度。3 月 3 日央行行长易纲在国新办发布会上表态实际利率水平是合适的，4 月 14 货币政策委员会一季度例会公告删除了“逆周期调节”表述，5 月 15 日央行一季度货币政策执行报告写到“搞好逆周期调节”，6 月 9 日易纲行长在上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作座谈会上提到“加强逆周期调节”。

央行之所以开启降息主要是因为经济恢复较为缓慢并且难度加大，居民消费恢复迟缓，房地产仍然较为低迷，央行开启降息给实体经济减负，同时一定程度刺激经济增长。

6 月份我国汇率水平处于低位，央行在汇率-利率-通胀中艰难选择。货币三角平衡提前打破：(1) 汇率受到一定程度的压力，但仍然可控。6 月份汇率的持续下行已经隐含了央行的降息。汇率的弱势主要是因为中国经济低迷而带来的，降息有助于稳住经济。(2) 央行开启降息后需要一段时间观察期，下一次降息开启需要时间，给与了汇率一定的缓冲期。(3) 美联储加息临近结束，给人民币带来的压力减弱。6 月份开启的降息比预期提前，但不是本年度最后一次。预计 3 季度利率仍然能迎来下调。

分析师简介及承诺

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn