

2024年5月货币金融数据点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

M1 创新低的背后？

事件：

6月14日，央行公布5月货币金融数据：新增人民币贷款8100亿元左右、同比少增近4000亿元；新增社融2.1万亿元、同比多增近5000亿元；社融存量增速8.4%、较上月回升0.1个百分点；M2同比7%、较上月回落0.2个百分点。

M1 走低或因阶段性冲击、不必过度悲观，财政端加力或支撑经济延续修复

M1 同比增速创新低、或受高息揽储行为纠偏的阶段性冲击有关。5月，M1 同比较上月回落2.8个百分点至-4.2%，其中，单位活期存款增速较上月回落3.4个百分点至-7.1%、为主要拖累项。单位活期存款走低，或与高息揽储受约束下，部分企业低息贷款、高息存款的套利行为受限，部分存款或与贷款同步收缩，及部分存款“搬家”等有关。除阶段性冲击外，M1 下探也一定程度反映实体信心尚待进一步修复。经济温和复苏背景下，信心容易出现反复，企业生产投资行为相对谨慎，资金活化度偏低、从而拖累M1。相互印证的是，企业端融资相对偏弱、票据延续“冲量”，5月票据融资超3500亿元、占企业端信贷近半成，连续第3个月同比多增。

部分金融总量指标对经济指示意义有所下降，不必就单个数据波动过度担忧。拉长维度来看，伴随金融深化和经济结构转型，金融规模指标与经济发展相关性正逐步减弱。此前一季度贷政报告中也曾释放信号，经济结构转型、房地产供求关系变化和直接融资发展下，信贷需求会出现“换挡”；当下更需关注资金使用效率、适配高质量发展。

相较于金融总量指标，近年经济运行节奏与财政支出更密切相关；伴随财政加力，经济修复仍将延续。前4月政府债券发行节奏偏慢，对经济修复的影响只是节奏问题。5月已有加快迹象，例如，5月政府债券融资1.2万亿元、占新增社融近6成。伴随财政支持力度的加大、实物工作量的加快，有利于经济运行与企业信心的恢复（详情参见《经济修复的斜率？》、《地产新开工，传递“积极”信号？》）。

常规跟踪：实体需求偏弱、尤其是居民端，财政稳信用突出

社融受政府债券支撑，信贷明显偏弱。5月，新增社融2.1万亿元、同比多增近5000亿元。其中，政府债券融资超1.2万亿元、占新增社融比重6成左右。新增人民币贷款8100亿元左右、处近10年同期低位。新增人民币贷款同比减少超3成至8100亿元左右、处近10年同期低位。企业债券同比改善、与低基数有关，其他分项变化不大。

信贷低迷、主因居民端拖累。5月，新增居民贷款750亿元左右，同比少增超2700亿元、占信贷同比缩量的7成左右。其中，新增居民中长期贷510亿元左右、处2009年以来同期低位，或与地产销售依然偏弱等有关。新增居民短贷240亿元左右、仅为去年同期规模的12%左右，创历史同期新低。

企业端融资也相对偏弱、票据延续“冲量”。5月，企业贷款整体少增近1100亿元左右，其中，企业中长贷同比少增近2700亿元、与高基数有关；企业短贷延续为负至-1200亿元左右、为历史同期新低；票据融资超3500亿元、占企业端信贷近半成，同比多增超3100亿元、连续第3个月同比多增。

M1 创新低、M2 延续回落。5月，M1 回落2.8个百分点至-4.2%、受单位活期存款拖累明显，M2 同比回落0.2个百分点至7%，分项中，企业、居民存款同比双双减少，非银存款同比多增超8300亿元、或与存款“搬家”有关，财政存款同比多增超5200亿元、指向财政发力有待进一步加码。

风险提示

政策落地效果不及预期。

内容目录

1、M1 创新低的背后？	3
2、常规跟踪：实体需求偏弱、尤其是居民端，财政稳信用逐渐突出.....	5
风险提示.....	7

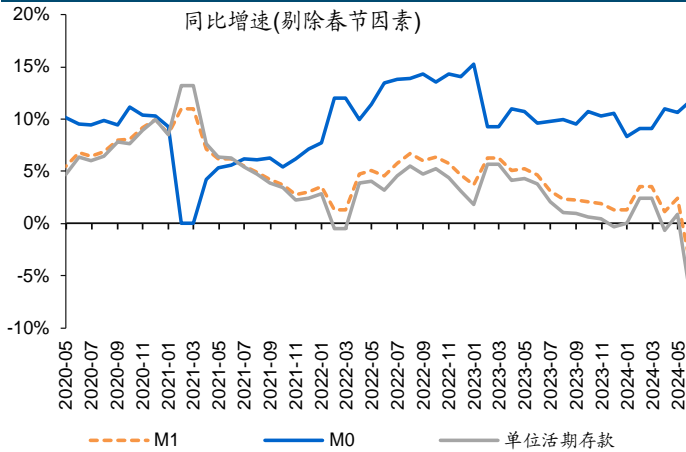
图表目录

图表 1： M1 进一步下探至历史低位.....	3
图表 2： 5 月单位活期存款为有数据来历史同期最低.....	3
图表 3： 4 月以来货基规模回升.....	3
图表 4： 存款“搬家”现象较为突出.....	3
图表 5： 企业家信心尚在低位徘徊.....	4
图表 6： 票据延续“冲量”.....	4
图表 7： 财政支出“主导”经济修复节奏.....	4
图表 8： 广义财政支出与工业生产的关联度强化.....	4
图表 9： 新增万亿国债项目投向.....	5
图表 10： 对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张.....	5
图表 11： 5 月，社融分项数据情况（亿元）.....	5
图表 12： 5 月，信贷分项数据情况（亿元）.....	6
图表 13： 5 月，居民中长贷处历史低位.....	6
图表 14： 商品房成交延续低位.....	6
图表 15： 5 月，企业中长贷同比少增、与高基数有关.....	7
图表 16： 票据融资延续高位.....	7
图表 17： 5 月，M1、M2 双双回落.....	7
图表 18： 5 月，存款分项变化.....	7

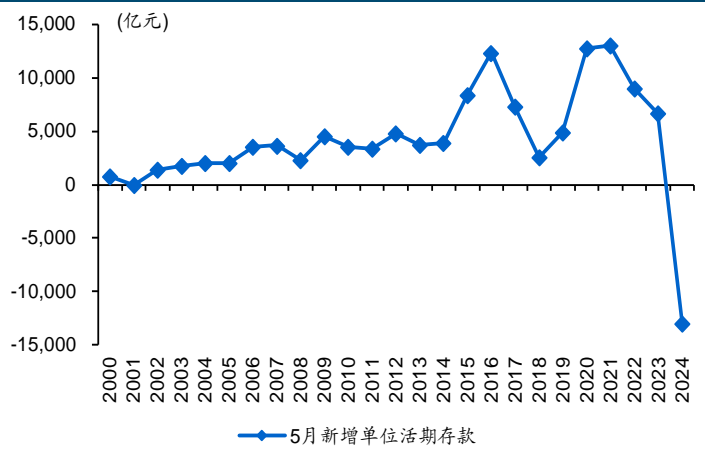
1、M1 创新低的背后？

M1 同比增速创新低、或受高息揽储行为纠偏的阶段性冲击有关。5 月，M1 同比较上月回落 2.8 个百分点至-4.2%，其中，单位活期存款增速较上月回落 3.4 个百分点至-7.1%、为主要拖累项。单位活期存款走低，或与高息揽储受约束下，部分企业低息贷款、高息存款的套利行为受限，部分存款或与贷款同步收缩，及部分存款“搬家”等有关。

