

2024年07月13日

社融企稳还需财政发力

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

事件：6月社会融资规模增长32982亿元，预期32155亿元，前值增加20692亿元；新增人民币贷款21300亿元，预期21327亿元，前值9500亿元。

● 6月信贷：居民信贷未见起色，企业中长贷加速下滑

6月信贷总量增加21300亿元，同比少增9200亿元，基本符合预期。企业中长贷同比大幅下降是信贷的主要拖累。

居民贷款新增5709亿元，同比少增3930亿元，增量为2024年3月以来的新低。短贷下滑幅度超过中长贷，分别少增2443、1428亿元。中长期贷款同比下滑较5月更为严重，或揭示居民加杠杆需求对地产刺激政策的反应有限。正如我们在《试论地产需求政策的有效性边界》中讨论，下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至11%以下，而当前我们尚未满足该条件，从而地产政策的有效性偏低。且由于社会预期较弱，居民提前还贷现象愈发增多。居民中长贷尚未迎来拐点。居民短贷大幅减少，或与消费降级、居民消费贷走弱有关。

企业贷款同比创新低，中长贷大幅收缩。企业贷款新增1.63万亿元，同比少增6503亿元，同比变化量创历史新低。其中中长期贷款同比少增6233亿元，企业短贷同比少增749亿元，表内票据融资同比少减428亿元。企业中长贷大幅收敛，低于2022-2023同期水平，且小幅低于2020年以来的季节性水平。企业端信用收缩与项目数量不足、化债约束下地方城投信用收缩、企业信心偏弱有关。企业短贷和票据收缩程度有限，或包括商业银行为维持贷款数据平稳而在票据和短期贷款层面冲量的因素。

● 6月社融：政府债券对社融起到“弱支撑”

6月社融增加32982亿元，同比少增9283亿，下滑幅度有所扩大。社融存量增速下降0.3个百分点到8.1%，剔除财政因素的社融增速仅为6.7%。结构上看，政府债券同比大幅多增，人民币信贷走弱拖累社融。6月新增政府债券8487亿元，同比多增3116亿元。政府债券仍保持一定发行速度。规模环比弱于5月，但在社融各分项中起到绝对的支撑作用。社融口径人民币信贷新增约2.2万亿，同比少增约1万亿。非标融资方面，未贴现银行承兑汇票同比多减1356亿元，反映企业开票活跃度进一步降低。企业债券同比少增121亿元，直接融资总体保持了一定韧性。

● 广义货币：M1续创新低，政策扰动仍在释放

M1增速下降0.8个百分点至-5%，继续下探至历史低位。M2增速下降0.8个百分点至6.2%，低于市场预期。

存款结构方面，企业和居民存款延续下滑，财政资金支出力度待提升。6月居民存款同比少增5336亿元，减少幅度扩大；企业存款大幅流出，同比少增10601亿元。贷款需求走弱叠加存款持续增长，6月居民存贷差已提高至64.7万亿。非银存款少减1520亿元、财政存款少减2303亿元，财政支出力度相对2023年有所缩减，财政仍待发力。M1降幅扩大，禁止手工补息和金融“挤水分”的影响仍在释放，企业存款定期化和存款流出现象都更趋突出。M2降幅也环比增加，反映贷款下降向存款的传导。

2024年的金融数据逐步显现出“弱化增量、优化存量”的特征，对货币信贷增速的关注不宜过高。当前信用环境趋紧，原因正如我们在5月点评中提出的，长短期因素共存。防空转、禁补息、挤水分等政策对M1和信贷增长造成扰动，同时居民加杠杆意愿偏低、基建投资项目缺位、政府支出力度有限等因素导致货币和信用数据的超季节性低增长。向后看，一方面，潘行长在陆家嘴论坛上提及M1口径的调整，后续M1口径调整有望扭转偏低读数；另一方面，在央行宽货币或受掣肘、地产政策有效性不足的背景下，宽财政应是扩大内需以及改善紧信用的最有力手段，三季度可展望专项债发行提速和财政支出边际扩张。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

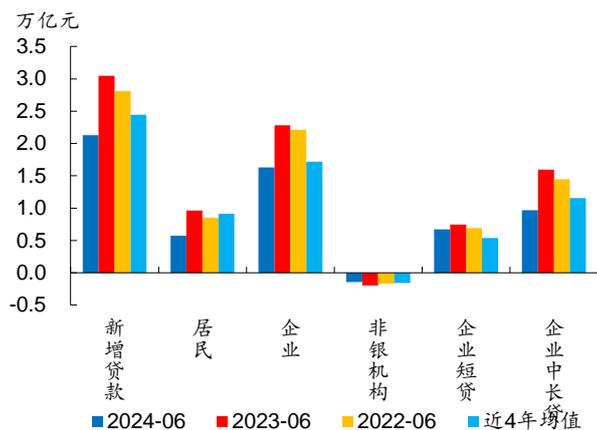
相关研究报告

《通胀连续下行有助于提升美联储9月降息概率——美国6月CPI点评》
-2024.7.12

《消费增长延续以价换量——宏观经济点评》-2024.7.10

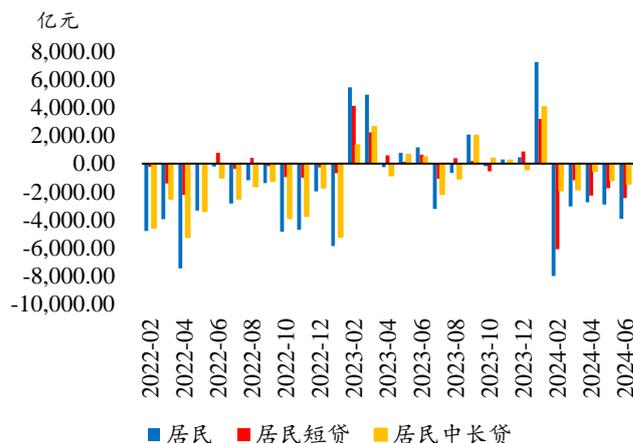
《新建房成交同比转正——宏观周报》
-2024.7.7

附图 1：6 月居民和企业贷款双走弱



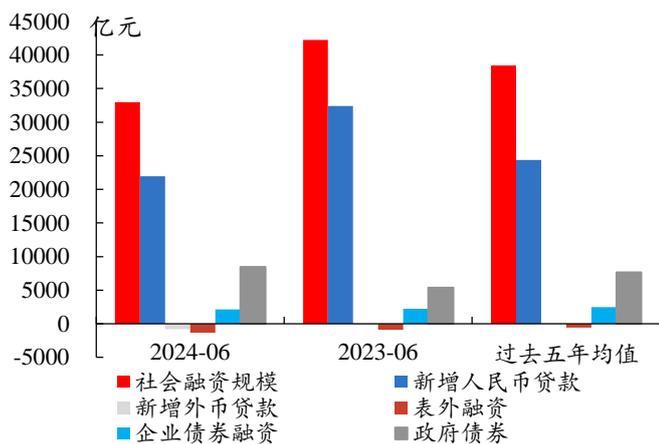
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：地产政策加码对居民贷款刺激效果有限



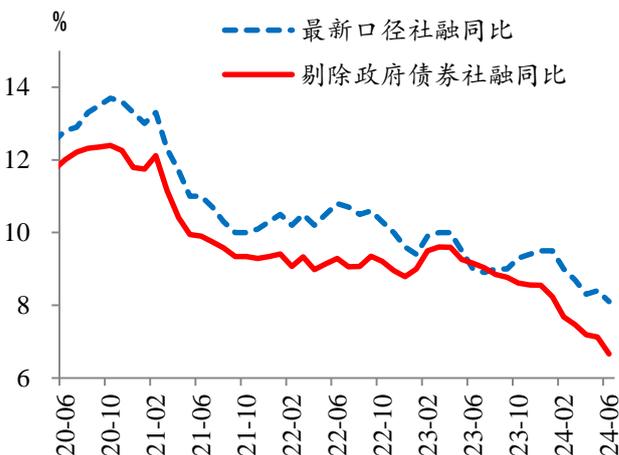
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：6 月政府债券同比多增支撑社融



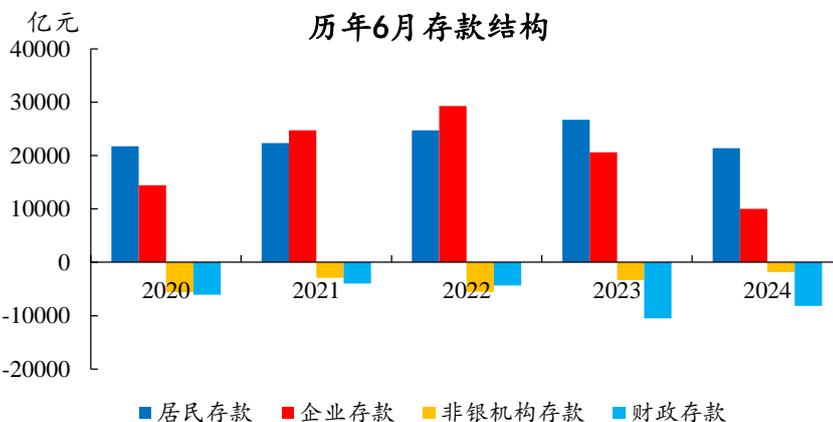
数据来源：Wind、开源证券研究所；

附图 4：财政因素对社融的贡献加大



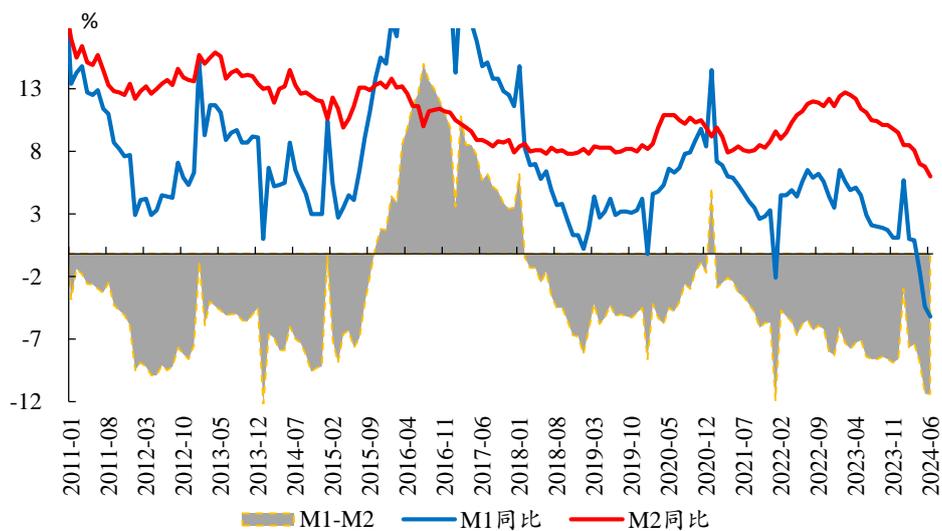
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：6 月企业存款大幅减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6: M1 延续下行, M2 降幅较 5 月扩大



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn