



宏观研究

# 【粤开宏观】如何正确看待 M1 增速为负？——5 月金融数据点评

2024 年 06 月 14 日

**分析师：原野**

执业编号：S0300523070001  
电话：15810120201  
邮箱：yuanye\_zb@y kzq.com

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】城投正在起变化：从 3300 家城投财报看转型进程及隐性债务测算》

2024-06-12

《【粤开宏观】城投公司转型的分类处置》

2024-06-10

《【粤开宏观】美国产能过剩：表现、原因及化解》 2024-06-04

《【粤开宏观】中国“新三样”是否产能过剩？——“产能过剩”系列之二》

2024-06-02

《【粤开宏观】中国走出产能过剩的历程、措施与经验》 2024-05-30

## 事件：

2024 年 5 月，新增社融 2.07 万亿元，市场预期 1.95 万亿元，前值-1987 亿元；M2 同比增速 7.0%，前值 7.2%；M1 同比增速-4.2%，前值-1.4%。

风险提示：政策发力节奏慢于预期、经济数据不及预期



## 目 录

一、新增社融回升背后反映了什么？ .....	3
二、如何正确看待 M1 增速为负？ .....	4
三、信贷增速放缓是否会成为常态化？ .....	5

## 图表目录

图表 1： 5 月社融各分项情况.....	4
图表 2： 纳入居民活期存款后 M1 波动幅度明显下降 .....	5



## 一、新增社融回升背后反映了什么？

5月新增社融2.07万亿元，小幅超市场预期，同比多增5132亿元。5月末社融存量391.93万亿元，同比增速8.4%，较上月提高0.1个百分点，依然明显高于名义经济增速，保持了金融对实体经济的支持力度。

社融同比好转主要来自于两方面：一是国债和地方债等政府债券发行加快，二是企业债去年同期低基数，两者对冲了银行信贷的下降。背后反映出实体经济需求仍然偏弱，财政政策在加大逆周期调节。

其一，政府债券融资放量是支撑社融好转的主要力量，背后是财政政策加速落地。5月，新增政府债券1.23万亿元，属于历史上同期较高水平，近五年同期均值为7614.5亿元，同比多增6682亿元。5月政府债券发行节奏明显加快，特别国债启动发行，共发行了800亿元；全国共发行地方政府债券9036.0亿元，高于去年同期水平（7553.5亿元），净融资6348.8亿元，较4月增加5799.5亿元。

其二，企业债券由于低基数效应有所回升。5月新增企业债313亿，同比多增2457亿元，主要由于去年同期基数较低。地方政府化债等因素依然对城投债形成制约，根据Wind数据，5月城投债共发行2009.5亿元，较去年同期减少509.3亿元。

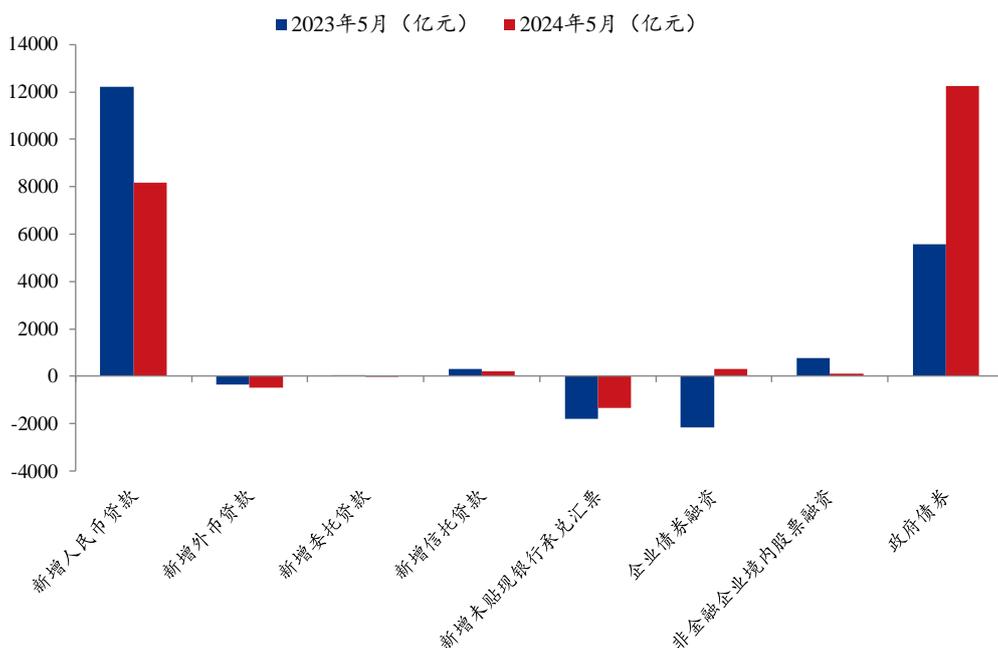
其三，实体经济需求偏弱，制约银行信贷增长，成为社融主要拖累项。5月社融分项数据中，新增人民币贷款8157亿元，明显低于近五年同期均值14420.1亿元，同比少增4062亿元。信贷口径下的人民币贷款新增9500元，同比少增4100亿元。

一方面，居民、企业信贷扩张意愿仍然不强。两者均延续同比少增态势，分别少增2915和1158亿元。其中居民短期贷款同比少增1745亿元，说明消费意愿较低。同期，汽车消费有所走弱，中汽协数据显示，5月汽车国内销量193.6万辆，同比下降2.9%，整车厂内卷式降价潮下，消费者持币观望情绪较重。居民中长期贷款同比少增1170亿元，5月以来国内房地产政策持续放松，但政策效果仍然不明显，30城商品房销售面积同比下降38.1%。企业短期和中长期贷款分别少增1550和2569亿元，指向企业投资扩产意愿低。此外票据冲量现象仍存，票据融资新增3572亿元，同比多增3152亿元，银行贷款放不出，为了避免额度收回，只能放大低风险的票据融资。

另一方面，监管“去虚增、防空转”也对信贷产生下拉影响。金融机构受传统规模情节的影响，以往有靠虚增存贷款做高金融数据的现象。今年以来，央行加大力度“挤水分”，一方面，规范手工补息，降低银行的高息负债的同时减少空转套利。这导致居民、企业的存款流向理财，或提前还贷，存、贷款规模同步收缩，货币派生能力也在减弱。另一方面，优化金融业增加值核算。过去季度金融业增加值核算方式高度依赖存贷款规模，地方政府有较强的冲动督导银行冲高存贷款，优化后的核算方法更加注重效益而非规模，对货币信贷总量造成下拉影响。



图表1：5月社融各分项情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 二、如何正确看待 M1 增速为负？

5月，M1 和 M2 增速继续下滑，尤其是 M1 增速继 4 月之后再度出现负增长，同比减少 4.2%。

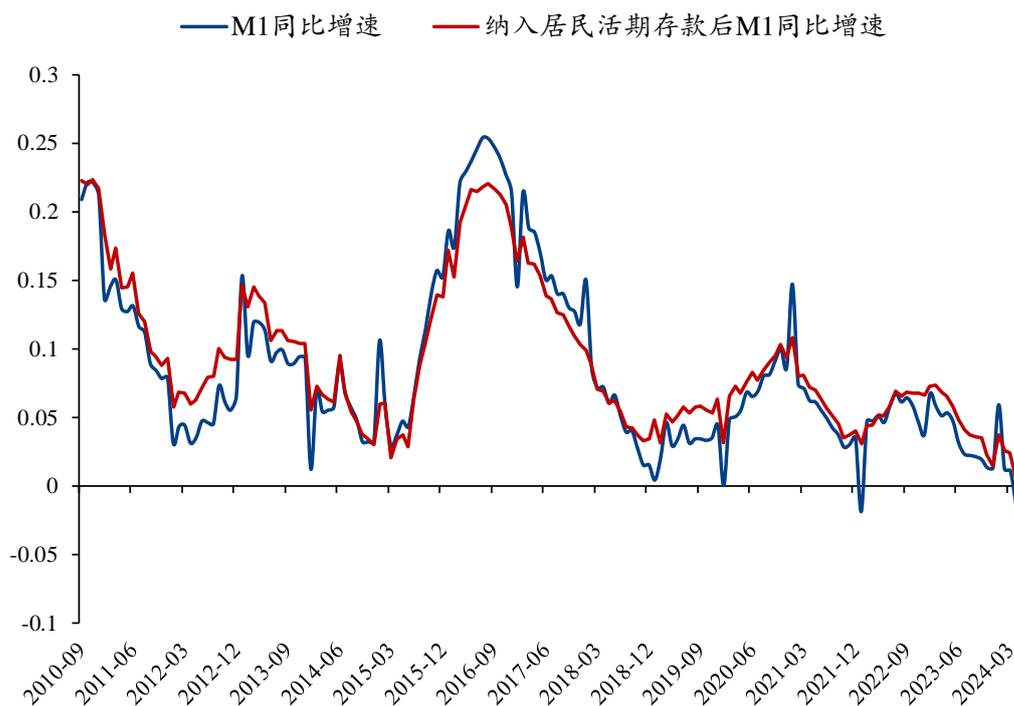
**其一，M1 增速受到企业活期存款下降拖累。**5 月企业存款减少 8000 亿元，同比多减 6607 亿元，进一步观察企业活期存款，减少 10450.3 亿元，同比多减 8039.1 亿元，成为 M1 主要拖累。

**其二，金融“挤水分”也导致 M1 加速回落。**今年 4 月，央行开始禁止手工补息，过去高息揽储行为得到遏制，企业套息行为得到纠正，部分企业活期存款开始向理财等其它金融产品分流，引起 M1 加速回落。这一点可以从非银存款明显多增得到印证，5 月非银存款新增 11600 亿元，同比多增达到 8379 亿元。也就是说，4 月、5 月的企业活期存款增速的下降本身可能并不存在太强的经济含义。

**其三，M1 统计口径较其他国家相比过窄，也会放大企业存款对 M1 的影响，加剧其波动幅度。**人民银行 M1 的统计口径为流通中现金（M0）、企业活期存款、机关团体部队存款、农村存款以及个人信用卡存款的总和。6 月 14 日《金融时报》发文指出，与海外相比，我国 M1 的统计口径实际较窄，其中最主要的不同是个人活期储蓄并未纳入 M1 进行统计。此外，随着电子技术在金融领域的应用，第三方支付机构中沉淀的客户备付金、以余额宝为代表的货币基金及现金理财产品已经基本具备直接用于消费支付的功能，理应纳入 M1 统计。如果将居民活期存款等纳入 M1 统计范畴，M1 增速虽然也在下行，但波动性幅度将会明显降低，也更符合经济运行现实。2024 年 5 月，M1 规模为 64.68 万亿元，同比下降 4.2%，若将居民活期存款纳入，同比下降 0.8%，降幅明显缩窄。



图表2：纳入居民活期存款后 M1 波动幅度明显下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、信贷增速放缓是否会成为常态化？

往后看，信贷增速放缓或成为常态，既是客观经济运行使然，也有顶层设计引导的因素。信贷增速虽然有所放缓，但仍与经济高质量发展相适配。

其一，实体经济恢复是曲折而缓慢的。5月PMI再度回落至荣枯线以下，居民收入和就业预期仍不明朗，消费需求较弱，地产新政的作用需要时间，整体上内需不足的情况仍将延续一段时间，一系列客观因素决定信贷需求短期内难以快速提振。与此同时，今年广义财政赤字较去年增长有限，目前政府债对社融的支撑可能逐渐消失，和较弱的信贷需求叠加，导致社融再度放缓。

其二，信贷增速放缓背后反映顶层设计引导市场淡化对货币信贷总量的关注，提高对结构和质效的重视，需理性看待。

一方面，随着经济结构调整、转型升级加快，信贷需求也在“换挡”。传统高度依赖信贷资金的重工业等行业信贷需求趋于饱和，轻资产服务业占比持续提升，占用信贷较少。即使信贷增长比过去低一些，也足够支持经济保持平稳增长，更是金融支持质效提升的体现。

另一方面，继续增加信贷投放，不仅边际效果递减，还可能滋生低效企业难以出清、企业资金空转套利问题。例如，低效企业长期占用信贷资源、难以出清和优胜劣汰，低价恶性竞争拖累经营高效企业；再如，部分企业借助自身优势地位，将低成本贷款资金用于购买理财、存定期，或转贷给其他企业，带来企业资金空转套利问题。这也是为什么今年以来监管持续打击资金空转的原因，央行主管媒体《金融时报》6月14日发文表示，金融数据主动挤水分，表面看增量没有那么大，但是排除了虚增部分后，金融数据更实、效率更高，反映的是经济实实在在的支持，也是高质量发展要求的体现。



此外，直接融资快速发展，产生良性替代效应，但直接融资并未反应在信贷数据中，可能导致存贷款和货币供应量下降。去年 724 政治局会议后，资本市场建设提速，今年新“国九条”发布，更是明确了资本市场建设路线和施策方向，未来股权资金等直接融资体系的作用将进一步放大，尤其在支持创新发展等方面。直接融资较为发达的经济体不再以货币供应量作为货币政策中介目标。



## 分析师简介

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)