图表1：M1 进一步下探至历史低位



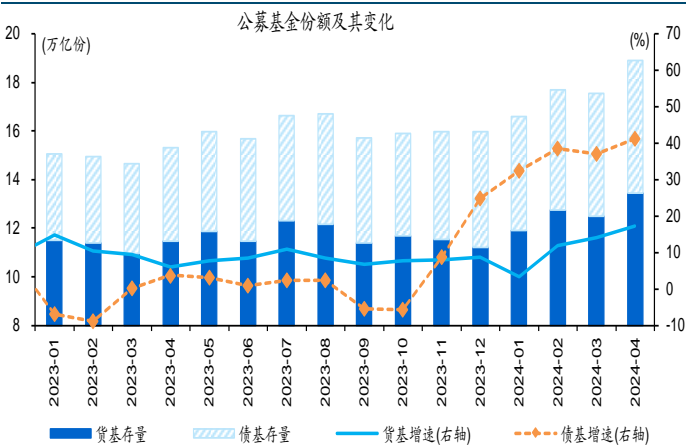
图表2：5 月单位活期存款为有数据来历史同期最低



来源：Wind、国金证券研究所

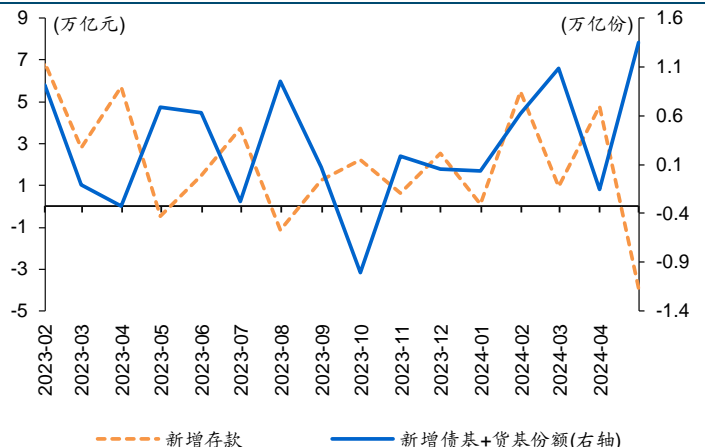
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：4 月以来货基规模回升



来源：Wind、国金证券研究所

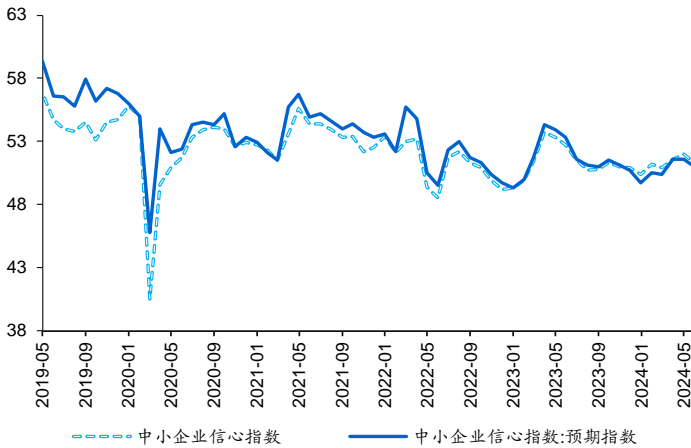
图表4：存款“搬家”现象较为突出



来源：Wind、国金证券研究所

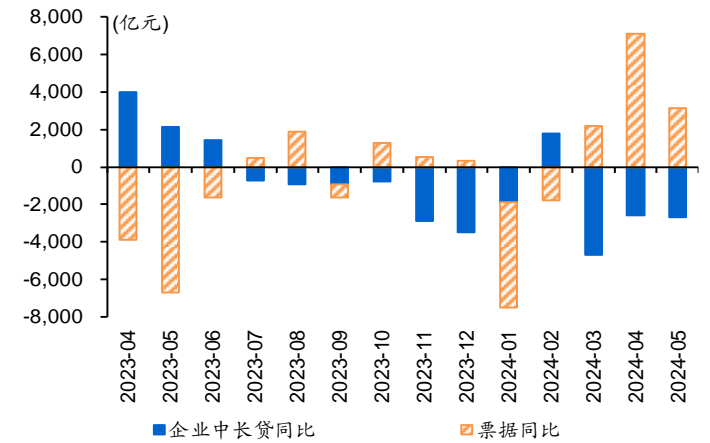
除阶段性冲击外，M1 下探也一定程度反映实体信心尚待进一步修复。价格提振有限、需求修复平缓下，企业生产投资行为相对谨慎，资金活化程度偏低也一定程度上拖累 M1。相互印证的是，企业端融资相对偏弱、票据延续“冲量”，5 月票据融资超 3500 亿元、占企业端信贷近半成，连续第 3 个月同比多增。

图表5: 企业家信心尚在低位徘徊



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 票据延续“冲量”

