

如何避免“流动性陷阱”？

定期报告

金融数据速评（2024.5）·暨双循环周报（第62期）

投资要点

- ◆ **新增信贷持续低迷，地产基建需求同步降温，居民企业资产负债表扩张持续放缓。**5月新增信贷仅9500亿，低基数下同比大幅少增4100亿，结构上呈现两大特征：1)居民户贷款、以及居民中长贷5月分别仅增加757亿、514亿，分别再度同比大幅少增2915亿、1170亿，为连续第4个月同比少增，显示地产放松新政推出以来短期效果尚不显著有待进一步观察，由人口结构变化和房价收入比与工业化布局的区域性倾斜问题所导致的长期地产需求下行趋势尚未得到根本性扭转。2)5月与广义基建直接挂钩的企业中长贷仅新增5000亿，同比少增近2700亿，显示电力能源、信息通信等2023年依靠企业中长贷实现高增的基础设施领域投资需求内生性降温，同时年初以来专项债发行缓慢也对传统基建领域的配套债务融资形成一定掣肘，预计二至三季度基建投资增速可能一定程度延续4月的降温态势。3)5月企业票据融资和短期贷款合计同比多增约1600亿，较4月多增程度有所收窄，短期贷款和票据融资主要用于企业经营周转，无法完全通过滚动替代中长贷。
- ◆ **普通国债和专项债发行提速，低基数下财政扩表带动社融有所回暖。**5月社融结束了连续3个月的同比少增，当月新增近2.07万亿，低基数下同比多增5132亿。有所回暖的主要原因是政府债券发行有所加快，5月政府债券新增融资高达1.23万亿，同比多增近6700亿，较好地对冲了对实体人民币贷款同比少增超4000亿的情形。从政府债券结构来看，考虑到5月特别国债发行仅800亿，专项债同比多发一千多亿，主要同比明显多增的应是普通国债。但考虑到今年预算赤字率为3.0%，与去年增发万亿国债前的水平相同，普通国债发行单月加速之后很难持续，后续仍需期待专项债和超长期特别国债发行进一步加速。5月企业债券新增313亿，同比多增2457亿，但去年同期企业债券净减少较多，构成去年同期基数显著走低的主要原因，因此今年5月的同比改善并不具有明显的可持续性。在当前地方债务风险加快化解的背景下，预计城投债发行速度难以大幅提升，后续基建投资仍需以广义财政支出实现牵引带动。
- ◆ **信用需求持续疲弱拖累M2同比增速再度下滑，连创历年新低。**5月M2同比增速受居民和企业部门信用需求持续降温的拖累而再度下行0.2个百分点至7.0%，再创新低。5月居民和企业部门存款分别大幅少增1164亿和6607亿，与此同时非银金融机构新增存款同比多增高达8379亿，一方面显示存款进一步向理财和证券市场回流，另一方面也显示出居民和企业部门信用需求持续降温的背景下，贷款创造的存款在不断减少。随着政府债券融资加速，资金短期归集在政府部门广义资产负债表中，5月新增财政存款7633亿，同比多增达5264亿，也构成M2增速的一个抵消项。5月M1同比跌幅较4月显著扩大2.8个百分点至-4.2%，同样创出有数据以来最低记录，一方面显示企业活期存款或加速向理财和金融市场流动，另一方面也与地产需求持续降温有关。
- ◆ **企业和居民信用需求降温阶段，如何避免“流动性陷阱”出现？**一方面，货币政策因应房地产、地方债务两大风险加速化解的经济结构调整优化的阶段性特征，充分考虑到居民和企业部门内生性的信用需求降温趋势、以及美元指数维持高位对人民币汇率带来的外溢性贬值压力，在流动性投放和政策利率曲线调整方面可能向中性区间有所收敛。另一方面，政府部门、特别是宏观杠杆率增长更为稳健的中央政府广义财政，需以更大的力度和速度承担起对冲性加杠杆的角色，但这一过程中又需坚持对投资项目收益的较高判定标准，以避免新一轮低效政府债务风险积聚，这也在某种程度上意味着超长期特别国债的发行和使用仍将力求稳健，难以大幅提速；而中央一般预算内普通国债的增发，无论对于以补贴促进耐用品消费、还是对于拉动预算内公益性投资来说，当前都已经成为一个颇具紧迫性的现实的政策选项。
- ◆ **风险提示：**企业、居民信用融资需求降温快于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

薪资、房租、汇率：鲍威尔的三大超预期逻辑意味着什么？——美联储FOMC会议点评（2024.6） 2024.6.13

美国核心CPI见底蓄势反弹的两大迹象——美国CPI点评（2024.5） 2024.6.13

消费内需仍有很大促进空间——CPI、PPI点评（2024.5） 2024.6.12

华金宏观·双循环周报（第61期）-美国强劲的就业或将迫使欧央行加速降息 2024.6.8

出口基数已经见底，外部环境更需重视——国际贸易数据点评（2024.5） 2024.6.7



内容目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 如何避免“流动性陷阱”？ | 3 |
| 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） | 6 |

图表目录

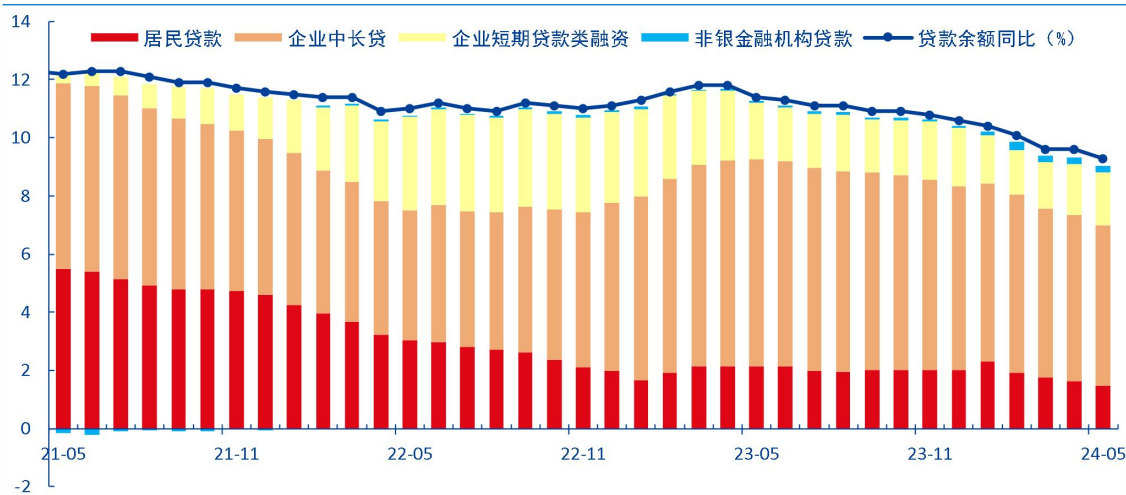
| | |
|--|---|
| 图 1：贷款余额同比及贡献结构（%） | 3 |
| 图 2：社融存量同比及贡献结构（%） | 4 |
| 图 3：新增存款同比多增结构（12MMA, RMB bn） | 4 |
| 图 4：M2、社融存量、贷款余额同比（%） | 5 |
| 图 5：全球股市：本周欧洲主要股指普遍下跌，美股及 A 股科创 50 涨幅靠前 | 6 |
| 图 6：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股 TMT 板块领涨，交运板块跌幅较深 | 6 |
| 图 7：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块领涨，金融板块跌幅较深 | 6 |
| 图 8：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率普遍下行 | 7 |
| 图 9：中国国债收益率变动幅度：本周中国长端国债收益率下行 | 7 |
| 图 10：本周中国国债短端收益率下行约 1BP（%） | 7 |
| 图 11：中美 10Y 利差继续收窄（%） | 7 |
| 图 12：10Y 国开债与国债利差有所缩小（%） | 8 |
| 图 13：3Y 信用利差小幅扩大，1Y 信用利差较上周持平（BP） | 8 |
| 图 14：美联储本周资产规模小幅增加（USD bn） | 8 |
| 图 15：主要央行政策利率（%） | 8 |
| 图 16：全球汇率：美元指数周内大幅震荡重回 105 | 8 |
| 图 17：受美元走强外溢影响，人民币小幅贬值 | 8 |
| 图 18：本周金价较上周基本持平 | 9 |
| 图 19：本周原油价格有所回温 | 9 |
| 图 20：6 月上旬无烟煤价格加速上涨 | 9 |
| 图 21：本周铜价小幅上行 | 9 |

如何避免“流动性陷阱”？

一、新增信贷持续低迷，地产基建需求同步降温，居民企业资产负债表扩张持续放缓。

5月新增信贷仅9500亿，低基数下同比大幅少增4100亿，结构上呈现两大特征：1) 居民户贷款、以及居民中长贷5月分别仅增加757亿、514亿，分别再度同比大幅少增2915亿、1170亿，为连续第4个月同比少增，显示地产放松新政推出以来短期效果尚不显著有待进一步观察，由人口结构变化和房价收入比与工业化布局的区域性倾斜问题所导致的长期地产需求下行趋势尚未得到根本性扭转。2) 5月与广义基建直接挂钩的企业中长贷仅新增5000亿，同比少增近2700亿，显示电力能源、信息通信等2023年依靠企业中长贷实现高增的基础设施领域投资需求内生性降温，同时年初以来专项债发行缓慢也对传统基建领域的配套债务融资形成一定掣肘，预计二至三季度基建投资增速可能一定程度延续4月的降温态势。3) 5月企业票据融资和短期贷款合计同比多增约1600亿，较4月多增程度有所收窄，短期贷款和票据融资主要用于企业经营周转，无法完全通过滚动替代中长贷。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

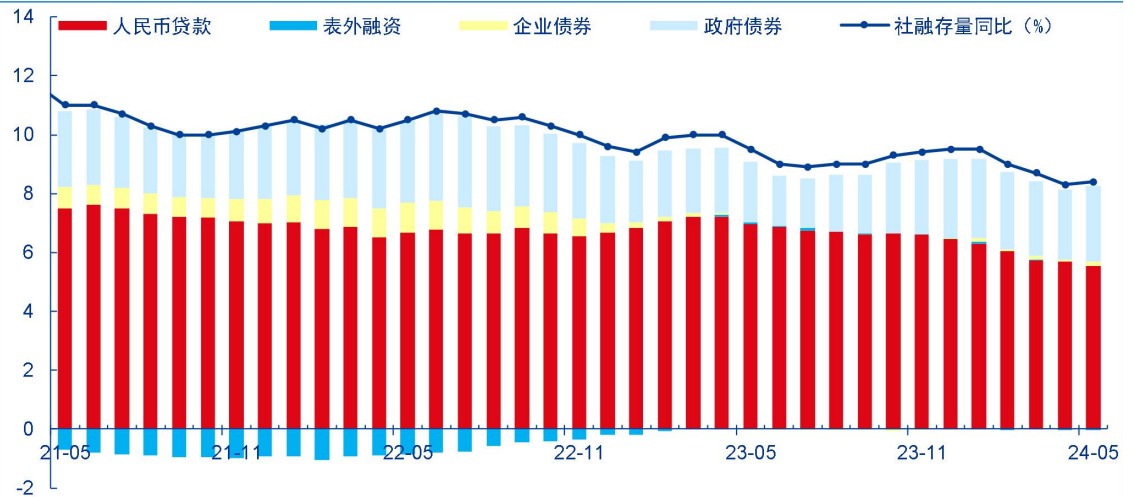


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、普通国债和专项债发行提速，低基数下财政扩表带动社融有所回暖。

5月社融结束了连续3个月的同比少增，当月新增近2.07万亿，低基数下同比多增5132亿。有所回暖的主要原因是政府债券发行有所加快，5月政府债券新增融资高达1.23万亿，同比多增近6700亿，较好地对冲了对实体人民币贷款同比少增超4000亿的情形。从政府债券结构来看，考虑到5月特别国债发行仅800亿，专项债同比多发一千多亿，主要同比明显多增的应是普通国债。但考虑到今年预算赤字率为3.0%，与去年增发万亿国债前的水平相同，普通国债发行单月加速之后很难持续，后续仍需期待专项债和超长期特别国债发行进一步加速。5月企业债券新增313亿，同比多增2457亿，但去年同期企业债券净减少较多，构成去年同期基数显著走低的主要原因，因此今年5月的同比改善并不具有明显的可持续性。在当前地方债务风险加快化解的背景下，预计城投债发行速度难以大幅提升，后续基建投资仍需以广义财政支出实现牵引带动。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)

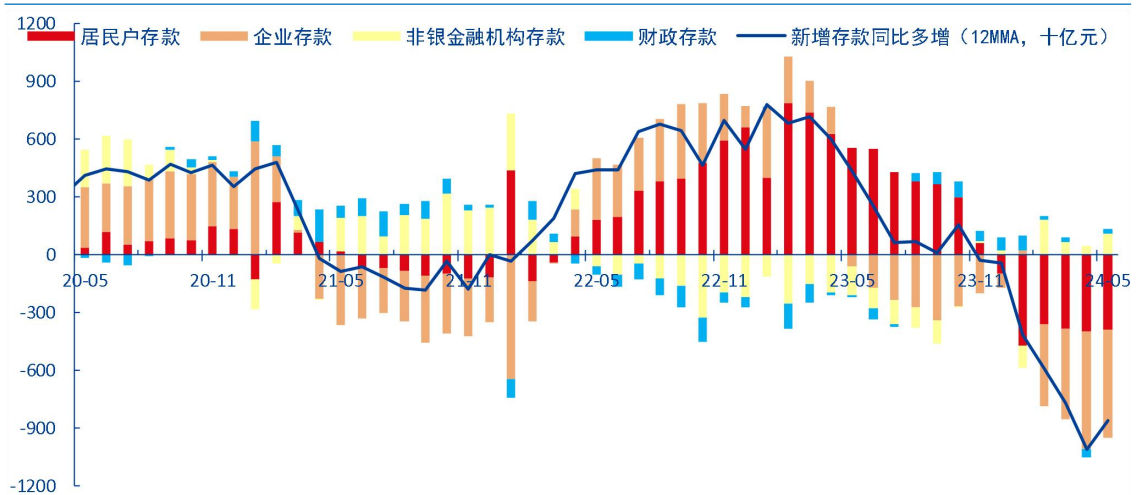


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、信用需求持续疲弱拖累 M2 同比增速再度下滑，连创历年新低。

