

宏观

证券研究报告

2024年06月16日

再论经济去金融化

随着金融数据对经济数据的领先性逐渐减弱，市场或应该逐步淡化对金融总量指标的关注，而应该直接从经济数据中找支撑。

第一，伴随着地产销售进入持续下行周期，居民存款向企业存款转化渠道受阻，M1同比对经济的指示意义也有所下滑。

第二，对于信贷指标而言，充裕的存量贷款以及信贷主体的变化意味着新增信贷对经济的指示意义减弱。

风险提示：金融周期与经济周期关系变化超预期，货币政策框架变化，M1统计口径变化

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

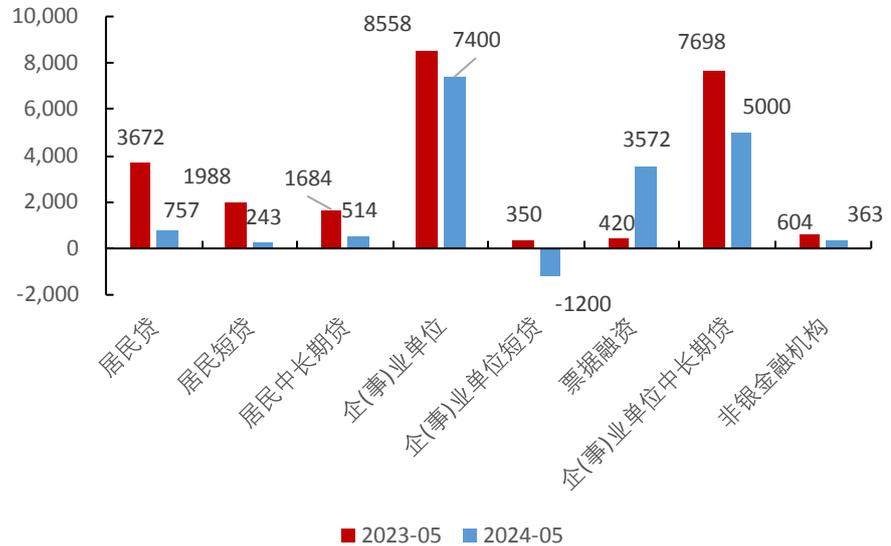
孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-通胀难放缓，联储难作为》2024-06-14
- 《宏观报告：宏观-6月市场的宏观逻辑》2024-06-12
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年6月第3周》2024-06-11

5月金融数据延续了此前逻辑。受规范手工补息、存款分流等因素影响，M1 同比-4.2%，**连续两个月负增**。受金融数据“挤水分”以及实体融资需求偏弱等因素影响，5月新增人民币贷款9500亿元，同比减少4100亿元。仅社融在政府债和去年企业债低基数的支持下，同比多增5132亿元，推动社融同比增速上行0.1个百分点至8.4%。

图 1：5月居民信贷持续偏弱（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：M1 同比增速进一步下探（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

但在 M1 连续两个月负增、新增信贷偏弱时，国内经济数据表现要强于金融数据，且实体部门并未面临资金短缺压力，**信贷资金对经济的支持力度不弱**。

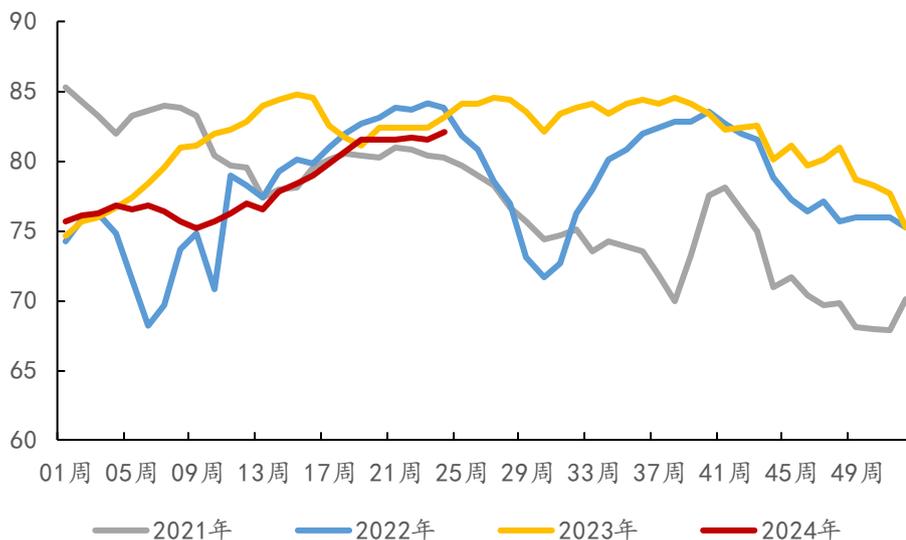
5月受益于去年低基数、份额端韧性与外需改善，中国出口同比增长7.6%，高于市场一致预期。

受大规模设备更新等政策逐步落地见效、基建施工强度提高、海外有色金属价格上涨等因素影响，PPI 环比上行0.2%，是自2023年10月以来**首次转正**。

高炉开工率、半钢胎产能利用率等高频数据在5月环比也有所改善。

同时，实体部门融资难度降低。5月BCI企业融资环境指数上行0.8个百分点至45.5%。企业贷款利率同比下降超过0.2个百分点，维持在3.7%左右的历史低位¹。5年期AAA级企业债到期收益率从月初的2.51%下行至月末的2.38%。5月末，高新技术、“专精特新”、科技中小企业贷款余额同比增长11.6%、15.9%、19.2%²，显著高于9.3%的贷款余额增速。

图 3：高炉开工率稳步上行（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

金融数据与经济数据劈叉的背后是经济“去金融化”的体现。伴随着高负债经济增长模式过去，即使信贷增长比此前低一些，但也足够支持经济平稳增长（详见《如何理解经济数据和金融数据的背离》，2024.05.13）。

同时，随着金融数据对经济数据的领先性逐渐减弱，市场或应该逐步淡化对金融总量指标的关注³，而应该直接从经济数据中找支撑。

第一，伴随着地产销售进入持续下行周期，居民存款向企业存款转化渠道受阻，M1 同比对经济的指示意义也有所下滑。

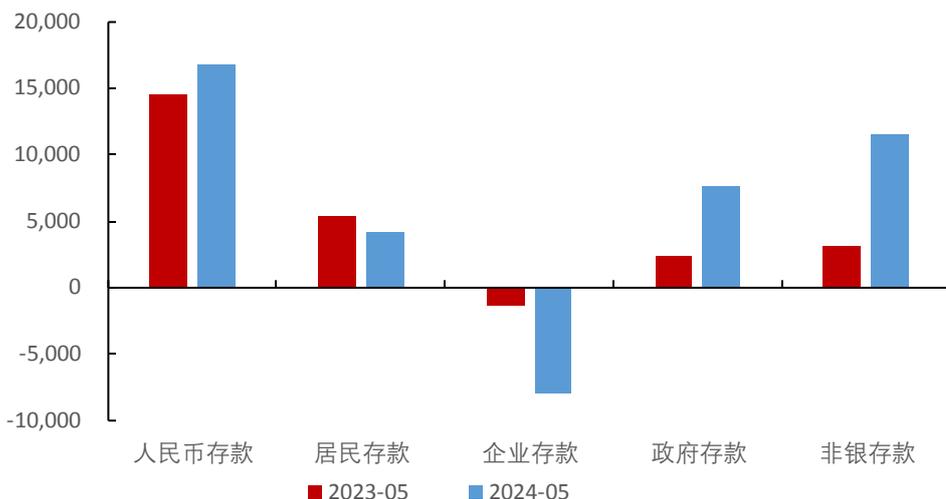
4、5月M1同比转负主要是受到规范手工加息、理财分流的影响。体现在数据上是5月企业存款减少8000亿，非银金融机构存款增加11600亿元。往后来看，相关因素对M1的影响或延续。但由此造成的M1同比增速下滑与历史数据并不具有可比性。在数据上则体现为虽然近期M1同比持续下行，但PMI有所企稳。

图 4：主要部门存款变动情况（单位：亿元）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/ahKSdaouD7zmKTXoSewtiQ>

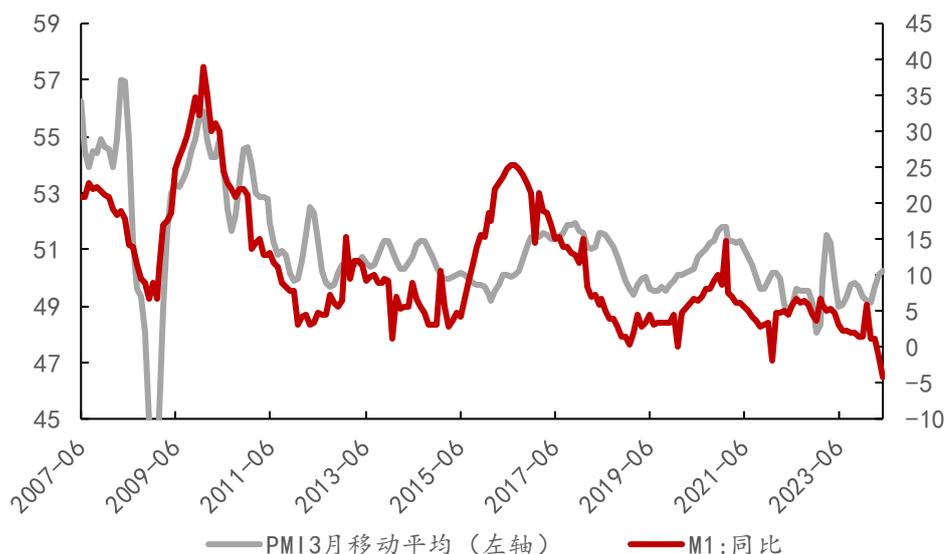
² <https://mp.weixin.qq.com/s/ahKSdaouD7zmKTXoSewtiQ>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/591kdkSUEvPp5hnHB-AoLQ>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: M1 与 PMI 存在显著正相关 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

除短期原因外，站在中期来看，**经济转型，地产销售进入下行周期或导致 M1 对经济的领先意义减弱。**

居民存款向企业活期存款转移（如消费、购房）、财政存款向企业活期存款转移（财政支出力度加大）、企业定期存款活期化（企业预期好转，投资扩产等）是影响 M1 走势的主要因素。这也是 M1 同比能够领先于经济的主因。

此前，地产是经济的主要驱动因素之一。在**地产销售回升——居民存款转化为企业存款**（此前按揭贷款占居民总新增贷款的 60%左右，M1 增加、信贷扩张）——**房企现金流改善，投资扩张**（企业存款活期化，房地产相关贷款一度占总新增贷款的 40%左右，M1 增加、贷款扩张）——**地产后周期行业景气度扩张——经济好转**的传导链条下，M1 同比、信贷同比增速/社融同比增速会表现出领先于经济周期的特征。

近年来随着地产进入下行周期，M1 对经济的领先指示意义有所回落。如去年末以来，M1 整体震荡下行，但 PMI 和一季度 GDP 数据显示经济正处于弱复苏阶段。

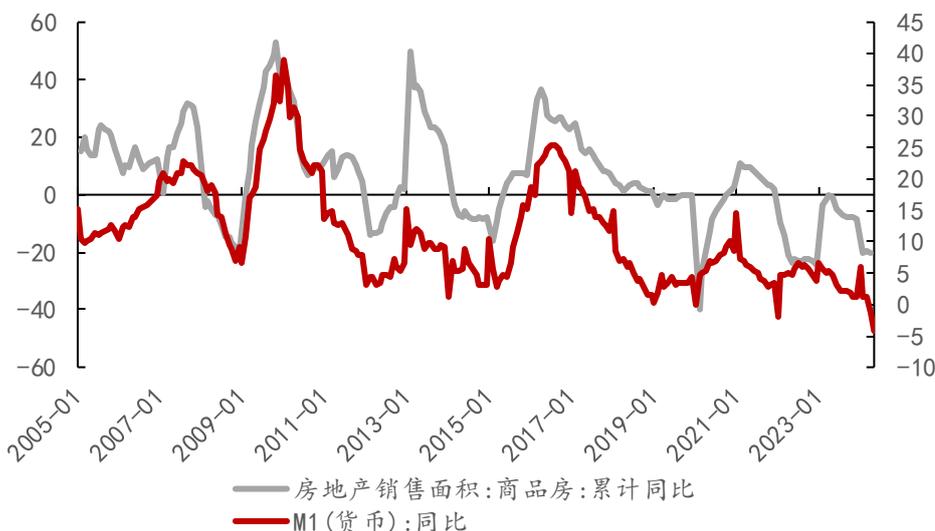
这背后一是在地产销售下行、房价下跌导致居民消费意愿回落时，居民存款难以向企业存

款转化。虽然近几个月各地政府纷纷加码地产政策，但影响主要体现在二手房销售市场上⁴。而这并不会影响 M1 的表现。

二来高负债高投资模式过去后，实体部门举债加杠杆的诉求减弱，贷款派生存款的规模下行，M1 也难以明显上行。

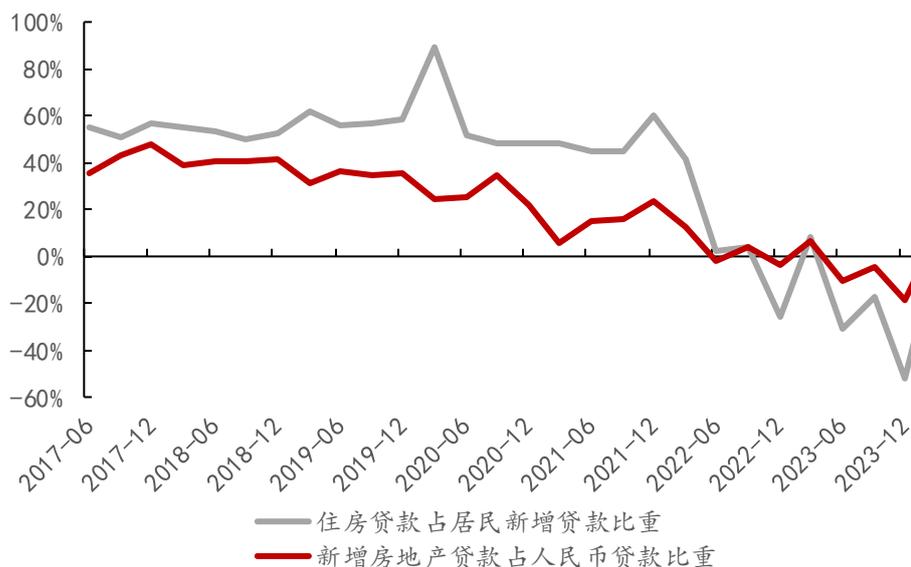
往后来看，即使手工贴息治理等短期影响因素过去，但在经济转型的背景下，M1 同比中枢或继续下行，其对经济的领先意义也会减弱。

图 6：地产销售同比与 M1 同比相关性开始逐渐减弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：房地产贷款占新增贷款的比重（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

第二，对于信贷指标而言，充裕的存量贷款以及信贷主体的变化意味着新增信贷对经济的指示意义减弱。

2021 年之前，地产是信用扩张的重要载体，2012-2020 年期间新增房地产贷款占总新增贷款的比重均值为 32%，2016 年两者之间的比值一度达到了 45%（详见《金融数据与经济数

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/dpoeD9fAhbTFVZOIXF2PXw>

据的背离? 》, 2023.08.12)。

随着地产进入下行周期, 地产对信贷的支持力度减弱, 政策开始主动引导信贷资金投向工业、服务业等**低负债部门**。信贷主体的切换自然会带动信贷增速下行。

此外, **盘活存量贷款也能够为后续实体部门提供充裕的资金支持**, 但不会体现在信贷增速上。

目前, 国内人民币贷款余额高达 248.7 万亿, 其中部分资金使用效率较低, 提高存量贷款的使用效率逐渐成为政策关心的重点。

以工业行业为例, 在过去几年间, 金融机构大幅增加了**对工业部门的信贷支持力度**。国内**新增中长期工业贷款规模从 2019 年的 5900 亿元提高至 2023 年的 4.8 万亿**, 工业中长期贷款余额从 9.2 万亿增长 155%至 2024 年一季度的 23.4 万亿。

但在 2019-2023 年间, 制造业投资复合增速仅 6.6%左右, 显著低于中长期信贷增速。信贷供给或超过实体经济的融资需求, 并造成部分信贷资金的效率偏低。如每亿元新增工业中长期贷款对应的制造业投资从 2019 年的 37 亿元下滑至 2023 年的 5.9 亿元。同时, 部分企业开始通过“手工补息”等方式实现“低贷高存”套利, 形成资金沉淀空转。

*金融时报*文章也提出**信贷投放对经济增长的拉动作用也逐年减弱**, 1953-1977 年、1978-1993 年、1994-2007 年、2008-2022 年, 我国每增加 1 元信贷投放, 相应的 GDP 分别增加 1.636 元、0.988 元、0.935 元和 0.489 元, 带动效应大幅弱化⁵。这或意味着**实体部门存在较大规模的低效资金**。

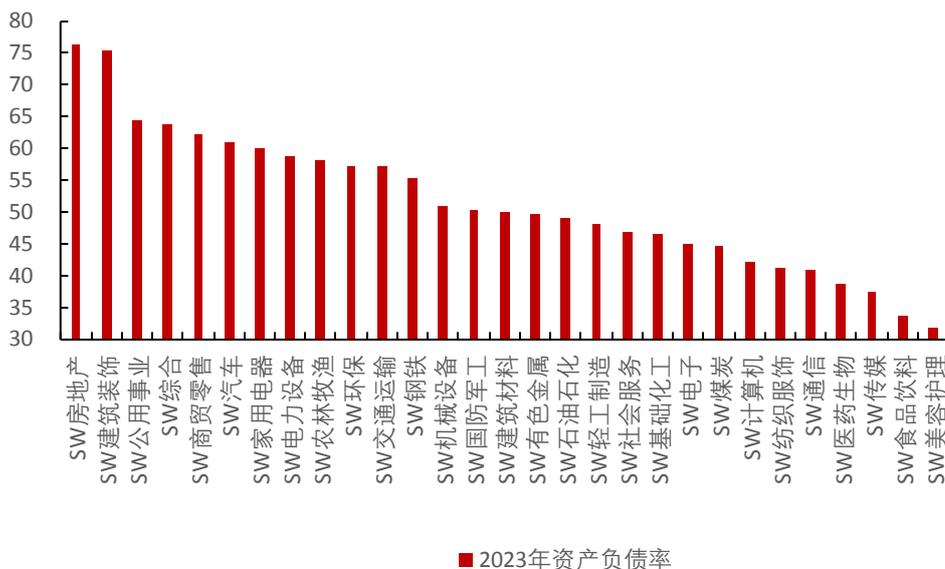
图 8: 工业贷款增速大幅超过制造业增速 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 相比于房地产相关行业, 大部分制造业和服务业资产负债率较低 (单位: %)

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/591kdkSUEvPp5hnHB-AoLQ>



资料来源: wind, 天风证券研究所

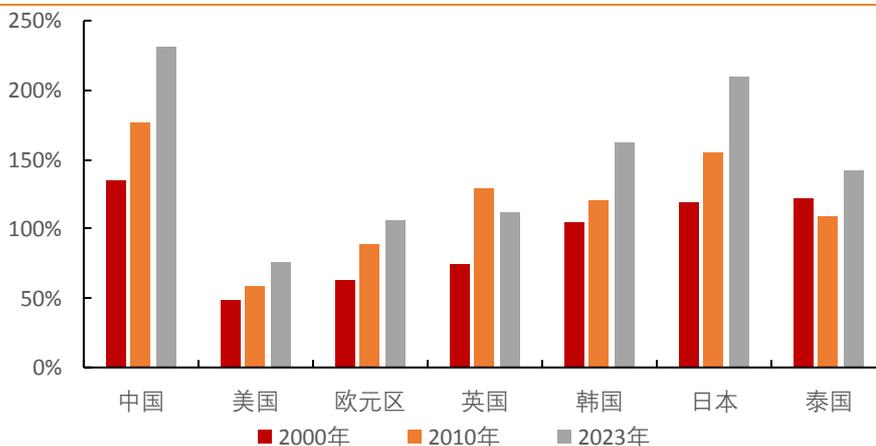
图 10: 工业和服务业成为中长期贷款的主要投向 (单位: 亿元)

	工业中长期贷款	轻工业中长期贷款	重工业中长期贷款	服务业中长期贷款	房地产贷款中长期贷款	个人住房贷款
2024年一季度	16000	2500	13600	46200	8900	200
2023年	47700	6900	40700	58900	-5300	-6300
2023年一季度	18900	2900	16000	38300	7300	1400
2022年	35700	6200	29500	55900	9900	4800
2022年一季度	9000	1800	7200	22200	10500	5200
2021年	24800	4300	20600	49600	25900	38800
2021年一季度	9100	1700	7500	27900	4500	12300

资料来源: wind, 天风证券研究所

存款是贷款的一体两面，M2 数据也表明目前中国金融资源较为充足，但资金对 GDP 的拉动效率在减弱。如近年来中国 M2/GDP 比值持续攀升且显著高于海外主要经济体。2023 年末中国 M2/现价 GDP 的比值为 2.3，显著高于美国、欧元区、英国、韩国 0.76、1.06、1.12、1.63 的水平。

图 11: 中国 M2/GDP 比值显著高于全球主要经济体 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

在这样的情况下，央行开始强调要盘活低效存量贷款⁶，并在今年加大了对“手工补息”等行为的治理。盘活存量贷款虽然不会体现为信贷增量，但也能够为经济增长提供有效的金融支撑，如将低效贷款收回来投放到新动能领域，原先用于套利的沉淀资金被用于投资或偿还拖欠对小微企业的帐款等等。

负债驱动模式的结束以及对存量资金的盘活也意味着实体部门不需要此前一样的高信贷增速，信贷增速回落，但金融对实体的支持力度质量或在提高。信贷增速、M2 增速等指标对经济的指示意义下滑。

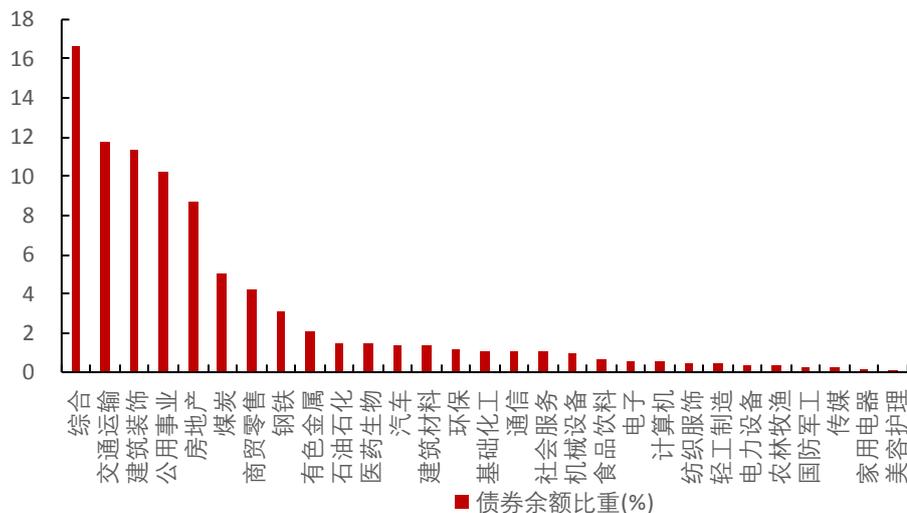
第三，与信贷一体两面，新增信贷中枢下移，基建、地产等表外融资和直接融资需求下滑或也使得社融增速对经济的指示意义减弱。

社融反映了实体部门从金融系统获得支持，包含银行贷款、表外资金(委托、信托贷款等)、直接融资(企业债、股权融资)、政府债等等。随着经济转型，除信贷之外，实体对表外资金、债券资金等的需求也在下滑。

如此前信用债融资市场中，城投债、地产相关行业债是债券融资的主力，如在 2017-2019 年间，iFinD 口径下，交通运输、建筑装饰、公用事业、房地产等四个行业的信用债占比达到了 42%。

但受房地产信用风险以及隐债治理等因素影响，社融口径企业债增速快速下滑，2024 年 5 月同比增长 1.9%，显著低于社融和信贷增速。在信贷供给相对充裕时，实体部门通过信托贷款、委托贷款等渠道获取资金的意愿也不高。

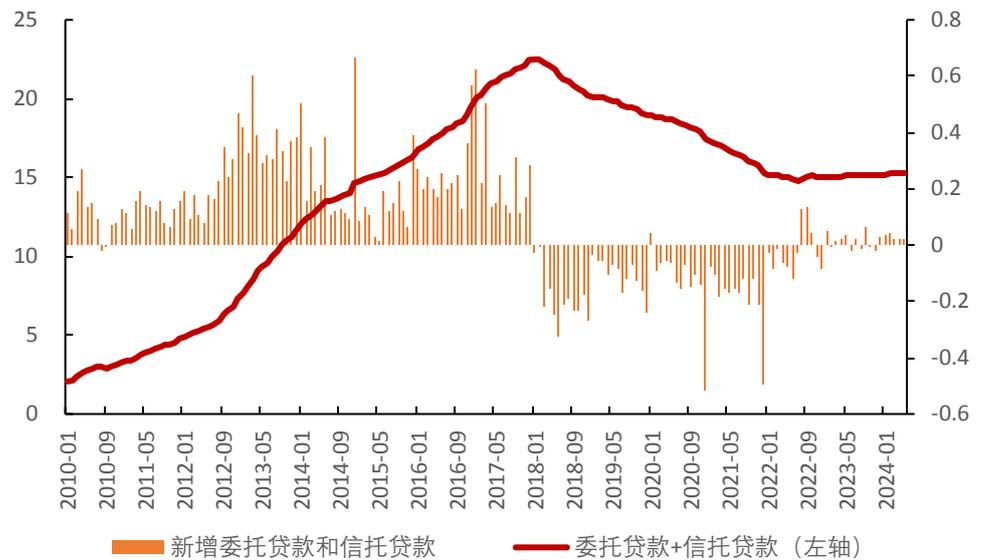
图 12：地产、城投等相关债券是信用债市场融资的主力（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：信托贷款+委托贷款规模持续下行（单位：%）

⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/eFb5WzE_6XdF5x83aT0vdQ



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说，5月金融数据偏弱既受到了治理手工贴息、金融数据“挤水分”等短期因素的影响，更是经济转型后，经济去金融化的体现。站在经济转型的当下，经济正在去金融化，市场应逐渐淡化对金融总量指标的关注。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com