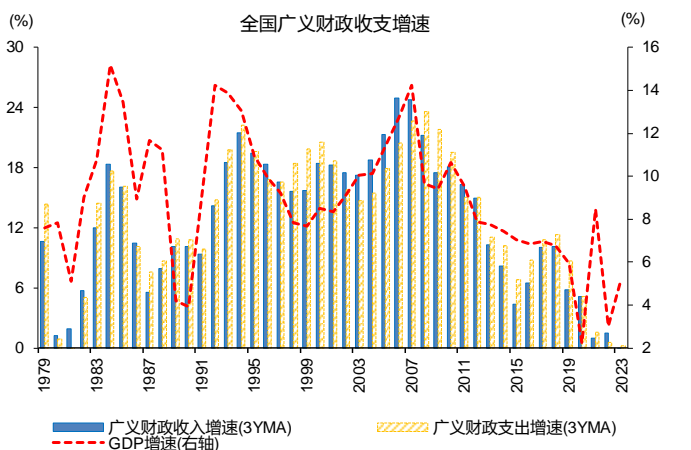


来源: Wind、国金证券研究所

部分金融总量指标对经济指示意义有所下降,不必就单个数据波动过度担忧。拉长维度来看,伴随金融深化和经济结构转型,金融规模指标与经济发展相关性正逐步减弱。此前一季度货政报告中也曾释放信号,经济结构转型、房地产供求关系变化和直接融资发展下,信贷需求会出现“换挡”;当下更需关注资金使用效率、适配高质量发展(详情参见《货币政策的“新提法”——一季度货政报告点评》)。

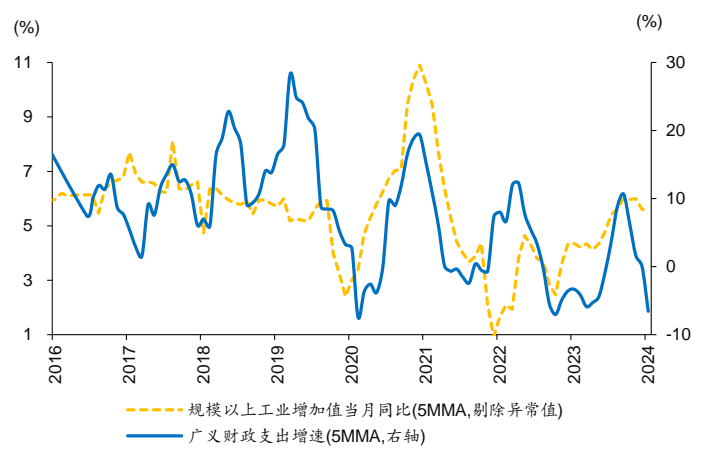
相较于金融总量规模,近年经济运行节奏与财政支出更密切相关;伴随财政加力,经济修复仍将延续。前4月政府债券发行节奏偏慢,对经济修复的影响只是节奏问题。5月已有加快迹象,例如,5月政府债券融资1.2万亿元、占新增社融近6成。伴随财政支持力度的加大、实物工作量的加快,有利于经济运行与企业信心的恢复(详情参见《经济修复的斜率?》、《地产新开工,传递“积极”信号?》)。

图表7: 财政支出“主导”经济修复节奏



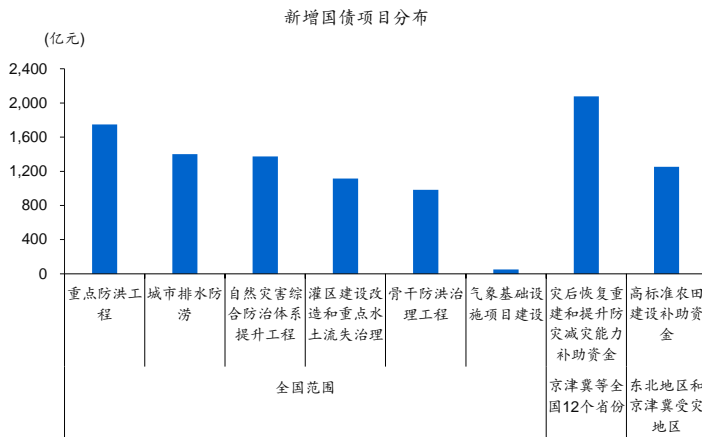
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 广义财政支出与工业生产的关联度强化