5 月 M2 同比增速受居民和企业部门信用需求持续降温的拖累而再度下行 0.2 个百分点至 7.0%，再创新低。5 月居民和企业部门存款分别大幅少增 1164 亿和 6607 亿，与此同时非银金融机构新增存款同比多增高达 8379 亿，一方面显示存款进一步向理财和证券市场回流，另一方面也显示出居民和企业部门信用需求持续降温的背景下，贷款创造的存款在不断减少。随着政府债券融资加速，资金短期归集在政府部门广义资产负债表中，5 月新增财政存款 7633 亿，同比多增达 5264 亿，也构成 M2 增速的一个抵消项。5 月 M1 同比跌幅较 4 月显著扩大 2.8 个百分点至 -4.2%，同样创出有数据以来最低记录，一方面显示企业活期存款或加速向理财和金融市场流动，另一方面也与地产需求持续降温有关。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



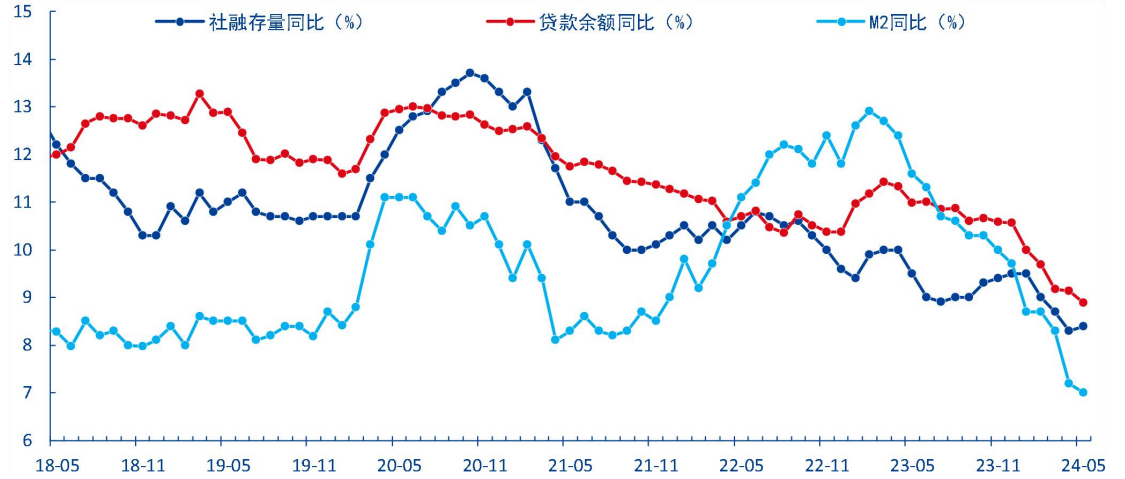
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、企业和居民信用需求降温阶段，如何避免“流动性陷阱”出现？

一方面，货币政策因应房地产、地方债务两大风险加速化解的经济结构调整优化的阶段性特征，充分考虑到居民和企业部门内生性的信用需求降温趋势、以及美元指数维持高位对人民币汇率带来的外溢性贬值压力，在流动性投放和政策利率曲线调整方面可能向中性区间有所收敛。另

一方面，政府部门、特别是宏观杠杆率增长更为稳健的中央政府广义财政，需以更大的力度和速度承担起对冲性加杠杆的角色，但这一过程中又需坚持对投资项目收益的较高判定标准，以避免新一轮低效政府债务风险积聚，这也在某种程度上意味着超长期特别国债的发行和使用仍将力求谨慎，难以大幅提速；而中央一般公共预算内普通国债的增发，无论对于以补贴促进耐用品消费、还是对于拉动预算内公益性投资来说，当前都已经成为一个颇具紧迫性的现实的政策选项。

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)

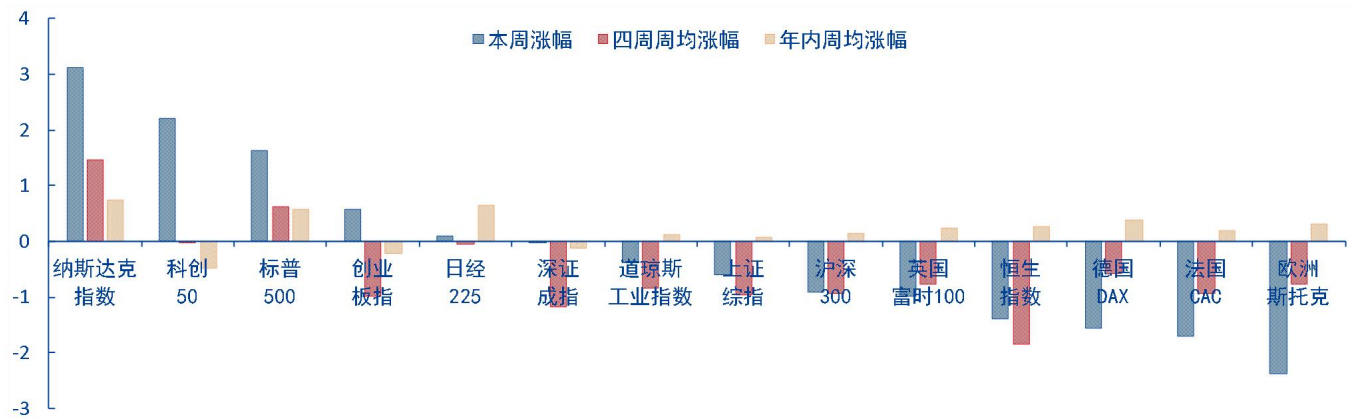


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 企业、居民信用融资需求降温快于预期风险。

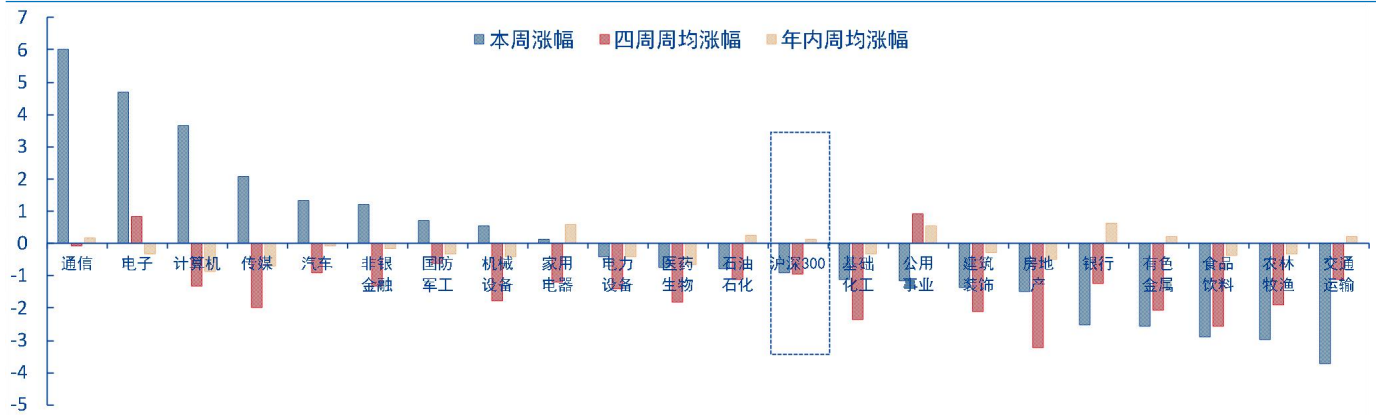
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 5: 全球股市: 本周欧洲主要股指普遍下跌, 美股及 A 股科创 50 涨幅靠前



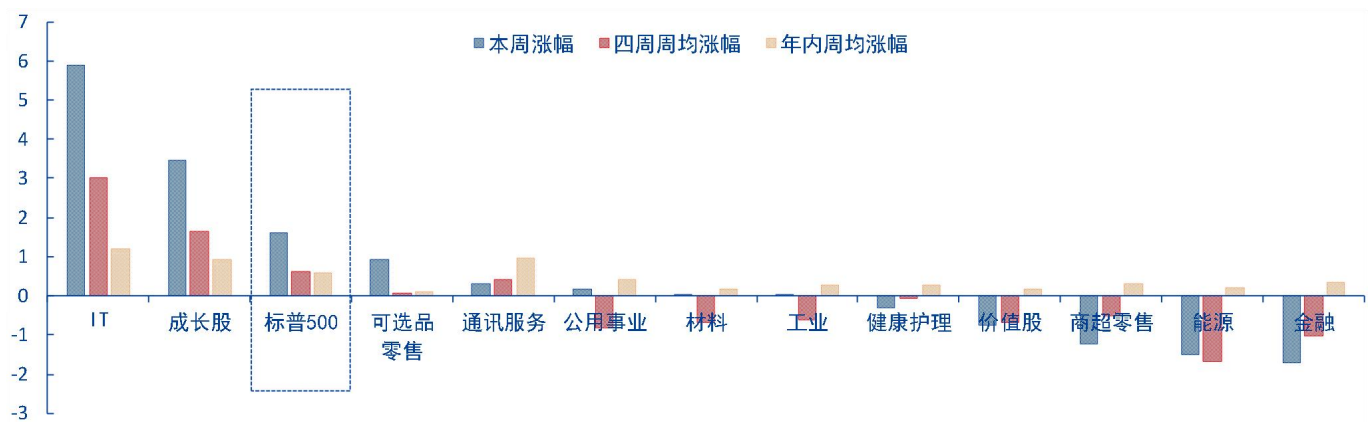
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股 TMT 板块领涨, 交运板块跌幅较深



