



宏观研究

【粤开宏观】金融数据背后的变与不变——6月金融数据点评

2024年07月14日

分析师：罗志恒

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

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】历届三中全会回顾：改革的逻辑与主线》2024-07-11

《【粤开宏观】地方化债的举措、成效及新问题：新一轮化债周年回顾》2024-07-09

《【粤开宏观】公用事业涨价：定价机制、原因及对通胀的影响》2024-07-07

《央行卖债渐近——如何理解央行借入国债的政策意图？》2024-07-01

《【粤开宏观】数字经济时代财税体系面临的挑战与发展趋势》2024-06-30

事件：

2024年上半年，社会融资规模增量累计为18.1万亿元，比上年同期少增3.45万亿元；6月新增社融3.3万亿元，同比少增9283亿元；M1同比增速-5.0%，前值-4.2%；M2同比增速6.2%，前值7.0%。

风险提示：房地产市场低迷超预期、货币政策框架变化超预期



目 录

一、金融数据的总量趋势和结构特征无显著变化，实体部门需求仍有待提升	3
二、金融数据与经济表现相关性降低.....	5
三、结论与建议.....	6

图表目录

图表 1： 社融存量同比增速基本呈现逐月下滑的趋势	4
图表 2： 表内人民币贷款仍是最大拖累，政府债券融资是最主要支撑	4
图表 3： M1 增速与经济指标相关性减弱	5
图表 4： 经济结构转变导致信贷结构转变.....	6



一、金融数据的总量趋势和结构特征无显著变化，实体部门需求仍有待提升

今年上半年来，实体部门有效需求持续低迷、房地产延续下行趋势、地方降杠杆中央加杠杆模式持续演绎下，金融数据基本延续相似的特征，特别是4月以来，总量趋势和结构特征均没有明显变化。

一是总量数据趋势未变，社融、信贷增速仍在持续下滑。一是社融存量同比增速基本呈现逐月下滑的趋势，今年前6个月增速分别为9.5%、9.0%、8.7%、8.3%、8.4%和8.1%，6月增速较上月下滑0.3个百分点，较年初下滑1.4个百分点。二是人民币贷款余额同比增速屡创新低，继续期待作为社会融资规模主要组成部分的贷款总量高速增长已不现实。今年6月末人民币贷款余额250.85万亿元，同比增长8.8%，距年初下滑1.6个百分点，创历史新低。潘功胜行长在陆家嘴论坛演讲明确指出：宏观金融总量规模已经很大，金融总量增速有所下降也是自然的，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的。

二是社融主要拖累项未变，表内人民币贷款仍是最大拖累，企业、居民部门的有效需求仍然偏弱。社融口径下的人民币贷款和金融机构口径下的人民币贷款略有区别，金融机构口径下人民币贷款投向包括非银行金融机构，而社融反映的是整个金融体系对实体经济的支持，不包括银行和非银机构之间信贷往来。但无论哪种口径，新增人民币贷款均延续同比少增态势。金融机构口径下，6月新增人民币贷款2.13万亿元，同比少增9200亿元。

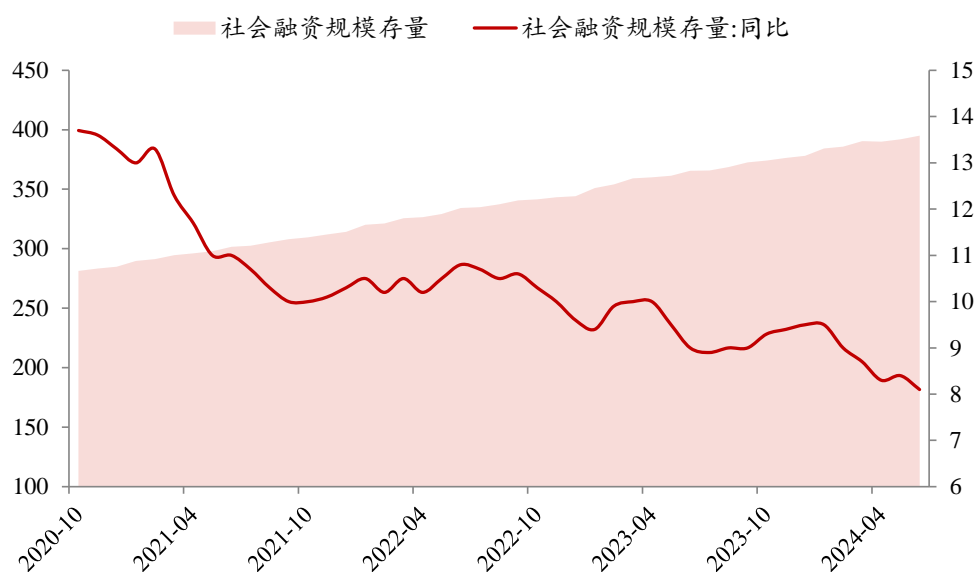
其中，企业部门，中长期贷款新增9700亿元（过去5年同期均值9979.6亿元），同比少增6233亿元，连续12个月同比少增；短期贷款新增6700亿元，同比少增749亿元。一方面需求低迷，企业投资意愿本身较低，加上上半年专项债发行速度偏慢，配套融资需求不足；另一方面，央行治理资金空转，规范“手工补息”的影响仍在延续，存款吸引力下降，企业贷款后再存入银行的行为被纠偏，导致企业提前偿债意愿提高，企业存、贷款均出现少增。居民部门，短期贷款和中长期贷款均连续5个月同比少增，短贷同比少增2443亿元，指向偏弱的消费，今年618综合电商平台销售总额同比下降6.9%；中长贷同比少增1428亿元，地产新政的效果还未完全体现，6月30个大中城市商品房销售面同比增速为-19.5%，虽然降幅收窄，但仍处在负增长区间。

三是社融主要支撑项未变，政府债券融资规模仍较大。从5月开始，政府债已成为拉动社融的主要力量，且下半年仍将持续发挥支撑作用。6月政府债券融资新增8487亿元，同比多增3116亿元。今年财政赤字和新增专项债合计7.96万亿元，加上特别国债1万亿元，全年政府净融资规模8.96万亿元，上半年政府债券融资3.34万亿元，预计下半年仍有5.62万亿元空间，对社融形成托底。

四是“存款搬家”的特征未变，M1连续三个月负增长。6月居民存款同比少增5336亿元，企业存款同比少增10601亿元，而非银金融机构存款同比多增1520亿元，实体部门存款更多流向理财，存款搬家趋势未变。尤其企业活期存款，新增7097.6亿元，同比少增4576.2亿元，拖累M1余额增速同比下降至-5%，较上月进一步下滑0.8个百分点。此外，实体部门信贷减少本身也会导致派生存款规模偏低。

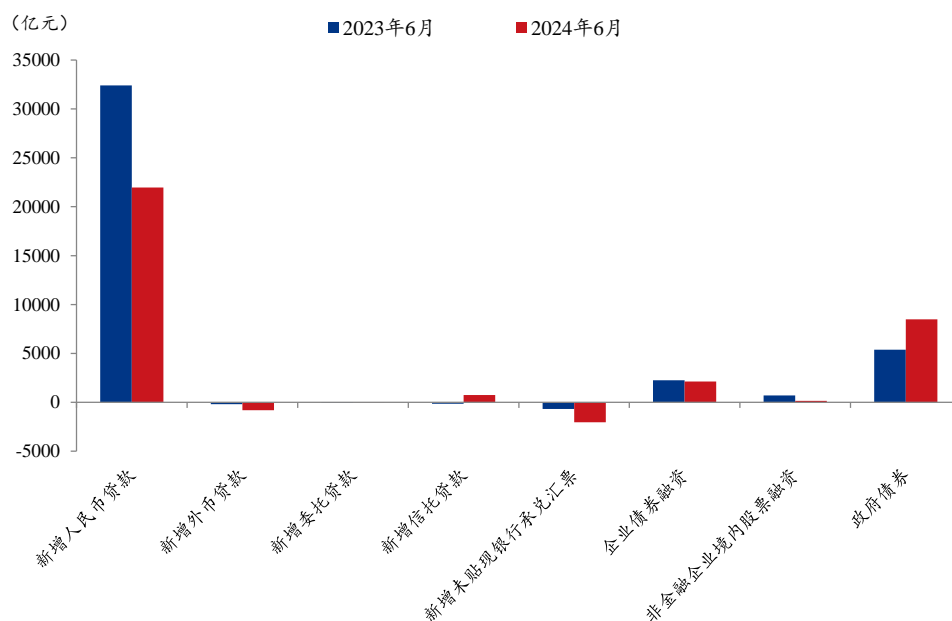


图表1：社融存量同比增速基本呈现逐月下滑的趋势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：表内人民币贷款仍是最大拖累，政府债券融资是最主要支撑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

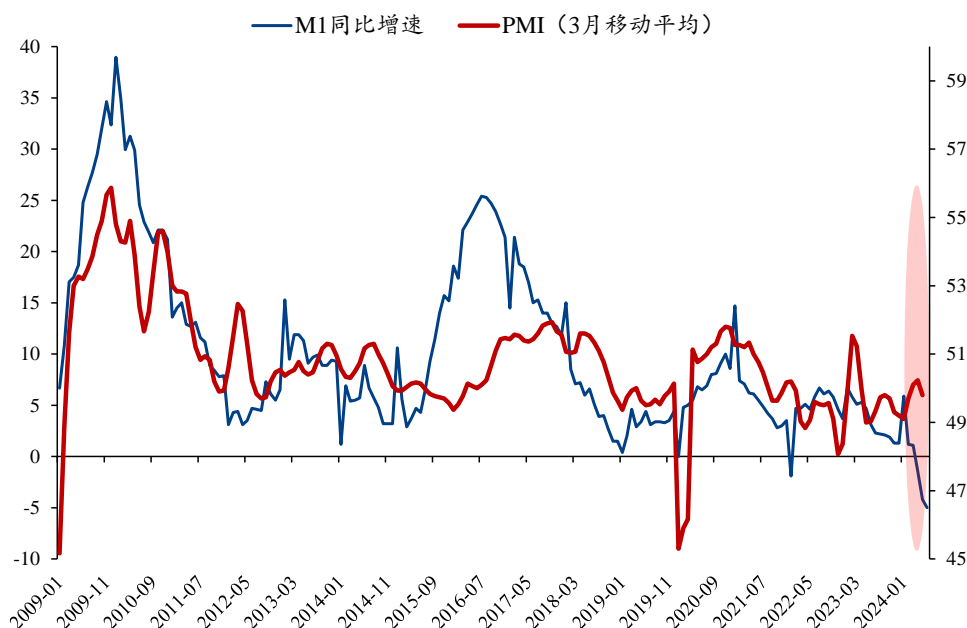


二、金融数据与经济表现相关性降低

与此同时，今年金融数据也出了一个显著的变化，就是和实体经济运行情况明显脱钩，尤其是货币供应量等指标与经济指标的关系，从强相关变为弱相关。

今年以来，我国经济总体延续回升向好态势，服务消费日趋好转，出口逐步回暖，价格低迷的情况有所改善。6月出口同比增长8.6%，较5月提高1.0个百分点；PPI同比下降0.8%，降幅较5月收窄0.6个百分点。整体上，经济数据的改善没有在金融总量数据中充分反映。过去M1增速等指标与工业增加值增速、PMI等经济指标的强相关性正逐步消失，潘功胜行长指出“简单观察金融总量增速，已经不能全面、真实地反映金融支持实体经济的成效”。

图表3：M1增速与经济指标相关性减弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院

究其原因，在于我国经济增长方式从投资驱动转向创新驱动，拉动增长的主体从房地产、基建转向新兴产业，信贷需求发生变化，即经济结构转变导致信贷结构转变。

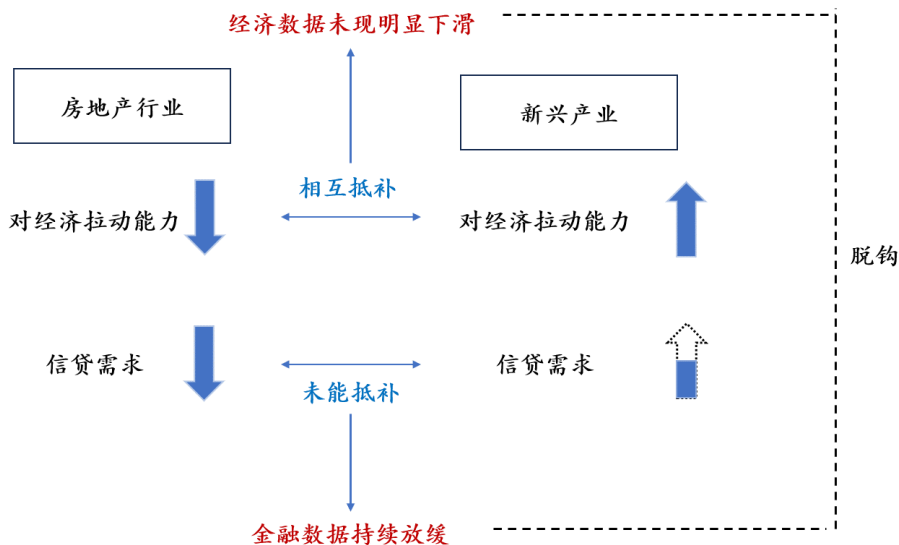
一方面，房地产行业以及地产链条上的传统行业进入下行区间，经济拉动力减弱，信贷需求下滑。投资驱动模式下，房地产和基建是最主要的驱动力，房企、地方政府融资平台是最大的信贷需求方。以房企为例，获得信贷支持后，可以加速拿地，推动新开工，带动投资；同时期房销售，居民存款转变为企业存款，M1上升，房企获得销售回款后又能开启新一轮拿地-开工。在这个循环链条中，房企通过期房销售等方式撬动居民杠杆，逐步形成实物工作量，贷款、M1等金融指标和经济指标被串联在一起，具有高度相关性。但随着城镇化进程放缓、房地产行业进入下行周期，叠加地方政府隐性债务化解等因素，房企等信贷需求不断下降，居民存款向企业存款转化受阻。

另一方面，新兴产业高技术企业增长贡献持续上升，但其对信贷需求的带动不足以抵补房地产行业下行造成的信贷萎缩。首先，新兴产业本身对信贷资源的依赖度就低于房地产行业。2023年年报显示，A股上市公司中房地产行业企业长期借款占总资产比例为15.6%；而新能源产业、生物产业等战略性新兴产业的相应比例为6.2%，显著低于房企。其次，新兴产业高技术企业的发展具有高度不确定性，和间接金融体系的适配度较低，更多依赖的是PE/VC等直接投资。最后，新兴产业依赖的直接融资，并未在社融、



M1 等金融指标中充分体现，例如非公开市场进行的直接股权投资等。

图表4：经济结构转变导致信贷结构转变



资料来源：粤开证券研究院整理

三、结论与建议

理解金融数据的变与不变，有助于把握未来政策方向，将政策变动和调整，连点成线，串联成珠。

一方面，信贷总量放缓、存款搬家的趋势，以及信贷拖累社融的结构特征，说明实体部门有效需求不足的问题仍在延续，需要财政和货币政策加强协同，共同发力。财政政策发挥好“最后借款人”功能，保持中央加杠杆力度，增发国债，优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态；货币政策发挥好“最后贷款人”功能，腾挪空间，加大对实体经济支持力度，稳汇率压力减小后（美联储开启降息后），存贷款利率有望继续下降。（详见《重塑激励——2024年下半年中国经济展望》）

另一方面，金融数据和经济数据脱钩，进一步说明央行转变调控方式的必要性。其一，央行有意引导市场淡化对数量目标的关注，克服信贷投放的“规模情结”，今年下半年盘活存量仍是重点，同时央行或对 M1 统计范围进行调整。其二，货币供应量的可测性、可控性与实体经济的相关性减弱，意味货币政策调控方式将加速从数量型转向价格型，市场化利率调控机制将快速完善。从央行近期的动作也可以明确看到端倪，如临时开展正、逆回购，重构一个更窄的“利率走廊”（宽度为 70BP），强化 OMO 政策利率的色彩。



分析师简介

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。

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。

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