

M1 负增长加深，总需求仍存压力

——中国金融系列二

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

6月14日，央行发布2024年5月金融统计数据。数据显示：2024年前五个月社融规模增量为14.8万亿元，比去年同期少2.52万亿元；5月M2余额301.85万亿元，同比增长7%；M1余额64.68万亿元，同比下降4.2%。5月末人民币贷款余额同比增长9.3%，存款余额同比增长6.7%。

核心观点

■ 金融周期向下，对冲需求增加

负债端：M1负增长程度加深。1) 5月份的M1负增长进一步扩大，虽然积极性因素有所修复，但是实体需求的继续谨慎和金融去杠杆的技术性因素叠加带来金融增速的进一步滑落；监管部门加大对资金空转套利、银行手工补息等行为的规范，挤出部分虚增的存贷款水分。2) 5月M2-M1剪刀差在M1负增长加深的影响继续扩大至11.2%，其中M1同比从-1.4%回落至-4.2%，降低2.8个百分点；M2同比从+7.2%回落至+7.0%，降低0.2个百分点。在前4个月政府支出相对谨慎之后，5月份政府债券融资虽然提升到了1.23万亿元，但是从负债端增速来看带来的净效益仍有待加强。

资产端：财政发力在路上，社融拐点到来。1) 5月社融增量摆脱了4月份创造的负值状态（增加2.06万亿元），主要受政府债券融资提速影响。尽管如此，由于政府融资扩张带来的净效益未显现，预计未来仍将继续发力。2) 5月尽管地方政府债券净融资恢复到6348亿元，接近均值水平，但是在超长期特别国债开始发行的影响下，国债净融资大幅增长至6922亿元。随着4月政治局会议提出要“靠前发力”和避免“前紧后松”，以及5月国债净融资的扩容，我们预计社融拐点已经到来。

■ 净效应未转正，宏观需求仍谨慎

从经济周期的角度：周期的影响需要关注的多空因素的净影响。一方面在于实体经济在房地产周期影响下的需求回落，另一方面在于政府投资扩大进行的总需求对冲。5月数据表现，当前依然处在金融周期向下的阶段，增强对冲需求。

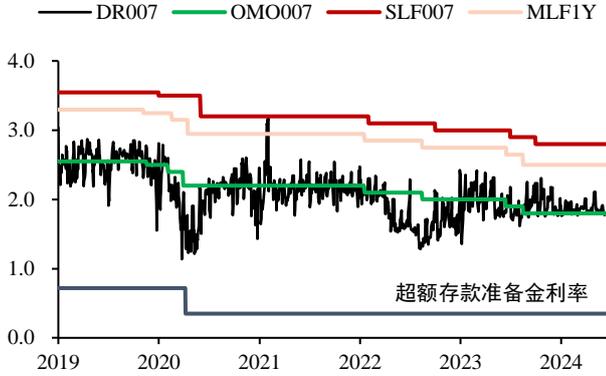
从利率品供需角度：随着政府净融资扩张驱动的社融拐点向上，利率品供给的扩张仍是应有之义，节奏仅在于负债端的空间。6月美联储继续释放阶段性“鹰派”基调，预计扩大的利差预期仍将继续约束国内总量利率的放松空间。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

相关图表

图 1: 央行利率走廊向下压缩 | 单位: %



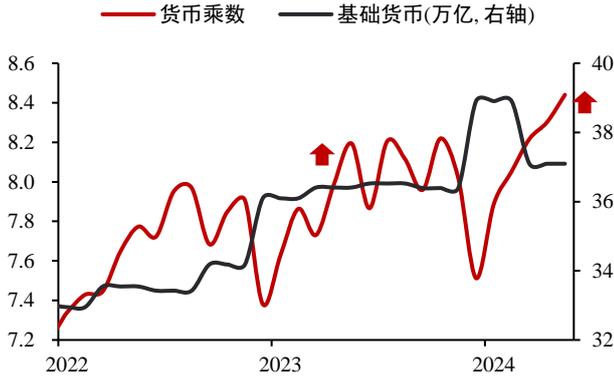
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 2: 外汇储备和黄金储备变化 | 单位: %YoY