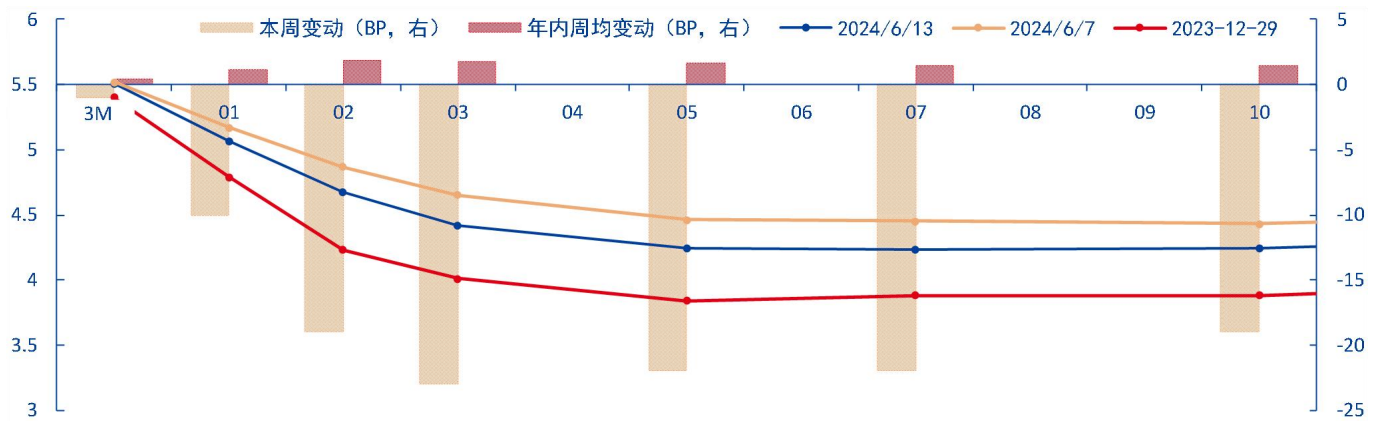
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股 IT 板块领涨, 金融板块跌幅较深



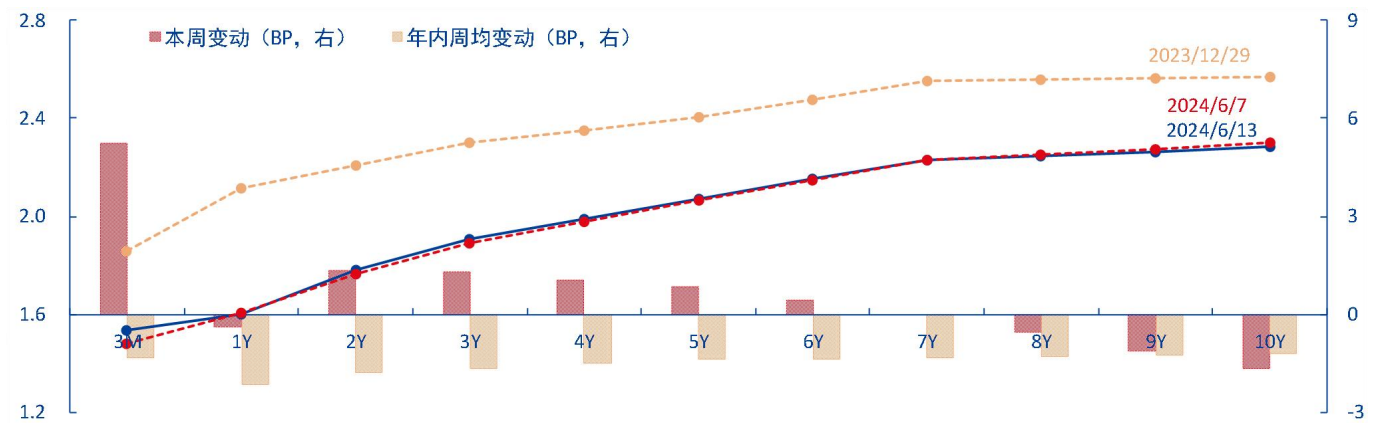
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率普遍下行



