

2024年06月15日

近期金融数据异动的长短期因素

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

事件：5月社会融资规模净增长20692亿元，前值净减少720亿元；新增人民币贷款9500亿元，前值7300亿元。

● 影响近期金融数据的阶段性和长期因素分解

1.1、存款方面，M1、M2增速连续4个月下滑。**阶段性因素：**监管禁止手工补息、存款向理财分流、M2基数较高等。**长期因素：**企业经营预期无明显改善，资金活化程度仍弱；信贷增长放缓；M1口径存在局限性等。

1.2、信贷社融总量与结构走弱的阶段性因素：2024年化债背景下地方国企降杠杆，对企业债券、企业贷款增速有较为显著的负面影响；金融业“挤水分”行动对银行考核方式有所转变，叠加监管对“开门红”等信贷冲量行为管控增加，金融机构平滑信贷节奏。**长期因素包括：**实体需求不足，地产销售有待回升；政府债券发行进度不及往年，财政扩张对社融的支撑力度边际下滑；我国产业结构转型，“要转变片面追求规模的传统思维”。

1.3、还有怎样的政策空间？金融数据何时见底？

尽管货币信贷增速放缓并不意味着金融支持实体力度减弱，但实体需求仍需更大力度的政策提振。**货币方面，**降息或仍值得期待。**财政方面，**特别国债已发，专项债节奏加快后放缓，财政力度有待提升。禁止手工补息的影响或在三季度逐渐减弱，化债严控增量和金融业“挤水分”或将持续全年，因此，M1、M2增速可能自三季度边际企稳，但短期较难看到阶段性影响回落对金融数据的改善。若实体需求或财政力度无实质性好转，金融数据可能延续低增。

相关研究报告

《试论地产需求政策的有效性边界—宏观深度报告》-2024.6.14

《美联储对降息时点的确定仍缺乏信心—6月FOMC会议点评》-2024.6.13

《猪肉价格或进入上行周期—宏观经济点评》-2024.6.12

● 5月人民币信贷：票据融资支撑企业信贷多增

5月信贷总量增加9500亿元，同比少增4100亿元，居民、企业端皆少增，票据为**主力支撑项。**

居民存款受提前还贷影响少增。5月居民贷款新增757亿元，创近十年来5月最低，同比少增2915亿元。结构方面短贷和中长贷双弱，分别同比少增1745亿元、1170亿元。居民贷款持续走弱或反映居民仍存在提前还贷情况，5月17日一系列地产刺激政策或对个人中长期贷款有边际提振作用，具体效果还需关注后续贷款数据。

企业贷款总量和结构转弱。企业贷款新增7400亿元，同比少增1158亿元。表内票据融资同比多增3152亿元，票据环比回落但仍是信贷主要支撑。5月企业中长贷延续低于季节性水平（低于近5年均值）。地方城投债务缩减叠加基建项目储备不足或是企业中长贷放缓的主因。

● 5月社融：直接融资强于间接融资

5月社融增加20692亿元，同比少增5132亿，环比改善。结构上看，政府债券和企业债券表现较强，间接融资偏弱。5月政府债券同比多增6682亿元，地方政府债净融资额约为3924亿元，进度显著加快。20年、30年超长期特别国债各发行400亿元，国债净融资额6913亿元。企业债券同比多增2457亿元，或反映信用债供给边际改善，但城投企业受化债影响或持续收窄直接融资。社融口径人民币信贷同比少增4062亿元，是最主要的拖累项。

● 广义货币：居民和企业存款向非银转移

M1增速下降2.8个百分点至-4.2%，创历史最低增速。M2增速下降0.2个百分点至7%。均低于市场预期。

存款结构方面，企业存款大幅减少，非银存款增加。5月居民存款同比减少1164亿元，企业存款同比减少6607亿元。财政存款同比增加5264亿元，财政支出力度减弱。

M1降幅扩大，主因是禁止手工补息政策的影响持续发酵。由于手工补息更多涉及企业活期存款，活期存款为寻找更高回报率选择出表，对M1造成扰动。但该政策对存款的大规模扰动或不能持续。但另一方面，M1统计口径在当下的局限性或也限制其再难回到过去的增速，该指标对活跃资金的指示意义逐渐下降，应从更全面的角度看待。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

目 录

1、影响金融数据的阶段性因素和长期因素分解.....	3
1.1、存款方面，M1、M2 增速连续 4 个月下滑	3
1.2、信贷社融方面，总量与结构均有较大提升空间.....	4
1.3、还有哪些政策手段？金融数据何时见底？	5
2、5 月人民币信贷：票据融资支撑企业信贷多增.....	5
3、5 月社融：直接融资强于间接融资	6
4、广义货币：居民和企业存款向非银转移.....	7
5、风险提示	8

图表目录

图 1：M2 基数较高或对 2024 年读数有一定影响	3
图 2：5 月国债净融资额有所提升	4
图 3：地方政府债券始终低于季节性水平	4
图 4：受阶段性因素影响相对较小的短期贷款同样持续少增	5
图 5：5 月除票据外分项均同比少增	6
图 6：企业中长贷结束高增趋势	6
图 7：5 月政府债券同比大幅多增	7
图 8：5 月社融增速小幅回升	7
图 9：5 月企业和居民存款向非银存款转移.....	8

1、影响金融数据的阶段性因素和长期因素分解

2024年以来，信贷社融和货币供应量指标走势疲软，引发市场关注。一直以来，金融数据不仅能反映金融领域状况，更能反映实体经济的真实波动，进而对资产价格有一定领先意义。2024年以来的金融数据的“弱”，有阶段性原因，也有长期因素，其中长期因素或更能反映实体。在监管“不过多关注信贷波动”的背景下，我们该如何跟踪和理解金融数据？偏弱的金融数据会持续多久？

1.1、存款方面，M1、M2增速连续4个月下滑

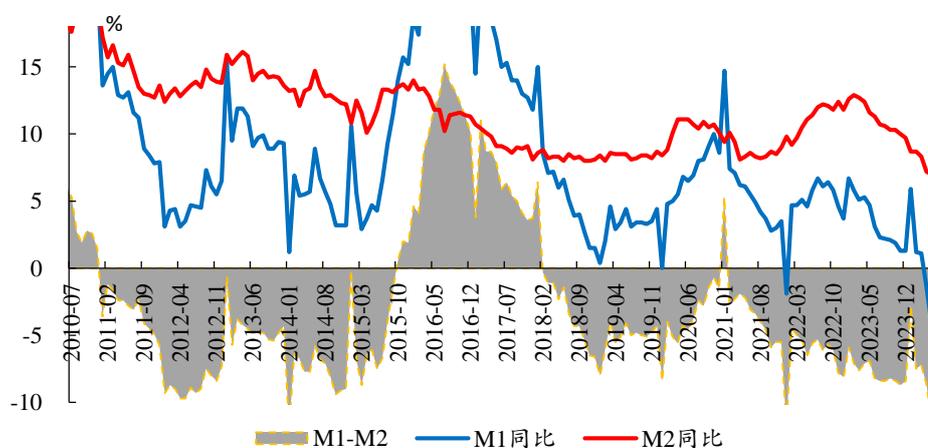
1、阶段性因素包括：

(1) 监管禁止手工补息，企业存款大幅流出，直接造成M1连续两月负增。但从长期看，补息存款在银行总存款中规模有限，且存款长期趋于回归表内，对M1、M2增速造成的波动或将减弱。

(2) 存款向理财分流。2022年9月以来，商业银行共下调了4轮存款挂牌利率，个人定期存款利率不断降至新低，理财产品对存款的替代有所增加。

(3) 2023年M2基数较高。2023年M2月度增速在10%-12%左右，在近五年也属偏高水平，高基数对2024年同比读数有一定影响。

图1：M2基数较高或对2024年读数有一定影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、长期性因素（深层次因素）包括：

(1) 企业经营预期无明显改善，资金活化程度仍弱。禁止手工补息是4月8日宣布，但3月起M1增速已降至近3年低位，反映企业经营景气度持续偏弱。

(2) 信贷增长放缓导致货币派生速度缓慢。贷款派生存款是M2最主要的增长来源，贷款增速下滑对M2有拖累作用。

(3) M1口径有一定局限性，并不能完全描述金融创新和支付手段多样化发展后的活跃资金。

1.2、信贷社融方面，总量与结构均有较大提升空间

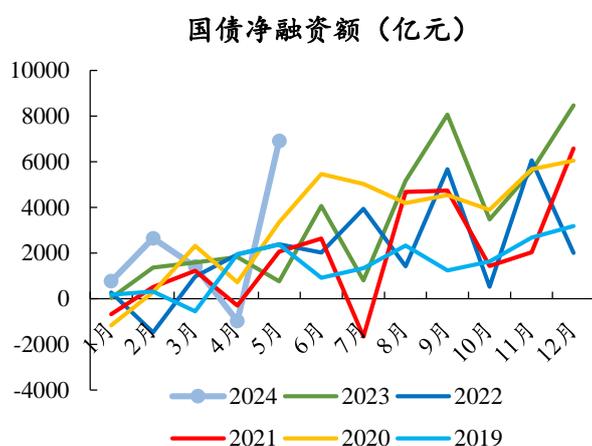
1、阶段性因素包括：

(1) 2024 年化债背景下地方国企降杠杆，对企业债券、企业贷款增速有较为显著的负面影响。

(2) 政府债券发行进度不及往年，财政扩张对社融的支撑力度边际下滑。

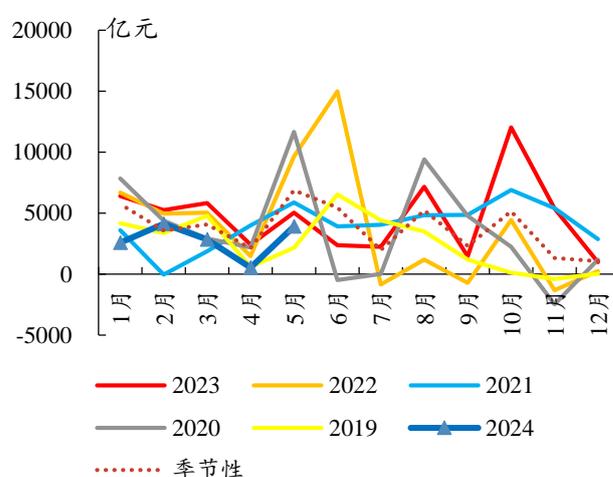
(3) 金融业“挤水分”行动对银行考核方式有所转变，叠加监管对“开门红”等信贷冲量行为管控增加，或开启信贷的新增长模式。该项因素未来将逐渐成为长期性因素。

图2：5月国债净融资额有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：地方政府债券始终低于季节性水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