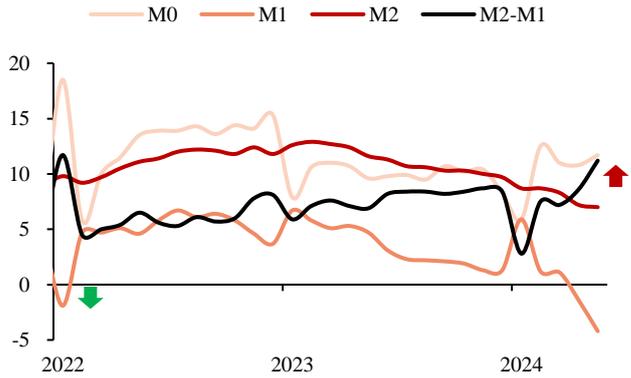
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: 基础货币和货币乘数 | 单位: 倍, 万亿



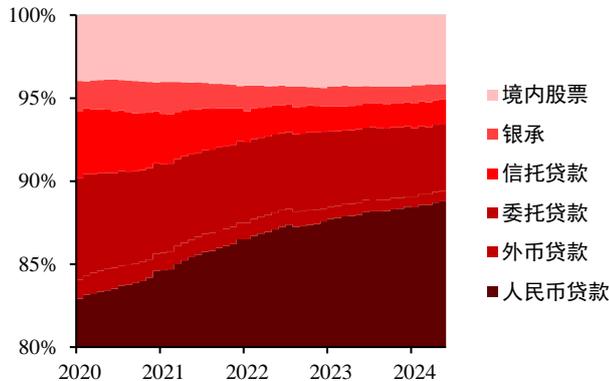
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 4: 货币流动性受 M1 走低影响较大 | 单位: %YoY



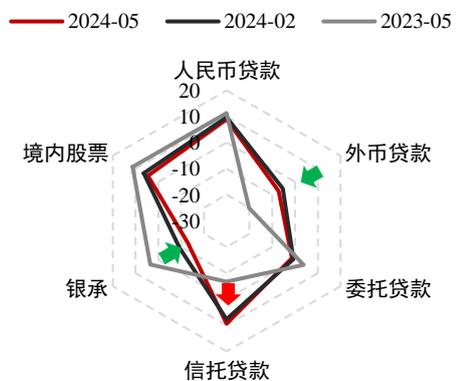
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 5: 社融存量结构 | 单位: %pct



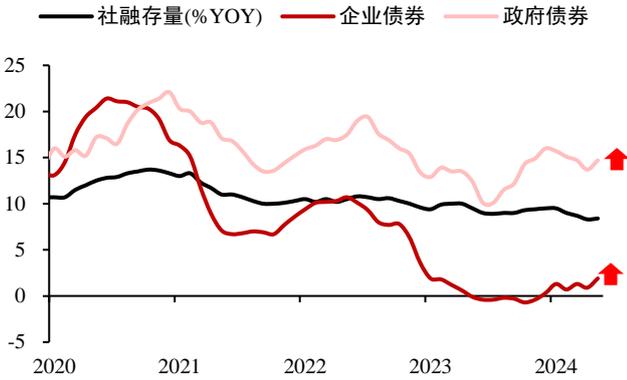
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 6: 社融存量增速 | 单位: %YoY



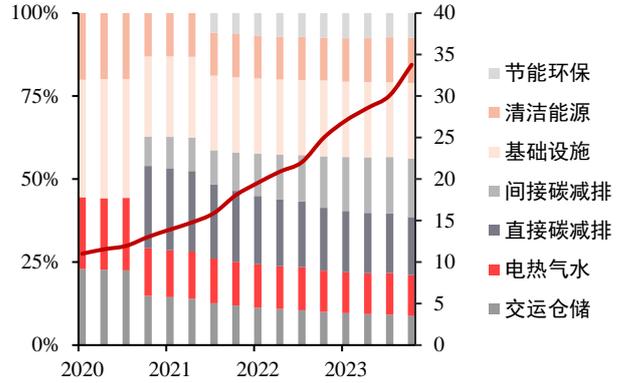
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 7: 社融和债券融资增速对比 | 单位: %YoY



