

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

货币信贷低增有三重因素，哪个也不能忽略

2024年7月13日

- **6月货币信贷走弱，平滑信贷投放效果显现，政府债券支撑下的社融表现较好。**新增信贷6月同比少增9200亿元，较上月（4100亿元）扩大；结构上居民短期贷款、中长期贷款，企业短期贷款、中长期贷款分别同比少增2443亿元、1428亿元、749亿元、6233亿元。M2增速继续放缓至6.2%，M1延续负增长，降幅继续小幅扩大至5%。新增社融基本符合预期，结构上，实体信贷、表外融资、直接融资对社融构成拖累，政府债券融资同比多增3105亿元，成为社融结构中最大的亮点。
- **原因可概括为基本面因素、市场性因素和技术性因素多个方面，哪个也不能忽略。**基本面因素包括供需错配下实体经济贷款需求不足，企业利润改善速度偏缓等。市场性因素主要体现为债市对存款起到了分流作用。技术性因素即金融“挤水分”、禁止手工补息对贷款量和货币供应量增长的阶段性扰动仍然存在。如果只重视基本面因素，而忽略了市场性因素和技术性因素，尤其是技术性因素，就会放大对经济的悲观情绪。而如果只重视技术性因素和市场因素，而忽略了基本面因素，同样不够全面。
- **投资策略上，看好上游周期。**经济供需错配下，CPI、PPI尽管出于低基数原因，可能小幅回升，但可能仍将在低位继续徘徊一段时间。央行校正债市的决心很大，债市短期可能不乏波动。股市可能演绎结构性行情，中下游行业面临产能过剩压力，而上游周期行业则具备产能受限和需求存在支撑的利好，看好全年上游周期相对跑赢的机会。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

目 录

一、信贷：平滑信贷投放效果显现.....	3
二、货币：多重因素导致货币供应量继续低增.....	5
三、社融：政府债券成为最大的亮点.....	6
四、结论和投资启示.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

图 1：6 月末人民币贷款余额增速为 8.8%.....	3
图 2：6 月新增人民币贷款当月同比少增.....	4
图 3：今年一季度，社零增速 4.7%.....	5
图 4：非金融企业活期存款同比增速下滑尤其多.....	6
图 5：6 月新增社融同比少增.....	6
图 6：6 月社融存量增速为 8.1%.....	7