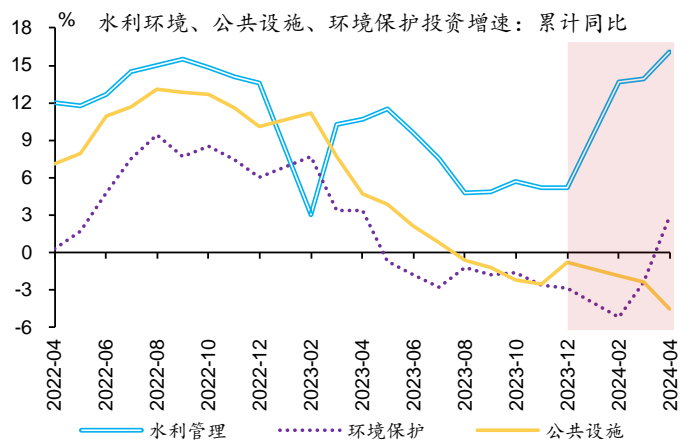
来源: Wind、国金证券研究所

图表9：新增万亿国债项目投向



来源：Wind、国金证券研究所

图表10：对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张



来源：Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：实体需求偏弱、尤其是居民端，财政稳信用逐渐突出

社融受政府债券支撑，信贷明显偏弱。5月，新增社融2.1万亿元、同比多增近5000亿元。其中，政府债券融资超1.2万亿元、占新增社融比重6成左右。新增人民币贷款8100亿元左右、处近10年同期低位。新增人民币贷款同比减少超3成至8100亿元左右、处近10年同期低位。企业债券同比改善、与低基数有关，其他分项变化不大。

图表11：5月，社融分项数据情况 (亿元)

月份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2023-05	15,560	12,219	-338	35	303	-1,795	-2,144	753	5,571
2023-06	42,265	32,413	-191	-56	-154	-691	2,249	700	5,371
2023-07	5,366	364	-339	8	230	-1,963	1,290	786	4,109
2023-08	31,279	13,412	-201	97	-221	1,129	2,788	1,036	11,759
2023-09	41,326	25,369	-583	208	402	2,397	650	326	9,920
2023-10	18,441	4,837	152	-429	393	-2,536	1,178	321	15,638
2023-11	24,554	11,120	-357	-386	197	202	1,388	359	11,512
2023-12	19,326	11,092	-635	-43	347	-1,865	-2,741	508	9,324
2024-01	64,734	48,401	989	-359	732	5,636	4,320	422	2,947
2024-02	14,959	9,773	-9	-172	571	-3,686	1,423	114	6,011
2024-03	48,335	32,920	543	-465	681	3,552	4,237	227	4,626
2024-04	-658	3,349	-310	89	142	-4,490	1,707	186	-937
2024-05	20,648	8,197	-487	-9	224	-1,330	285	111	12,266
较上月	21306	11957	-382	111	623	1268	-2138	-710	-1839
较去年同期	5088	-4022	-149	-44	-79	465	2429	-642	6695

来源：Wind、国金证券研究所

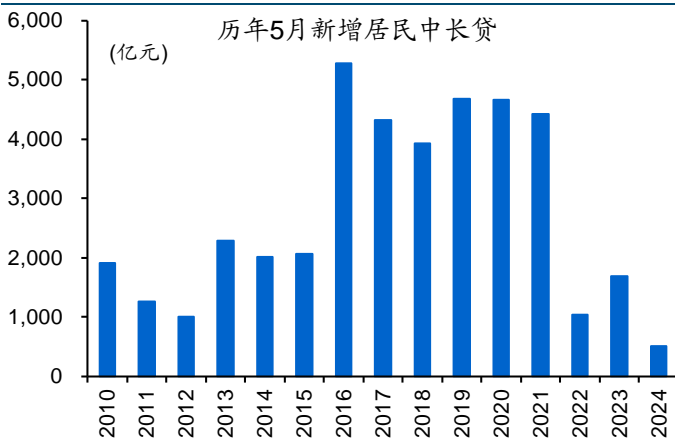
信贷低迷、主因居民端拖累。5月，新增居民贷款750亿元左右，同比少增超2700亿元、占信贷同比缩量的7成左右。其中，新增居民中长贷510亿元左右、处2009年以来同期低位，或与地产销售依然偏弱等有关。新增居民短贷240亿元左右、仅为去年同期规模的12%左右，创历史同期新低。

图表12: 5月, 信贷分项数据情况 (亿元)

月份	新增信贷	短期信贷	票据融资	中长期信贷	企业中长期信贷	居民中长期信贷	企业短期信贷	居民短期信贷	非银贷款
2023-05	13,600	2,338	420	9,382	7,698	1,684	350	1,988	604
2023-06	30,500	12,363	-821	20,563	15,933	4,630	7,449	4,914	-1,962
2023-07	3,459	-5,120	3,597	2,040	2,712	-672	-3,785	-1,335	2,170
2023-08	13,600	1,919	3,472	8,046	6,444	1,602	-401	2,320	-358
2023-09	23,100	8,901	-1,500	18,014	12,544	5,470	5,686	3,215	-1,844
2023-10	7,384	-2,823	3,176	4,535	3,828	707	-1,770	-1,053	2,088
2023-11	10,900	2,299	2,092	6,791	4,460	2,331	1,705	594	-207
2023-12	11,700	124	1,497	10,074	8,612	1,462	-635	759	94
2024-01	49,200	18,128	-9,733	39,372	33,100	6,272	14,600	3,528	249
2024-02	14,500	432	-2,767	11,862	12,900	-1,038	5,300	-4,868	4,045
2024-03	30,900	14,708	-2,500	20,516	16,000	4,516	9,800	4,908	-1,958
2024-04	7,300	-7,618	8,381	2,434	4,100	-1,666	-4,100	-3,518	2,607
2024-05	9,500	-957	3,572	5,514	5,000	514	-1,200	243	363
较上月	2200	5122	-1084	2256	632	1624	3475	1647	-2295
较去年同期	-4100	-3295	3152	-3868	-2698	-1170	-1550	-1745	-241

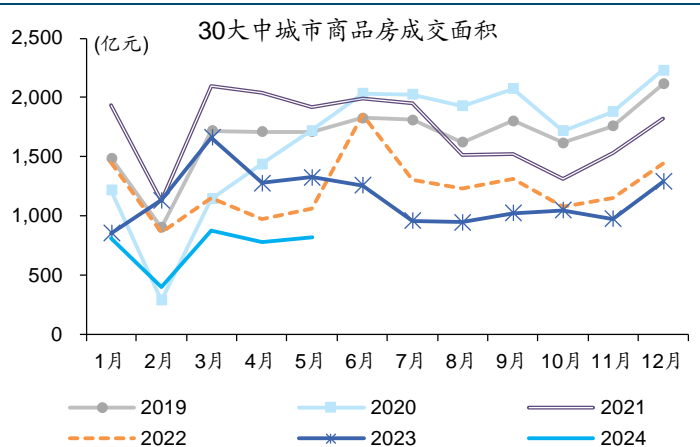
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 5月, 居民中长贷处历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

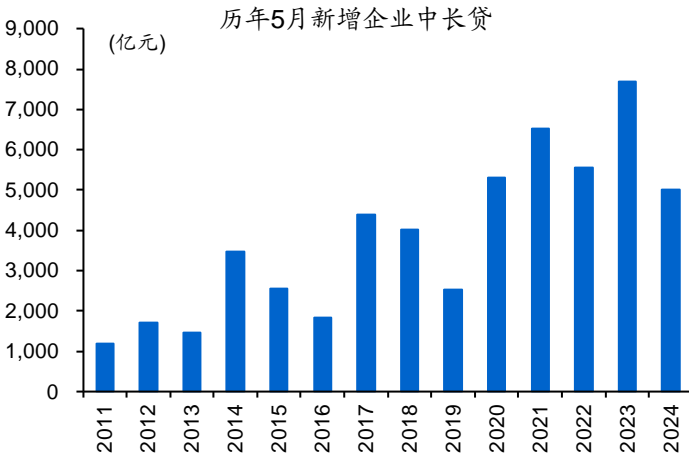
图表14: 商品房成交延续低位



来源: Wind、国金证券研究所

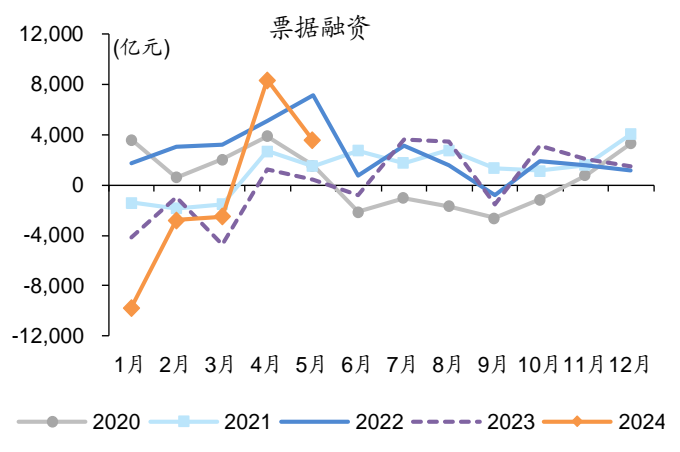
企业端融资也相对偏弱、票据延续“冲量”。5月, 企业贷款整体少增近1100亿元左右, 其中, 企业中长期贷同比少增近2700亿元、与高基数有关; 企业短贷延续为负至-1200亿元左右、为历史同期新低; 票据融资超3500亿元、占企业端信贷近半成, 同比多增超3100亿元、连续第3个月同比多增。

图表15: 5月, 企业中长贷同比少增、与高基数有关



来源: Wind、国金证券研究所

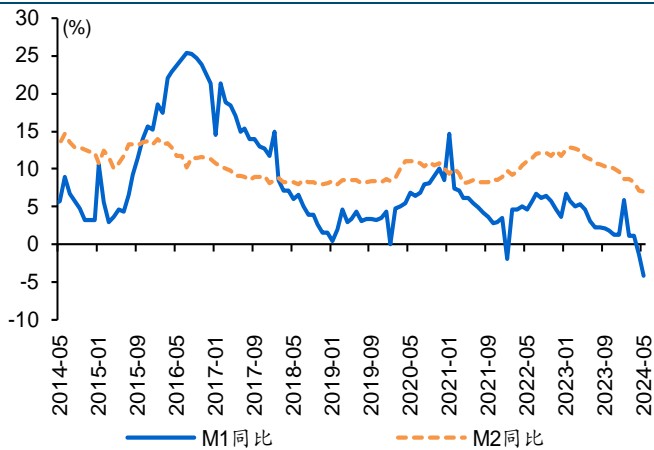
图表16: 票据融资延续高位



来源: Wind、国金证券研究所

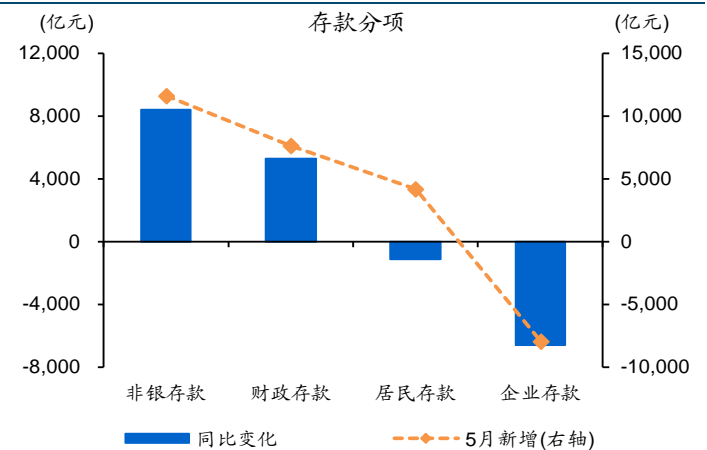
M1 创新低、M2 延续回落。5月, M1 回落 2.8 个百分点至-4.2%、受单位活期存款拖累明显, M2 同比回落 0.2 个百分点至 7%, 分项中, 企业、居民存款同比双双减少, 非银存款同比多增超 8300 亿元、或与存款“搬家”有关, 财政存款同比多增超 5200 亿元、指向财政发力有待进一步加码。

图表17: 5月, M1、M2 双双回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 5月, 存款分项变化



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402