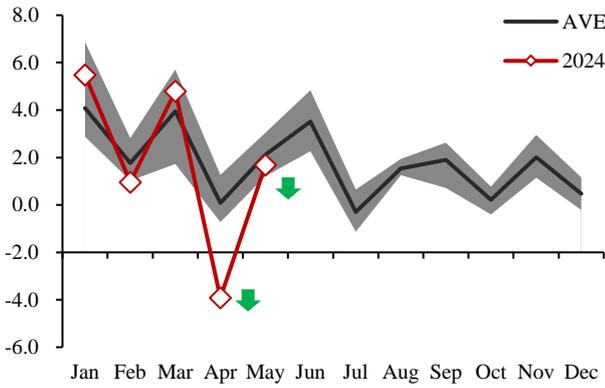
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 8: 绿色贷款结构 | 单位: %pct, 万亿_右轴



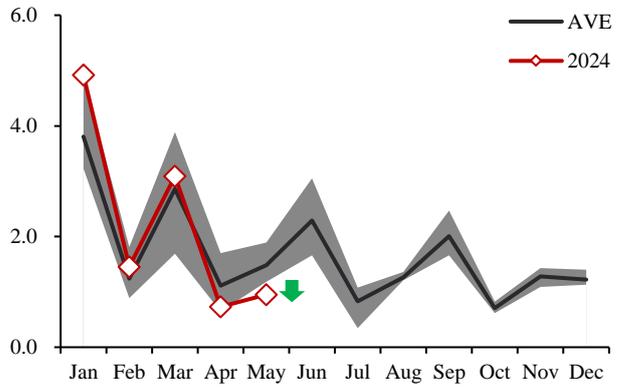
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 9: 人民币存款季节性 | 单位: 万亿元



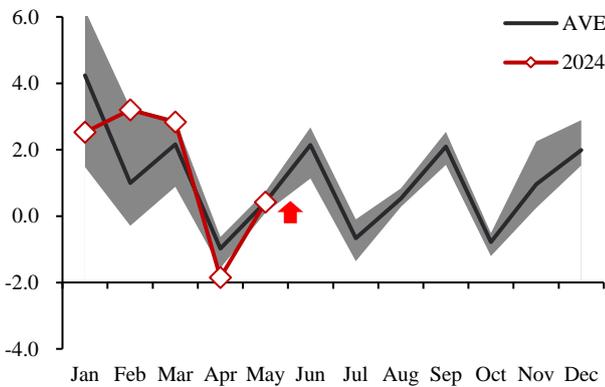
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 10: 人民币贷款季节性 | 单位: 万亿元



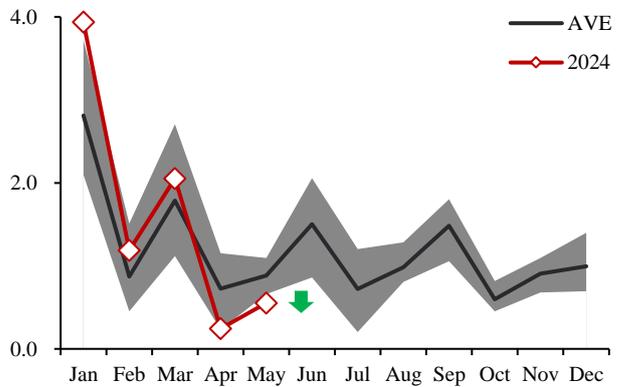
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 11: 住户存款季节性 | 单位: 万亿元



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 12: 中长期贷款季节性 | 单位: 万亿元



数据来源: iFind 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 5 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 7%

5 月末，广义货币(M2)余额 301.85 万亿元，同比**增长 7%**。狭义货币(M1)余额 64.68 万亿元，同比**下降 4.2%**。流通中货币(M0)余额 11.71 万亿元，同比**增长 11.7%**。前五个月净投放现金 3618 亿元。

二、前五个月人民币贷款增加 11.14 万亿元

5 月末，本外币贷款余额 253.31 万亿元，同比**增长 8.9%**。月末人民币贷款余额 248.73 万亿元，同比**增长 9.3%**。

前五个月人民币贷款增加 11.14 万亿元。分部门看，住户贷款增加 8891 亿元，其中，短期贷款增加 293 亿元，中长期贷款增加 8598 亿元；企（事）业单位贷款增加 9.37 万亿元，其中，短期贷款增加 2.44 万亿元，中长期贷款增加 7.11 万亿元，票据融资**减少 3047 亿元**；非银行业金融机构贷款增加 5306 亿元。

5 月末，外币贷款余额 6442 亿美元，同比**下降 10.7%**。前五个月外币贷款减少 122 亿美元。

三、前五个月人民币存款增加 9 万亿元

5 月末，本外币存款余额 299.18 万亿元，同比**增长 6.5%**。月末人民币存款余额 293.26 万亿元，同比**增长 6.7%**。

前五个月人民币存款增加 9 万亿元。其中，住户存款增加 7.13 万亿元，非金融企业存款减少 2.45 万亿元，财政性存款增加 5759 亿元，非银行业金融机构存款增加 2.39 万亿元。

5 月末，外币存款余额 8323 亿美元，同比**下降 2.3%**。前五个月外币存款增加 344 亿美元。

四、5 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.85%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.82%

5 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 160.78 万亿元，日均成交 7.66 万亿元，日均成交同比**下降 18.3%**。其中，同业拆借日均成交同比**下降 46.6%**，现券日均成交同比**增长 23.5%**，质押式回购日均成交同比**下降 22.8%**。

¹ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5375768/index.html>

5 月份同业拆借加权平均利率为 1.85%，比上月低 0.02 个百分点，比上年同期高 0.35 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.82%，比上月低 0.04 个百分点，比上年同期高 0.27 个百分点。

五、5 月份经常项下跨境人民币结算金额为 1.3 万亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 0.7 万亿元

5 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.3 万亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 0.95 万亿元、0.35 万亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 0.7 万亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.25 万亿元、0.45 万亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 4：自 2022 年 12 月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。12 月末流通中数字人民币余额为 136.1 亿元。修订后，2022 年各月末 M1、M2 增速无明显变化。修订后 M0 增速如下：

表 1: M0 增速修订 | 单位：%YOY

	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
流通中货币(M0)	18.50%	5.80%	10.00%	11.50%	13.50%	13.90%
	2022.07	2022.08	2022.09	2022.1	2022.11	2022.12
流通中货币(M0)	13.90%	14.30%	13.60%	14.40%	14.10%	15.30%

资料来源：中国人民银行

注 5：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。2023 年 1 月末，三类机构贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；存款余额 222 亿元，当月增加 27 亿元。文中数据均按可比口径计算。

附录 2：2024 年 5 月社会融资规模统计数据报告

2024 年 5 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，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%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.73 万亿元，同比**下降 7.2%**；委托贷款余额为 11.18 万亿元，同比**下降 1.3%**；信托贷款余额为 4.14 万亿元，同比**增长 9.4%**；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.45 万亿元，同比**下降 13%**；企业债券余额为 31.84 万亿元，同比**增长 1.9%**；政府债券余额为 72.28 万亿元，同比**增长 14.7%**；非金融企业境内股票余额为 11.54 万亿元，同比**增长 4.6%**。

从结构看，5 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.7%，同比**高 0.3 个百分点**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.4%，同比**低 0.1 个百分点**；委托贷款余额占比 2.9%，同比**低 0.2 个百分点**；信托贷款余额占比 1.1%，同比**高 0.1 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.6%，同比**低 0.2 个百分点**；企业债券余额占比 8.1%，同比**低 0.5 个百分点**；政府债券余额占比 18.4%，同比**高 1 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，同比**低 0.2 个百分点**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

² 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5375731/index.html>

2024 年 5 月社会融资规模增量统计数据报告³

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**。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

³ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5375735/index.html>

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com