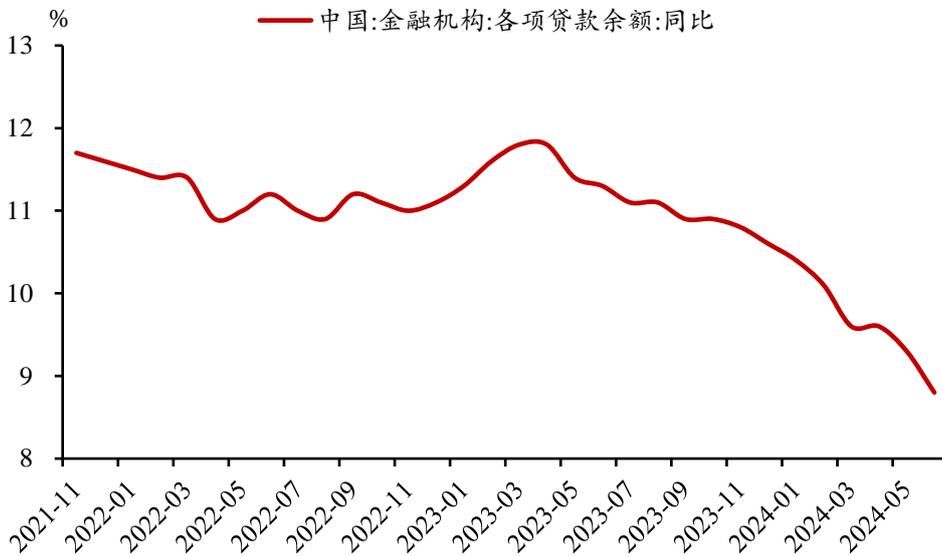
一、信贷：平滑信贷投放效果显现

总量：6月新增人民币贷款2.13万亿元，当月同比少增9200亿元，上半年累计同比少增2.46万亿元；6月末人民币贷款余额增速为8.8%，较上月下降0.5个百分点，上半年累计下降1.8个百分点。关注两个方面：1) 同比少增量降幅扩大，今年1-6月中有4个月新增贷款均为同比少增，但6月同比少增量较上月(4100亿元)扩大；2) 余额增速降幅扩大，5月余额增速下降0.3个百分点，6月扩大到0.5个百分点(图1)。

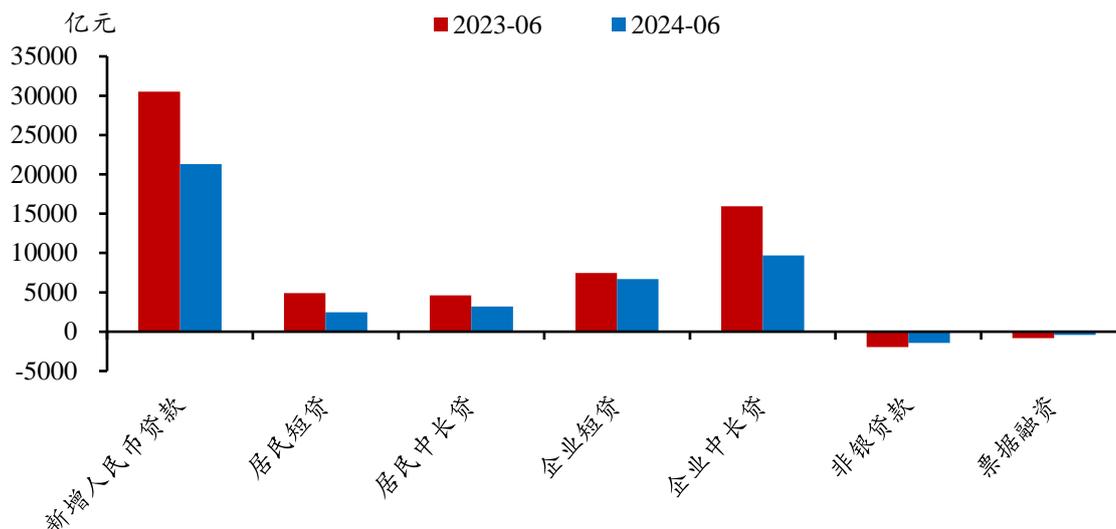
结构：从居民部门看，6月居民短期贷款增加2471亿元，同比少增2443亿元，居民中长期贷款(主要是房贷)增加3202亿元，同比少增1428亿元，指向居民消费贷款和房贷需求仍然偏弱。从企业部门看，6月企业短期贷款增加6700亿元，同比少增749亿元，企业中长期贷款增加9700亿元，同比少增6233亿元，指向企业贷款需求也较弱。从非银部门看，6月非银机构贷款减少1417亿元，同比少减545亿元，对总体影响不大(图2)。

值得注意的是，票据融资未充当季末冲量的因素。6月企业票据融资减少393亿元，一改此前两月大幅增加的局面。银行对票据融资的干预能力较强，票据融资以往常被用作季末信贷冲量的工具，当实体经济信贷需求不足，而银行对信贷增长有较高诉求时，往往努力推高票据融资规模。但6月这一现象并未出现，体现了此前央行指导银行平滑信贷投放的效果。如此一来，信贷数据将能够更好地反映真实的信贷需求。

图 1：6月末人民币贷款余额增速为 8.8%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：6 月新增人民币贷款当月同比少增


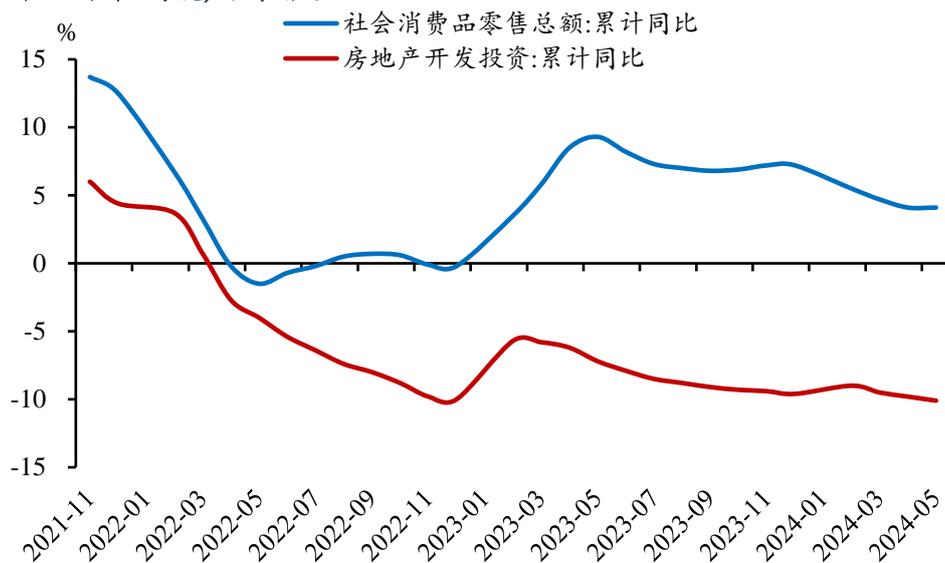
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

新增信贷数据表现走低背后，我们认为主要有以下原因。

第一，当前中国经济面临供需错配局面，企业缺乏扩大生产经营的动力，贷款需求不足。我们研究发现，在制造业投资持续高增的推动下，今年一季度我国工业总产能经历了一波扩张，规模以上工业企业总产能达到近 180 万亿元（详见《产能扩张遇上需求不足——2024 年中期宏观展望》20240621），而同期房地产投资、社零等反映终端需求的指标增速仅为 -9.5% 和 4.7%（图 3）。即，中国经济面临供给扩张和需求不足叠加的供需错配局面。这一局面下，企业难免缺乏贷款和扩大生产经营的动力和意愿，这可能是当前企业贷款需求不足的最重要原因。

第二，企业利润改善速度偏缓，也抑制了贷款需求。在供需错配格局下，物价持续低迷，企业利润改善速度偏缓。回顾近期规模以上工业企业利润的走势，在 2023 年初较低的基数下，2024 年 1-5 月规模以上工业企业利润同比增速仅为 3.4%，反映企业的盈利能力改善速度偏缓。

第三，金融“挤水分”继续对信贷增长构成抑制。此前，存贷款中含有虚增的、不规范的成分，金融“挤水分”实施下，过去虚增和不规范的存款在提取、贷款在偿还、票据在出售，势必带来货币供应量、贷款总量的同步减少。我们预计，金融“挤水分”对货币信贷增长的扰动可能集中体现在二季度，且会在下半年持续产生影响。

图 3：今年一季度，社零增速 4.7%


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、货币：多重因素导致货币供应量继续低增

M2 增速继续放缓，连续 3 个月低于 8%。6 月 M2 增速为 6.2%，低于市场预期的 6.8%（华尔街见闻统计，下同），较上月回落 0.8 个百分点。自 4 月份 M2 增速首次跌破 8% 以来，已连续 3 个月低于这一水平。

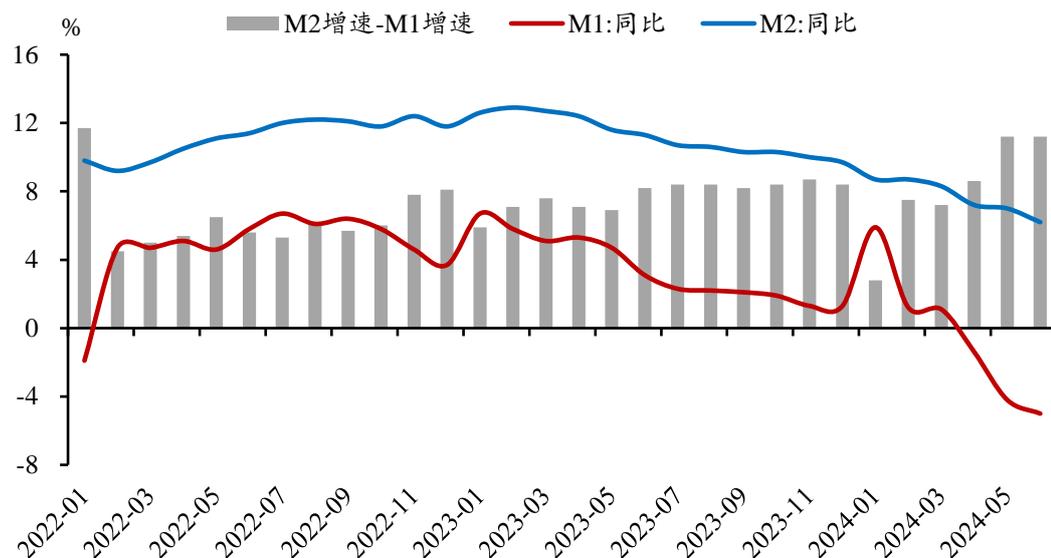
M1 延续负增长，但略好于市场预期。6 月 M1 增速为 -5%，连续第 3 个月负增长，降幅较上月小幅扩大 0.8 个百分点。市场对 M1 继续下降已有预期，预期降幅为 5.4%，M1 表现略好于市场预期。M2-M1 剪刀差为 11.2 个百分点，持平于上月，仍为 2022 年 2 月以来最高。M1 的流动性比 M2 更高，与经济运行的关系比 M2 更密切，M2-M1 剪刀差仍处高位，货币供给的流动性仍然值得关注（图 4）。

M2 和 M1 共同指向货币供应量低增，我们认为，这是由以下多重因素共同导致的。

一是信贷偏弱从而派生存款弱。根据“贷款派生存款”理论，贷款弱是因，存款弱是果。6 月当月新增 M2 规模为 31655 亿元，同比少增 20864 亿元。前文提到，6 月新增人民币贷款 2.13 万亿元，当月同比少增 9200 亿元，由此派生的存款亦同比少增 9200 亿元。

二是债市对存款起到了分流作用。债市尽管收益率不断下降，但截至目前，大型商业银行 1 年期理财产品预期年收益率仍可达到 2.2%，仍高于 1.5% 的 1 年期定期存款利率，与此同时股市低迷，居民存款大量通过理财产品进入债市，截至 5 月最新数据，债券型开放式基金份额为 57080 亿份，较去年末增加 9400 亿份。

三是禁止手工补息的阶段性影响仍然存在。今年 4 月初，市场利率定价自律机制下发《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，开始对存款增长带来影响，当月 M1 首次出现负增。接下来几个月，禁止手工补息的影响可能仍将存在。

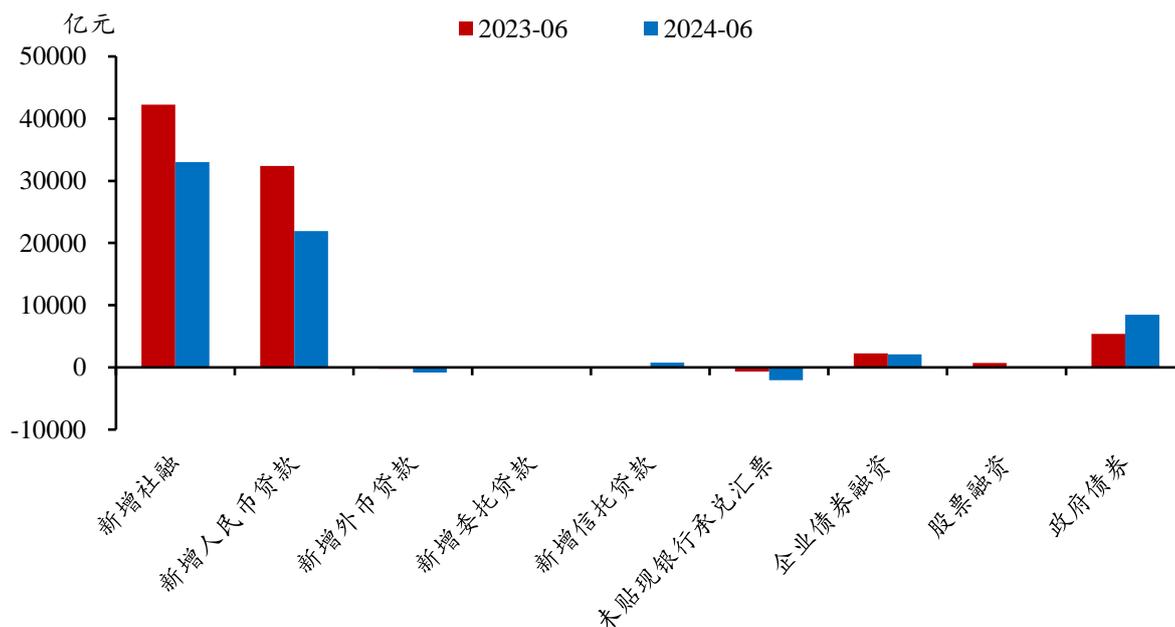
图 4：非金融企业活期存款同比增速下滑尤其多


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、社融：政府债券成为最大的亮点

新增社融同比少增，基本符合预期。6月当月新增社融3.3万亿元，1-6月累计新增18.1万亿元，基本符合18.2万亿元的市场预期；6月当月同比少增9266亿元，1-6月累计同比少增34515亿元。6月社融存量增速为8.1%，较上月回落0.3个百分点，较去年末回落1.4个百分点（图5、图6）。

结构上冷热不均，政府债券为最大亮点。1) 实体信贷，人民币贷款同比少增10486亿元，外币贷款同比多减616亿元，合计同比少增1.1万亿元；2) 表外融资，“委托贷款+信托贷款+未贴现票据”三项合计同比多减400亿元；3) 直接融资，股票融资同比少增546亿元，债券融资同比少增149亿元。以上诸项，均对社融构成拖累。4) 政府债券融资，6月新增8476亿元，同比多增3105亿元，成为社融结构中最大的亮点（图5）。

图 5：6月新增社融同比少增


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：6 月社融存量增速为 8.1%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、结论和投资启示

总结而言，6 月新增信贷、M2、M1 等多项数据表现偏低，（政府债券支撑下的）社融尚可，原因可概括为基本面因素、市场性因素和技术性因素多个方面。

- 1) 基本面因素包括供需错配下实体经济贷款需求不足，企业利润改善速度偏缓等。
- 2) 市场性因素主要体现为债市对存款起到了分流作用。
- 3) 技术性因素即金融“挤水分”、禁止手工补息对贷款量和货币供应量增长的阶段性扰动仍然存在。

以上多重因素，哪个也不能忽略。如果只重视基本面因素，而忽略了市场性因素和技术性因素，尤其是技术性因素，就会放大对经济的悲观情绪。而如果只重视技术性因素和市场因素，而忽略了基本面因素，同样不够全面。理性的态度是，从实际出发，直面经济现实。

投资策略上，看好上游周期。经济供需错配下，CPI、PPI 尽管出于低基数原因，可能小幅回升，但可能仍将在低位继续徘徊一段时间。央行校正债市的决心很大，债市短期可能不乏波动。股市可能演绎结构性行情，中下游行业面临产能过剩压力，而上游周期行业则具备产能受限和需求存在支撑的利好，看好全年上游周期相对跑赢的机会。

风险因素

国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。