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 9：中国国债收益率变动幅度：本周中国长端国债收益率下行



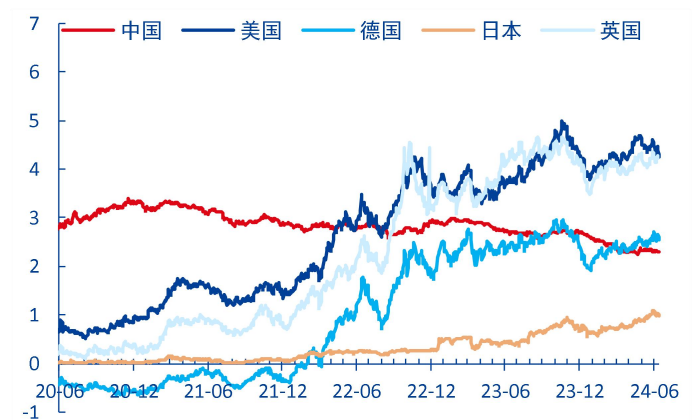
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：本周中国国债短端收益率下行约 1BP（%）



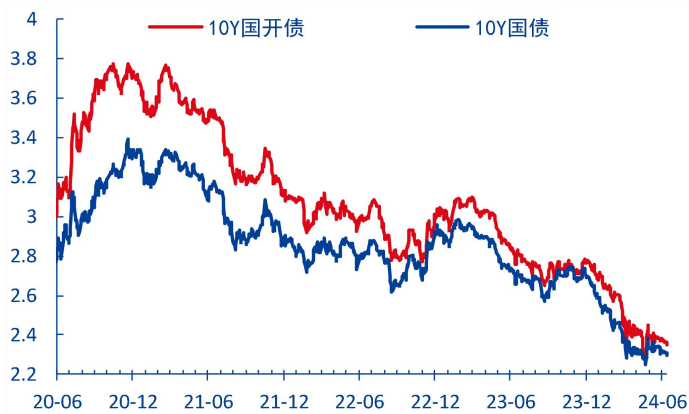
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11：中美 10Y 利差继续收窄（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 12: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)



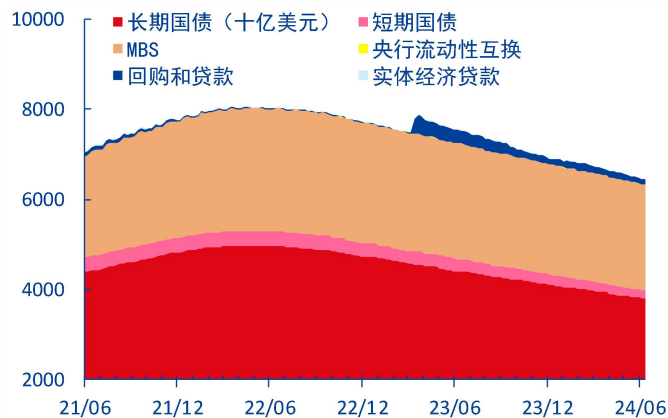
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 3Y 信用利差小幅扩大, 1Y 信用利差较上周持平 (BP)



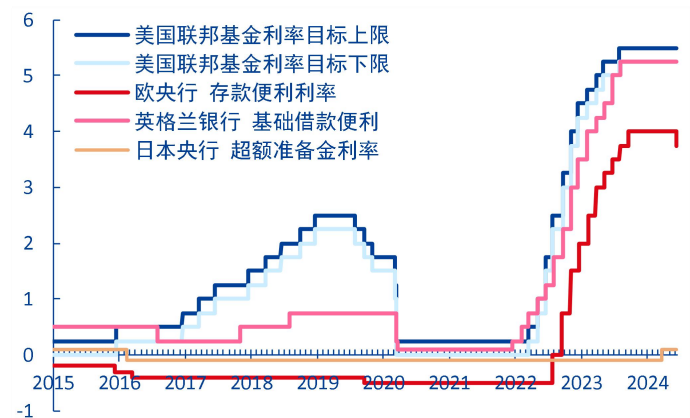
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美联储本周资产规模小幅增加 (USD bn)



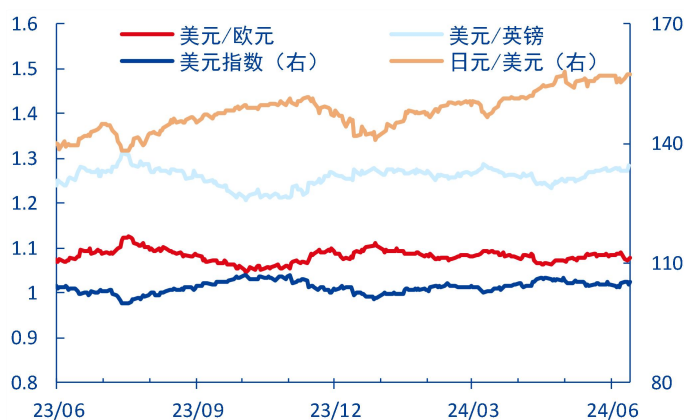
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 主要央行政策利率 (%)



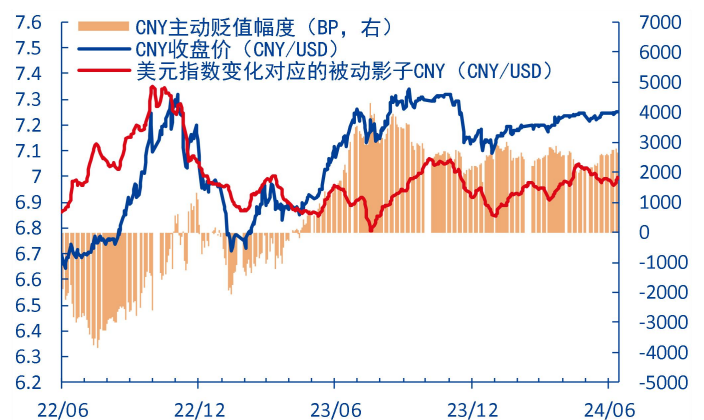
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 全球汇率: 美元指数周内大幅震荡重回 105



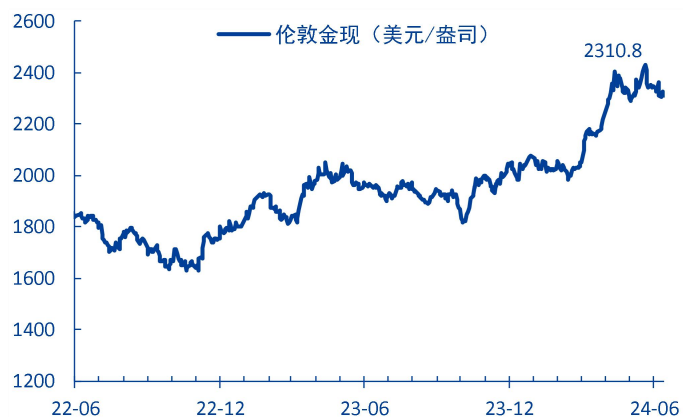
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 受美元走强外溢影响, 人民币小幅贬值



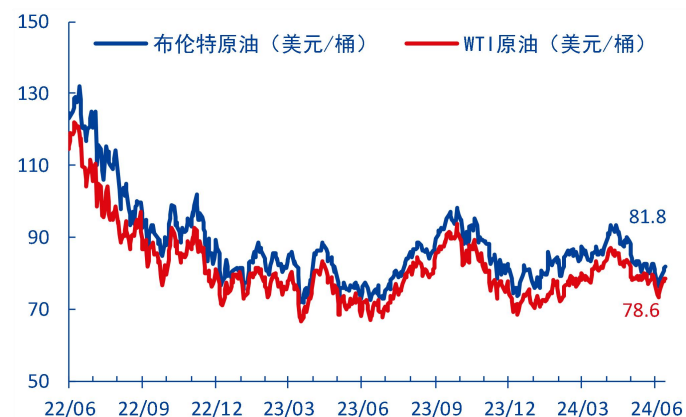
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 本周金价较上周基本持平



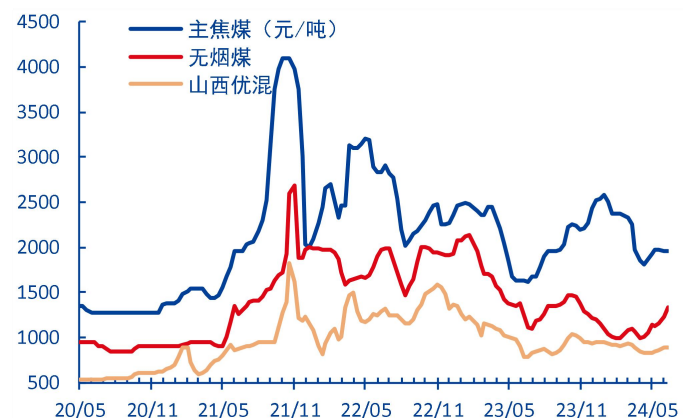
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周原油价格有所回温



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 6 月上旬无烟煤价格加速上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn