

# 杠杆结构与长期利率

## 5月社融数据点评

从美、日经验来看，利率敏感的非政府部门杠杆率下降，更可能对长期利率形成下行压力。

- 今年1-5月，社会融资规模增量累计为14.8万亿元，比上年同期少2.52万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加10.26万亿元，同比少增2.1万亿元；企业债券净融资1.2万亿元，同比多2519亿元；政府债券净融资2.49万亿元，同比少3497亿元；非金融企业境内股票融资1060亿元，同比少2835亿元。
- 2024年5月末，社会融资规模存量为391.93万亿元，同比增长8.4%。分政府、企业、居民三大部门来看，政府债券存量同比增长约14.7%，增速较前月提高约1个百分点；企业融资(不含外币贷款)同比增长约8.1%，增速与前月基本持平；居民人民币贷款同比增长约4.4%，增速较前月下滑约0.4个百分点。
- 近期社融数据的主要特征是：居民融资增速下行较为明显；而政府融资增速较去年虽然也有所下降，但仍保持在较高水平。企业融资增速较前期略有下降，但相对平稳。
- 从宏观杠杆角度来看，这会形成一种杠杆结构的转化，即政府杠杆替代非政府部门杠杆。从美国、日本等发达经济体的金融发展历程来看，非政府部门(或者私营非金融部门)的杠杆率下降，往往伴随着长期利率的下行。这可能是因为私营非金融部门的负债行为对利率的敏感性更高。所以当这些部门的负债意愿偏弱，可能要求利率较多下行，从而更可能形成对长期利率的下行压力。
- 当然，目前我国非金融部门融资增速整体上仍高于名义GDP增速，其中居民贷款增速也与名义GDP增速接近，意味着居民杠杆率基本稳定，因而未必会形成对长期利率的持续下行压力，但是也不宜过高估计政府部门杠杆率对长期利率的上行压力。长期利率的拐点或需等待非政府部门，特别是居民的行为变化。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

### 相关研究报告

《美债与美国自然利率》20230402  
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411  
 《加息尾声的美元反弹》20230521  
 《美国经济“虚火”难降》20230709  
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716  
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729  
 《关注货币活性下降》20230813  
 《再看M1与利率拐点的关系》20230818  
 《货币活性与债券市场》20230908  
 《总量相对强劲、财政仍有空间——9月金融数据点评》20231015  
 《美债利率上行遇阻》20231029  
 《如何看待美债利率回落》20231105  
 《中债收益率曲线已较为平坦》20231112  
 《如何看待美债长期利率触顶》20231122  
 《联储表态温和、降息预期高涨》20231214  
 《“平坦化”存款降息》20231217  
 《长期利率或将度过快速下行阶段》20231231  
 《降息的“自我实现”？》20240107  
 《降息预期“逆通胀走强”》20240114  
 《宽松预期螺旋增强》20240204  
 《房贷利率仍是长期利率焦点》20240225  
 《名义增长放缓是美国降通胀的关键》20240303  
 《利率债与房地产的均衡分析》20240331  
 《新旧动能与利率定价》20240407  
 《利率定价重寻均衡》20240428  
 《美联储否定加息情景》20240505  
 《楼市政策推进、债市利率震荡》20240519  
 《商品市场或已纳入经济回升预期》20240526  
 《美联储能否实现“软着陆”？》20240602

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

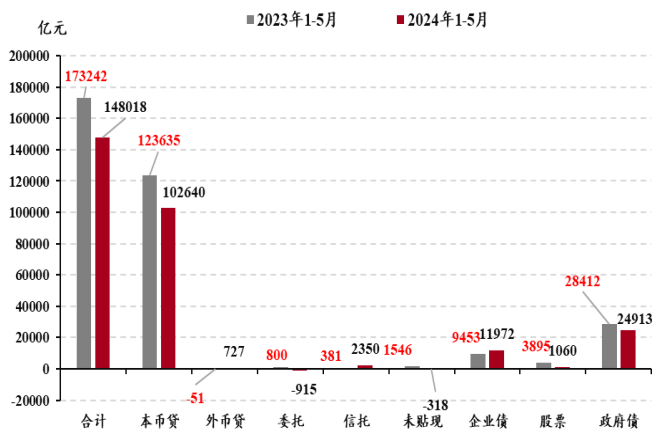
## 事件：

中国人民银行 2024 年 6 月 14 日发布 2024 年 5 月社会融资数据。初步统计，2024 年前五个月社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元，比上年同期少 2.52 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 10.26 万亿元，同比少增 2.1 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 727 亿元，同比多增 778 亿元；委托贷款减少 915 亿元，同比多减 1714 亿元；信托贷款增加 2350 亿元，同比多增 1968 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 318 亿元，同比多减 1863 亿元；企业债券净融资 1.2 万亿元，同比多 2519 亿元；政府债券净融资 2.49 万亿元，同比少 3497 亿元；非金融企业境内股票融资 1060 亿元，同比少 2835 亿元。2024 年 5 月末社会融资规模存量为 391.93 万亿元，同比增长 8.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 245.74 万亿元，同比增长 8.9%。

## 点评：

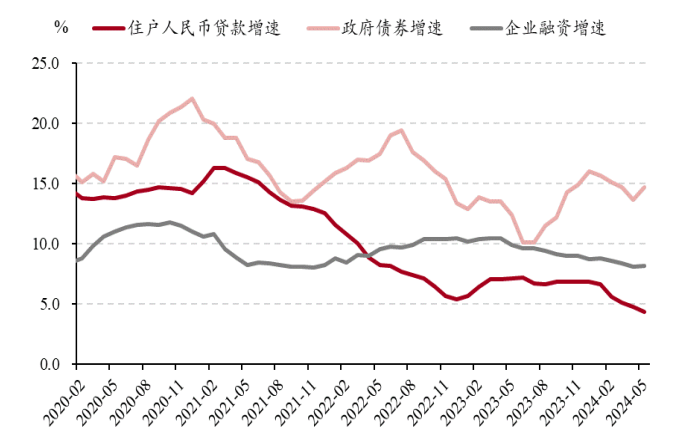
截至今年 5 月，分政府、企业、居民三大部门来看：政府债券存量同比增长约 14.7%，增速较前月提高约 1 个百分点；企业融资(不含外币贷款)同比增长约 8.1%，增速与前月基本持平；居民人民币贷款同比增长约 4.4%，增速较前月下月约 0.4 个百分点。

图表 1. 前 5 个月社融累计增量



资料来源：iFinD，中银证券

图表 2. 三大部门社融存量同比增速



资料来源：iFinD，中银证券。注：本图统计的社融不包括外币贷款。

近期社融数据的主要特征是：居民融资增速下行较为明显；而政府融资增速较去年虽然也有所下降，但仍保持在较高水平；企业融资增速较前期略有下降，但相对平稳。

从宏观杠杆角度来看，这会形成一种杠杆结构的转化，即政府杠杆替代非政府部门杠杆。从美国、日本等发达经济体的金融发展历程来看，非政府部门（或者私营非金融部门）的杠杆率下降，往往伴随着长期利率的下行。从 2010 年到 2019 年，美国私营非金融部门杠杆率整体趋于下行，特别在 2010 年到 2012 年间下降较快。同期，尽管其政府部门杠杆率趋于上行，对冲了私营非金融部门的杠杆率下行，但美国长期国债收益率整体上仍然下行。与之相似，从 1996 年到 2015 年，日本私营非金融部门杠杆率也呈现下行趋势，同期日本长期国债收益率同样呈下行趋势，其政府部门杠杆率的上行也未能改变这种趋势。

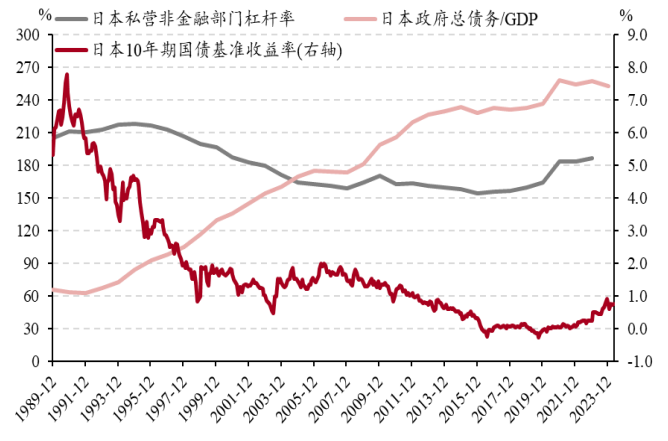
出现这种现象可能是因为私营非金融部门的负债行为对利率的敏感性更高。所以当这些部门的负债意愿偏弱，可能要求利率较多下行，从而更可能形成对长期利率的下行压力。

图表 3. 美国不同部门杠杆率与长期国债收益率



资料来源: iFinD, 中银证券

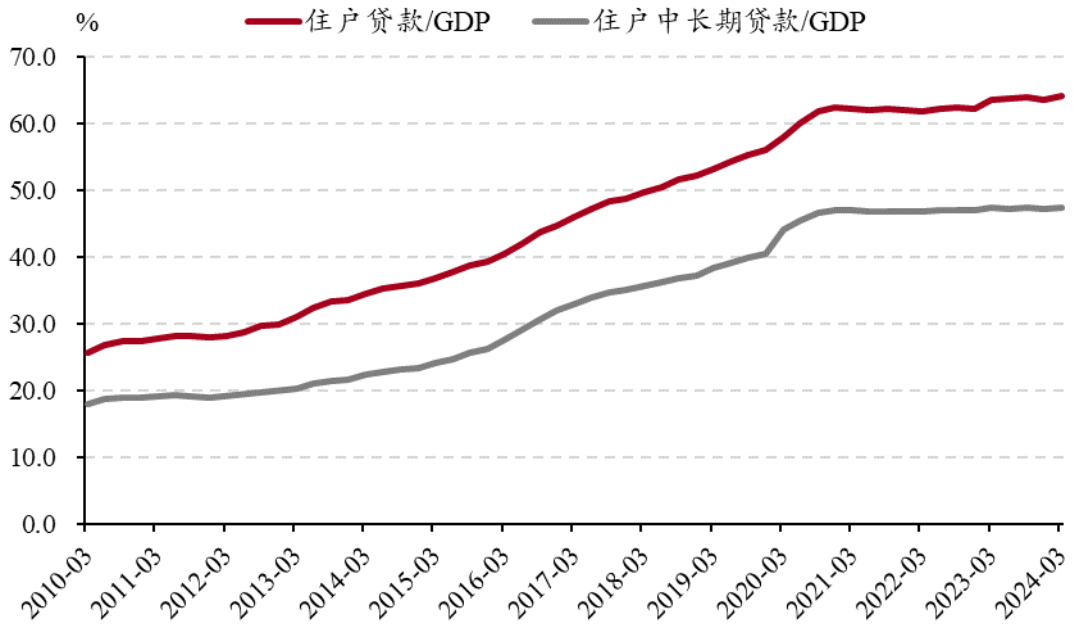
图表 4. 日本不同部门杠杆率与长期国债收益率



资料来源: iFinD, 中银证券

当然,目前我国非金融部门融资增速整体上仍高于名义GDP增速,其中居民贷款增速也与名义GDP增速接近,意味着居民杠杆率基本稳定,因而未必会形成对长期利率的持续下行压力,但是也不宜过高估计政府部门杠杆率对长期利率的上行压力。长期利率的拐点或需等待非政府部门,特别是居民的行为变化。

图表 5. 我国居民杠杆率趋稳



资料来源: iFinD, 中银证券

**风险提示:** 国内外实体经济出现超预期变化;国内政策超预期收紧;国际地缘政治紧张局势升级等。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371