

# 加码宽松还是稳定汇率？

## 事件点评

### 金融数据速评（2024.6）

#### 投资要点

- ◆ **新增贷款持续低迷，企业中长贷加速降温，地产放松尚未扭转居民借贷放缓之势。**6月新增信贷2.13万亿，同比大幅少增9212亿，为年内同比少增最为显著的单月，主要拖累来自两个方面：1）企业中长贷6月新增9700亿，大幅少增达6233亿，降温有所加速，即便去年同期降息，但基数并不明显走高，6月的大幅降温很大程度上可能意味着地方债务风险加速化解背景下，新增地方债稍有放量即可能部分替代贷款，新增项目相对不多，基建投资未来数月增速难以大幅回升。2）6月新增居民户贷款5709亿，同比少增达3930亿，连续第五个月同比少增，其中居民短贷和居民中长贷分别少增2443亿和1428亿，“517”地产放松新政尽管令房地产成交活跃度有所提升，但“以价换量”和原限购政策压制的需求一次性集中释放特征更为明显，居民资产负债表扩张放缓趋势未有明显扭转。
- ◆ **政府债券发行继续加速，但不致贷款大幅少增，信用需求从增量转为存量，信用扩张速度对货币宽松操作日渐钝化。**6月新增社融近3.3万亿，仅时隔一个月即再度转为同比少增，且少增幅度达9283亿。其中，政府债券发行继续加速，6月新增8487亿，同比多增3116亿，为连续第二个月同比多增，幅度则有所收窄。这一小幅多增的情形，尚无法填补主要由房地产企业和地方融资平台所驱动的传统信用需求大户的内生性需求降温缺口，6月对实体人民币贷款少增逾1万亿，企业债券融资也同比小幅少增121亿。6月社融存量同比增长8.1%，再度大幅下降至2017年以来新低。社融的大幅降温意味着在房地产风险和地方债务风险加速化解的阶段，全社会信用融资需求正迅速从增量膨胀扭转为存量优化，新增广义信用已经对货币宽松操作日渐钝化。
- ◆ **贷款低迷向存款端传导，企业活期存款理财化，共同导致M1、M2增速同步再创新低。**6月M1、M2同比分别下行0.8个百分点至-5.0%和6.2%，均再创历年新低。贷款创造存款，近几个月连续低迷的贷款形势向存款端传导，6月新增存款同比大幅少增逾1.25万亿；其中居民户和企业存款分别少增5336亿和1.06万亿，后者少增较多，显示“手工补息”叫停之后企业活期存款或迅速被表外理财所替代，可能是M1加速走低的主要原因。非银金融机构存款则第二个月同比多增，6月多增1520亿。财政存款再度同比多增2303亿，与今年专项债及特别国债对项目收益性要求较高，项目进展不快，资金有所淤积有关。
- ◆ **当信用需求从增量膨胀逆转为存量优化，应加码宽松还是稳定汇率？**二月以来金融数据持续低迷，甚至个别月份加速降温，确为罕见。面对新的社会信用融资需求形势变化，我们首先可能需要辨析当前居民和企业资产负债表扩张放缓的趋势与经济高质量发展的战略目标之间的匹配度。事实上，货币信用体系本身就是着眼于扩张金融杠杆、推动地产基建投资为主的短期需求刺激政策工具。当前处于经济高质量发展的结构优化转型期，房地产风险和地方债务风险的显现和化解处理同步加快，原来企业部门的一些低效投资需求有所收缩，居民部门也不再基于房价上涨的单向预期而竞争性购置住房，信用融资的扩张速度已经在相当程度上对货币宽松操作变得不敏感，从信用增量膨胀到增速放缓存量优化是符合经济发展的结构升级目标的内生性变化。而在这一阶段，如果货币政策固守强刺激逻辑，进一步大幅加码宽松，汇率的大幅走弱将不可避免，并可能因此导致居民耐用消费品购买力大幅下降、先进制造业研发和生产预期紊乱、低效投资挤出高效投资和金融体系资金空转等一系列实体经济和金融体系新的潜在风险。加码宽松还是稳定汇率？内外部案例殷鉴可鉴，答案或已不言自明。我们维持9月降准50BP，9-12月1Y LPR和MLF利率可下调30BP左右，5Y LPR年内维持不变的预测。关注近期国债借入并抛售操作、以及临时隔夜正回购操作的可能性，下半年经济政策的主要潜在空间在于财政，特别是中央一般公共预算融资格局的进一步打开。
- ◆ **风险提示：**央行回笼流动性快于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

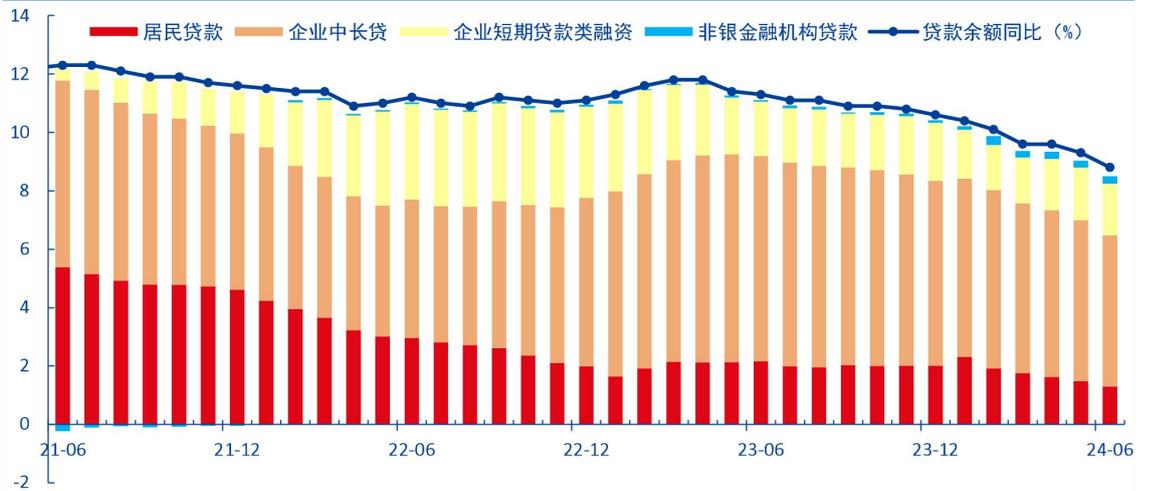
- 油价大跌渗透核心CPI，年内美联储能否降息3次？——美国CPI点评（2024.6）  
2024.7.11
- “以价换量”非持久之计，仍需财政发力拉动消费——CPI、PPI点评（2024.6）  
2024.7.10
- 利率走廊仍远，回笼迫在眉睫——临时正逆回购工具创设点评 2024.7.8
- 美国就业市场趋稳，“二次通胀”风险是否消退？——美国就业数据点评（2024.6）  
2024.7.6
- 详解国债借入操作的资产负债表传导机制——华金宏观·双循环周报（第65期）  
2024.7.5



## 一、新增贷款持续低迷，企业中长贷加速降温，地产放松尚未扭转居民借贷放缓之势。

6月新增信贷2.13万亿，同比大幅少增9212亿，为年内同比少增最为显著的单月，主要拖累来自两个方面：1) 企业中长贷6月新增9700亿，大幅少增达6233亿，降温有所加速，即便去年同期降息，但基数并不明显走高，6月的大幅降温很大程度上可能意味着地方债务风险加速化解背景下，新增地方债稍有放量即可能部分替代贷款，新增项目相对不多，基建投资未来数月增速难以大幅回升。2) 6月新增居民户贷款5709亿，同比少增达3930亿，连续第五个月同比少增，其中居民短贷和居民中长贷分别少增2443亿和1428亿，“517”地产放松新政尽管令房地产成交活跃度有所提升，但“以价换量”和原限购政策压制的需求一次性集中释放特征更为明显，居民资产负债表扩张放缓趋势未有明显扭转。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

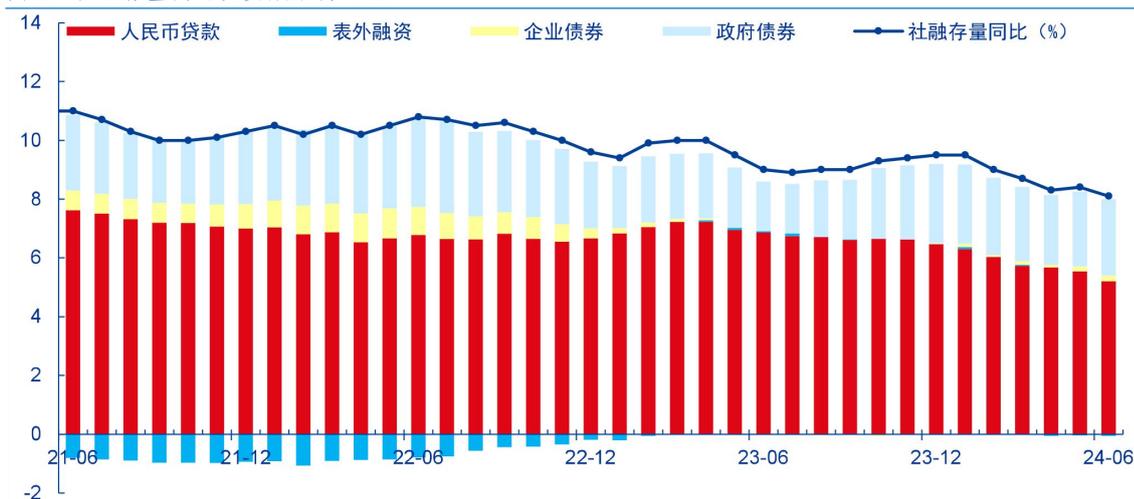


资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 二、政府债券发行继续加速，但不敌贷款大幅少增，信用需求从增量转为存量，信用扩张速度对货币宽松操作日渐钝化。

6月新增社融近3.3万亿，仅时隔一个月即再度转为同比少增，且少增幅度达9283亿。其中，政府债券发行继续加速，6月新增8487亿，同比多增3116亿，为连续第二个月同比多增，幅度则有所收窄。这一小幅多增的情形，尚无法填补主要由房地产企业和地方融资平台所驱动的传统信用需求大户的内生性需求降温缺口，6月对实体人民币贷款少增逾1万亿，企业债券融资也同比小幅少增121亿。6月社融存量同比增长8.1%，再度大幅下降至2017年以来新低。社融的大幅降温意味着在房地产风险和地方债务风险加速化解的阶段，全社会信用融资需求正迅速从增量膨胀扭转为存量优化，新增广义信用已经对货币宽松操作日渐钝化。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)

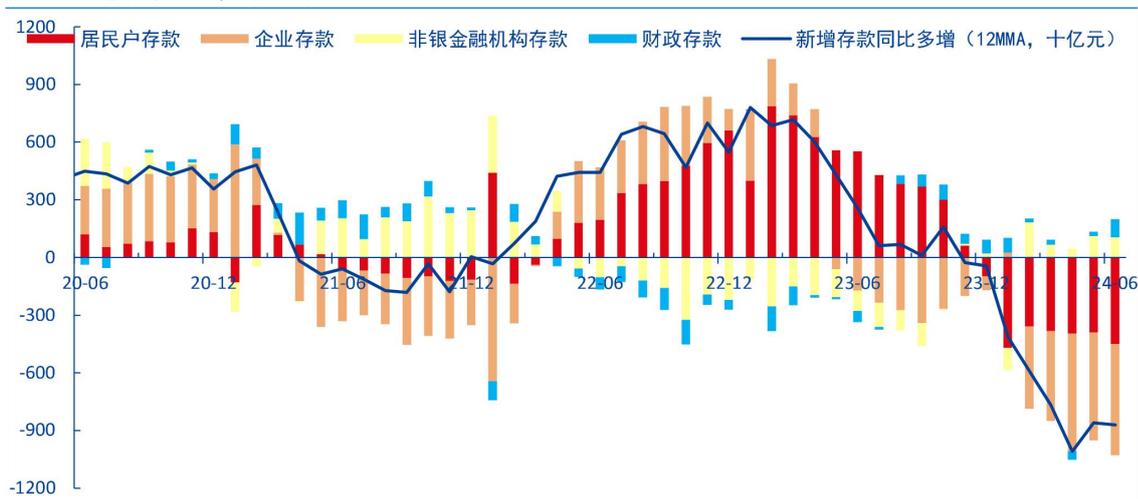


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

### 三、贷款低迷向存款端传导，企业活期存款理财化，共同导致 M1、M2 增速同步再创新低。

6 月 M1、M2 同比分别下行 0.8 个百分点至 -5.0% 和 6.2%，均再创历年新低。贷款创造存款，近几个月连续低迷的贷款形势向存款端传导，6 月新增存款同比大幅少增逾 1.25 万亿；其中居民户和企业存款分别少增 5336 亿和 1.06 万亿，后者少增较多，显示“手工补息”叫停之后企业活期存款或迅速被表外理财所替代，可能是 M1 加速走低的主要原因。非银金融机构存款则第二个月同比多增，6 月多增 1520 亿。财政存款再度同比多增 2303 亿，与今年专项债及特别国债对项目收益性要求较高，项目进展不快，资金有所淤积有关。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



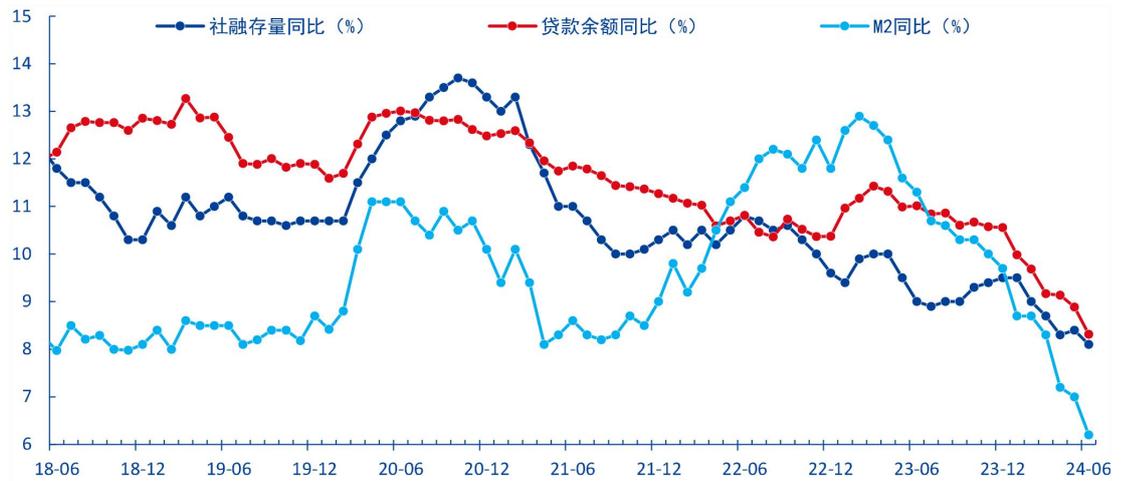
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

### 四、当信用需求从增量膨胀逆转为存量优化，应加码宽松还是稳定汇率？

二月以来金融数据持续低迷，甚至个别月份加速降温，确为罕见。面对新的社会信用融资需求形势变化，我们首先可能需要辨析当前居民和企业资产负债表扩张放缓的趋势与经济高质量发展的战略目标之间的匹配度。事实上，货币信用体系本身就是着眼于扩张金融杠杆、推动地产基建投资为主的短期需求刺激政策工具。当前处于经济高质量发展的结构优化转型期，房地产风险和地方债务风险的显现和化解处理同步加快，原来企业部门的一些低效投资需求有所收缩，居民

部门也不再基于房价上涨的单向预期而竞争性购置住房，信用融资的扩张速度已经在相当程度上对货币宽松操作变得不敏感，从信用增量膨胀到增速放缓存量优化是符合经济发展的结构升级目标的内生性变化。而在这一阶段，如果货币政策固守强刺激逻辑，进一步大幅加码宽松，汇率的大幅走弱将不可避免，并可能因此导致居民耐用消费品购买力大幅下降、先进制造业研发和生产预期紊乱、低效投资挤出高效投资和金融体系资金空转等一系列实体经济和金融体系新的潜在风险。加码宽松还是稳定汇率？内外部案例殷殷可鉴，答案或已不言而喻。我们维持9月降准50BP，9-12月1Y LPR和MLF利率可下调30BP左右，5Y LPR年内维持不变的预测。关注近期国债借入并抛售操作、以及临时隔夜正回购操作的可能性，下半年经济政策的主要潜在空间在于财政，特别是中央一般公共预算融资格局的进一步打开。

图4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

**风险提示：**央行回笼流动性快于预期风险。

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

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