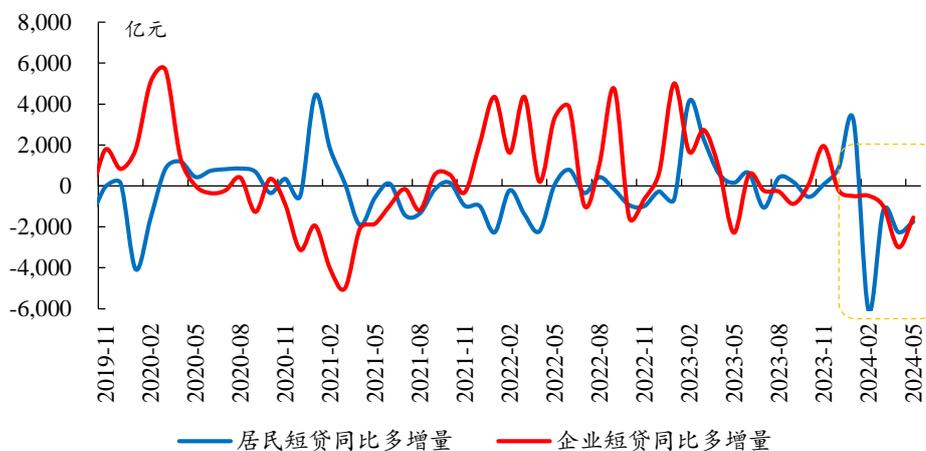
2、长期性因素（深层次因素）包括：

(1) 居民和企业需求不足，地产销售有待回升，居民加杠杆意愿和能力不强。企业贷款以基建类贷款为主，项目储备进度较为缓慢。

(2) 提前还贷现象仍较严重，且禁止手工补息一定程度上加剧该现象。

(3) 我国产业结构转型。人民银行不止一次提示，当前我国信贷增长与经济增长关系趋弱、且信贷存量已经高企，信贷难以维持过往的高增速，“要转变片面追求规模的传统思维”。

总体来看，“寒冷”的金融数据是由多方面原因造成，阶段性因素叠加导致数据波动加大。一方面，2024 年“严防资金空转”“控制增量债务”监管趋严，对存款、贷款都有不同于往年程度的扰动。另一方面，财政扩张支撑实体的力度稍显不足。但要看到，金融反映实体真实波动的部分依然有效。剔除阶段性因素后，金融指标长期的下行或与居民和企业收入预期偏弱、内需不足、和经济结构经历转型有关。

图4：受阶段性因素影响相对较小的短期贷款同样持续少增


数据来源：wind、开源证券研究所

1.3、还有哪些政策手段？金融数据何时见底？

尽管货币信贷增速放缓并不意味着金融支持实体力度减弱，但实体需求仍需更大力度的政策提振。地产政策一马当先，5月17日一线城市开启了较大力度的地产需求侧放松，对居民加杠杆意愿的影响尚未反映在5月金融数据中，后续随着房价企稳，居民中长贷有望改善。此外，保障房收储的3000亿再贷款作为金融加力支持房地产的证明，后续可观察其使用进度和拉动效果。

货币方面，降息或仍值得期待。2024年上半年央行对降息的态度较为谨慎。降息将降低实体贷款成本，特别是房贷利率，进一步刺激地产需求回升。

财政方面，特别国债已发，专项债节奏加快后放缓，财政力度有待提升。5月超长期特别国债发行，专项债加速，有效支撑社融平稳增长。但截至6月14日，专项债发行进度再次回落，6月专项债发行规模或大幅不及五月。预计6月社融增速可能延续下滑态势。

阶段性因素方面，禁止手工补息的影响或在三季度逐渐减弱，化债严控增量和金融业“挤水分”或将持续全年，因此，M1、M2增速可能自三季度边际企稳，但短期较难看到阶段性影响回落对金融数据的改善。若实体需求或财政力度无实质性好转，金融数据可能延续低增。

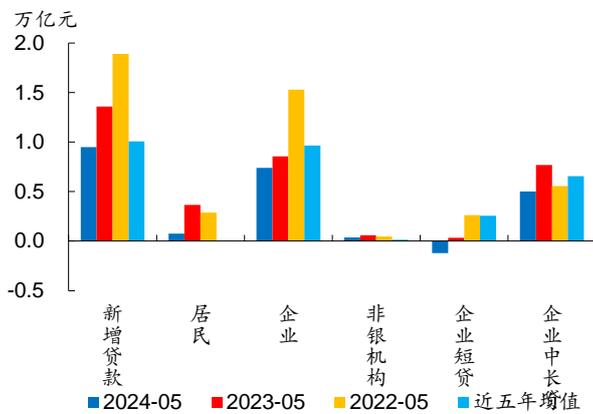
2、5月人民币信贷：票据融资支撑企业信贷多增

5月信贷总量增加9500亿元，同比少增4100亿元，居民、企业端皆少增，票据为主力支撑项。

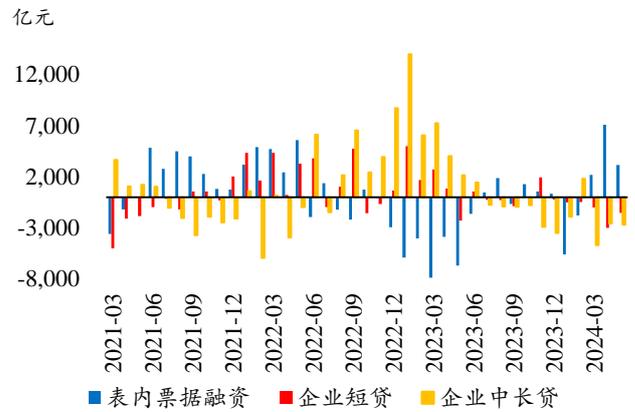
居民存款受提前还贷影响少增。5月居民贷款新增757亿元，创近十年来5月最

低，同比少增 2915 亿元。结构方面短贷和中长贷双弱，分别同比少增 1745 亿元、1170 亿元。居民贷款持续走弱或反映居民仍存在提前还贷情况，5 月 17 日一系列地产刺激政策或对个人中长期贷款有边际提振作用，具体效果还需关注后续贷款数据。

企业贷款总量和结构转弱。企业贷款新增 7400 亿元，同比少增 1158 亿元。企业中长贷同比少增 2698 亿元，企业短贷同比少增 1550 亿元，表内票据融资同比多增 3152 亿元。5 月企业中长贷延续低于季节性水平（低于近 5 年均值）。地方城投债务缩减叠加基建项目储备不足或是企业中长贷放缓的主因。**票据环比回落但仍是信贷主要支撑**，实体需求偏弱时金融机构依旧会选择增加票据承兑。非银贷款同比少增 241 亿元，与票据融资一起成为信贷增长的支撑。

图5：5月除票据外分项均同比少增


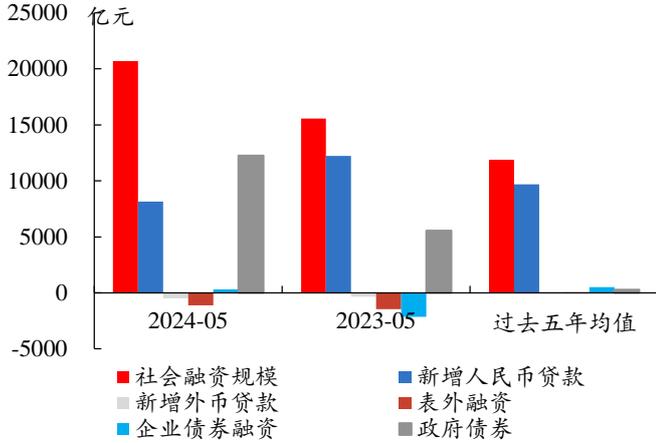
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：企业中长贷结束高增趋势


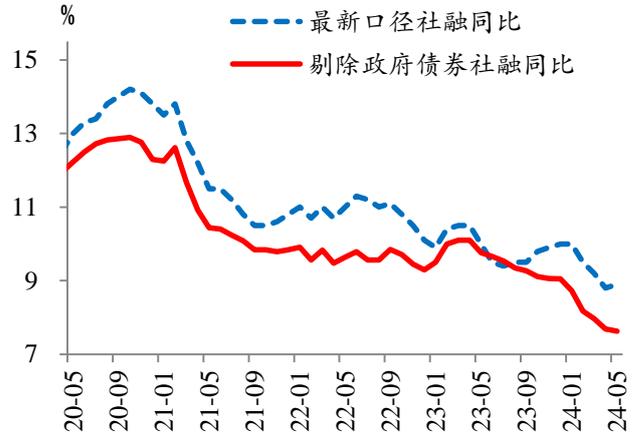
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、5月社融：直接融资强于间接融资

5 月社融增加 20692 亿元，同比少增 5132 亿，环比改善。**结构上看，政府债券和企业债券表现较强，间接融资偏弱。**5 月政府债券同比多增 6682 亿元。5 月地方政府债净融资额约为 3924 亿元，进度显著加快。20 年、30 年超长期特别国债各发行 400 亿元，5 月国债净融资额 6913 亿元。企业债券同比多增 2457 亿元，或反映信用债供给边际改善，但城投企业受化债影响或持续收窄直接融资。社融口径人民币信贷同比少增 4062 亿元，是最主要的拖累项。非标融资同比多增 341 亿元。未贴现银行承兑汇票小幅多增。

图7：5月政府债券同比大幅多增


数据来源：Wind、开源证券研究所；

图8：5月社融增速小幅回升


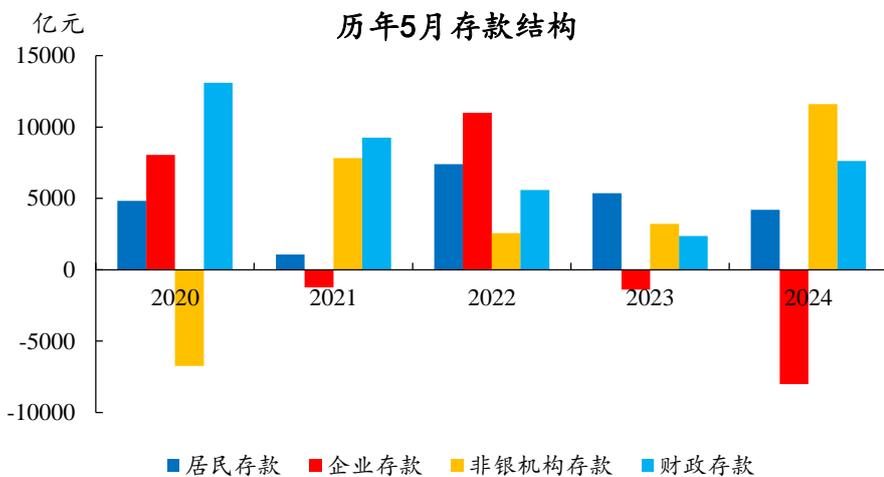
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、广义货币：居民和企业存款向非银转移

M1 增速下降 2.8 个百分点至 -4.2%，创历史最低增速。M2 增速下降 0.2 个百分点至 7%。均低于市场预期。

存款结构方面，企业存款大幅减少，非银存款增加。5月居民存款同比减少 1164 亿元，企业存款同比减少 6607 亿元。与之相对的是非银存款超额增加 8379 亿元。此结构主要反映了禁止手工补息下企业存款流出，大幅向理财转移，以及低存款利率下个人存款也更倾向于流向理财。财政存款同比增加 5264 亿元，财政支出力度减弱。

M1 降幅扩大，主因是禁止手工补息政策的影响持续发酵。由于手工补息更多涉及企业活期存款，活期存款为寻找更高回报率选择出表，对 M1 造成扰动。但正如上文所述，该政策对存款的大规模扰动或不能持续，在债市收益率逐渐下降后存款可能会重新回归表内，达成新均衡。但另一方面，M1 统计口径在当下的局限性或也限制其再难回到过去的增速，该指标对活跃资金的指示意义逐渐下降，应从更全面的角度看待。M2 延续低增，主要受存款出表、信贷派生萎缩影响。

图9：5月企业和居民存款向非银存款转移


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn