



国信期货宏观专题研究

宏观

经济结构渐变影响 政策稳货币宽信用

2024年6月3日

● 主要结论

5月份微观主体方面，贷款均不积极。表面微观主体在经济缓慢恢复过程中相对谨慎的态度。相比于央行积极的货币政策，低利率以及低成本货币工具为市场提供流动性。但是贷款的意愿更多来源于微观主体对“贷款赚钱”的预期。同时央行的低利率政策，在实体经济预期相对谨慎的环境下，也产生了巨大的货币套利。有资格拿到低利率贷款的微观主体将贷款再返存到银行，“低利率置换”，这样虚增了货币流动，更加不利于货币流向实体经济。

从宏观面上来看，信贷增长与经济增长关系弱化。主要在于经济结构的变化，房地产供求关系发生重大转变，过去靠房地产与地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以为继。传统高度依赖资金的重工业基础建设区域饱和，轻资产服务业占比提升。信贷需求降低。在这种环境变化下，继续增加信贷投放的边际效果递减。

目前国内经济政策循环为：居民、企业投资消费意愿低，贷款意愿较低，储蓄意愿强烈-银行负债端边际增加、资产端形成资产荒-押注长久期国债（压低利率，引发市场风险）-中央政府发行国债（超长期国债）中央政府主动加杠杆（产业政策）-转移地方政府（产业政策）-项目投资、房地产投资、新质生产力等-促进企业信心、增加就业、盘活居民信心-经济增长走向新循环。

货币政策方面：由于经济结构转换，传统的信贷增长模式与经济的相关性越来越弱，货币力度过大，空转反而阻碍货币传导。在货币政策方面，央行将会转入稳货币、宽信用组合。

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

国信期货宏观金融团队

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-305163
邮箱：15721@guosen.com.cn

分析师助理：朱铭晗
从业资格号：F03111477
电话：021-55007766-305167
邮箱：15696@guosen.com

独立性申明：

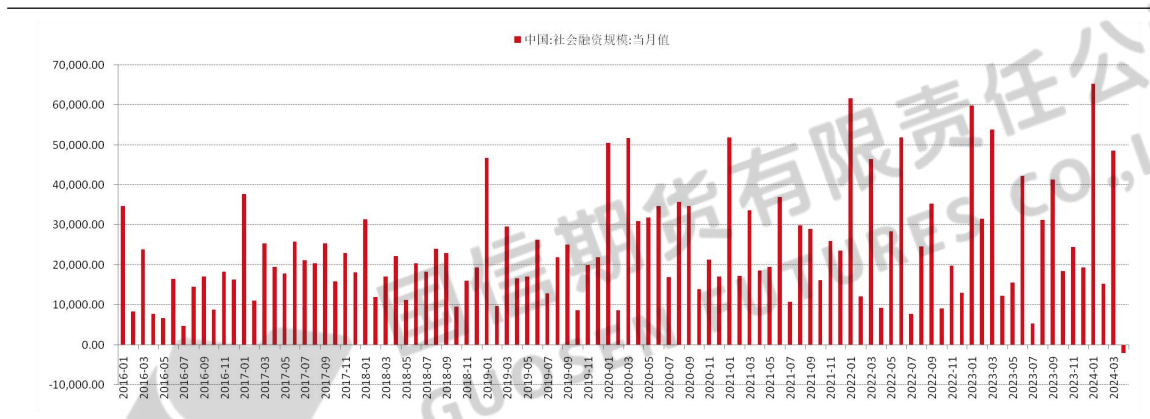
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



中国人民银行披露5月份货币数据，社会融资规模当月值为负1987亿元，前值48675亿元。社会融资规模是通过统计贷款的直接指标，相比于M2统计口径，更能反应实体经济的贷款情况。5月份的社会融资规模为负，意味着在5月份实体经济是净还款。分享来看，新增人民币大幅减少，从上月的3.292万亿直接降低到3306亿元。说明国内居民类以及实体企业贷款较低，还款的动力较大。新增未贴现银行承兑汇票，从上月的3550亿跌至-4486亿，代表实体企业贷款的预期更为谨慎。企业债融资、政府债券方面，新增比上月减少4052亿、5610亿。显示了国内企业，政府贷款也相对较低，政府债券新增为负值，出现净还贷。

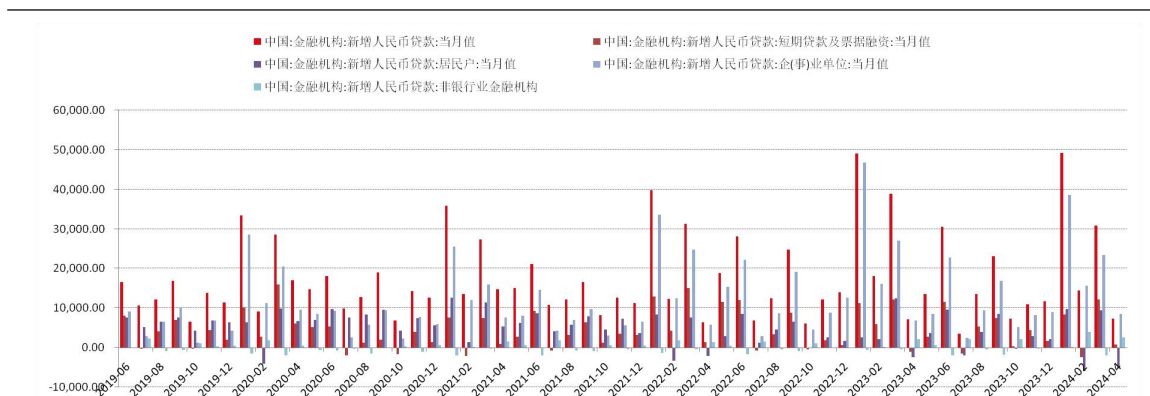
细分到新增人民币贷款方面，金融机构新增人民币贷款7300亿元，上月3.09万亿元，大幅减少。新增人民币贷款居民户为-5166亿元，短期方面为-3518元，中长期为-1666亿元。居民户是消费的主力，居民户短期贷款主要是用来消费，中长期贷款主要在于住房投资。5月份居民户双双为净还款，居民户的态度极为谨慎。企（事）业单位贷款方面，5月份新增8600亿元，上月为2.34万亿，也大幅减少。

图1：社会融资规模



数据来源：wind 国信期货

图2：新增人民币贷款



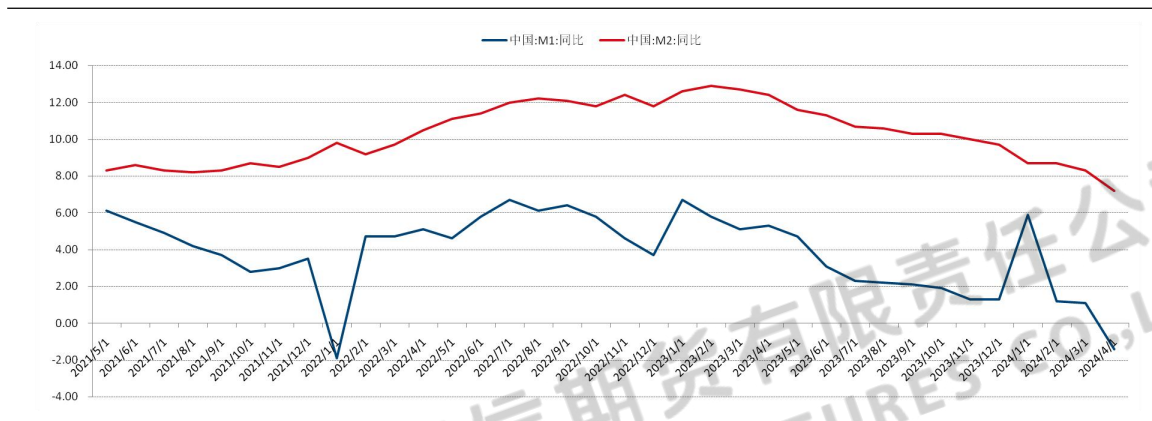
数据来源：wind 国信期货



从实际的数据来看，5 月份微观主体方面，贷款均不积极。表面微观主体在经济缓慢恢复过程中相对谨慎的态度。相比于央行积极的货币政策，低利率以及低成本货币工具为市场提供流动性。但是贷款的意愿更多来源于微观主体对“贷款赚钱”的预期。同时央行的低利率政策，在实体经济预期相对谨慎的环境下，也产生了巨大的货币套利。有资格拿到低利率贷款的微观主体将贷款再返存到银行，“低利率置换”，这样虚增了货币流动，更加不利于货币流向实体经济。

从存款统计来看，M1 代表的现金和存款，5 月份 M1 为-1.4%。一般来说 M1 代表居民和企业的活力预期，M1 越大，人们为投资、消费更舍得花钱，M2 代表消费意愿相对较低。今年以来，M1 增速处于下降趋势，M1 转负代表了目前人们对消费、投资的欲望极低。结合 M2 来看，5 月份 M2 增速 7.2%，上月同比 8.3%，打降低 1.1 个百分点，降幅也较大。无论是从贷款口径还是从存款口径来看，5 月份的货币数据以及社融数据显示了目前国内微观主体谨慎态度所形成的宏观现象。

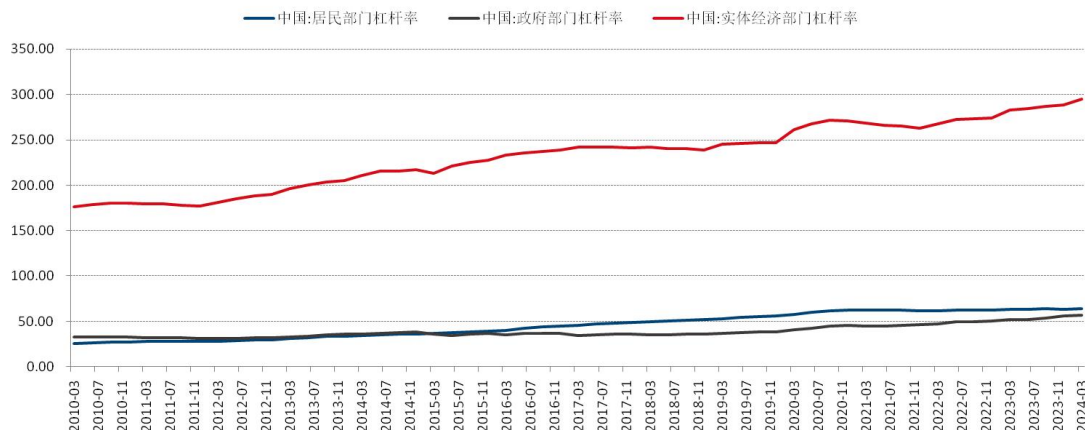
图 3：M1、M2



数据来源：wind 国信期货

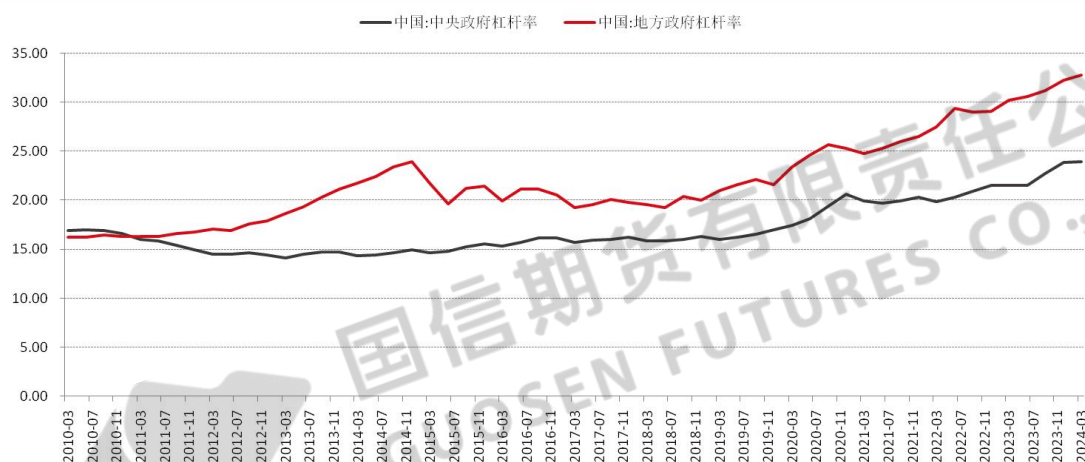
微观主体是否主动扩张负债，最主要的来源有两个。动力方面，对负债扩张之后收益率的预期是贷款增加的主要动力，一方面来源于对经济扩张的信心，一方面来源于对收益率的预期。资产负债表是约束微观主体核心条件，一方面是微观主体自己身的资产负债情况。从 2015 年国内提出降杠杆的总体战略之后，政策力度较大，尤其是房地产领域涨价去库存。由于方式所带来的赚钱效应，其他行业则在对比效应下，则更显落寞。整体上来看，实体经济部门杠杆率从 2015 年以来，呈现持续上升状态，2015 年实体经济部门杠杆率为 213.4，到 2024 年第一季度上涨到了 294.8，新冠病毒冲击之后，实体经济部门杠杆率增速再度加快。这个来源于经济活力下降导致实体经济被迫被动加杠杆。稳定经济的政策让实体经济加杠杆，同时资产端迟迟得不到修复，2023 年，实体经济杠杆率进一步上升。5 月份新增人民币贷款大幅减少，显示了实体经济在自身约束下贷款更加谨慎。相比于实体经济杠杆率的持续上升，中国居民部门的杠杆率上升较快，2015 年居民部门杠杆率尚处在 36.8%，一个相对较低的水平，经过房地产刺激政策，居民杠杆率在 2020 年超过了 60%，2020 年以来，对应的是国内房地产市场大狂奔时代。2020 年之后，居民杠杆率在 60% 附近缓慢上升，2024 年第一季度上升至 64%。新冠病毒之后，随着居民、实体经济受到较大的经济冲击，政府部门加杠杆稳定经济，政府部门杠杆率上升，2020 年初政府部门杠杆率为 40.8%，2024 年第一季度政府部门杠杆率上升至 56.7%，3 年期间上涨了 15.9 个百分点。

图 4：部门杠杆率



数据来源: wind 国信期货

图 5: 中央、地方杠杆率



数据来源: wind 国信期货

新冠病毒冲击期间,国内经济受到较大影响,影响地方政府,一方面地方财政收入与房地产较为密切,房地产的低迷直接制约了地方政府收入,同时稳定经济政策,政府降费降税也降低地方政府收入。地方政府杠杆率上升较快,从2020年的23.4%到2023年上升到32.3%。中央杠杆率方面,进入主动加杠杆。2023年第四季度,政府发行万亿规模的国债用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾能力。增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元,结转2024年使用5000亿元。增发的1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用,全部列为中央财政赤字,还本付息由中央承担,不增加地方偿还负担。2024年5月份,中央政府发布超长期特别国债发行计划,包括20年、30年、50年期超长期国债。

5月13日,财政部国库司召集国债承销团成员举行动员会,对外释放信号:超长期特别国债即将启动发行。当天,财政部办公厅对外发布《2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排》(下文简称“《发行安排》”)的通知,明确了后续国债发行计划。《发行安排》明确,2024年1万亿超长期特别国债有三类期限,分别是20年、30年、50年。从发行频次来看,30年期特别国债规模预计最多,其次是20年期,最后是50年期。首批超长期特别国债将在5月17日(本周五)发行,为30年期;年内最后一批定于11月15日发行,为30年期,也就是11月中旬前完成今年全部特别国债发行工作。

表 1: 2024 年超长期特别国债发行安排

期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
-------	------	-------	------



20	5月24日	首发	按半年付息
	6月19日	续发	
	7月19日	续发	
	8月14日	首发	
	9月20日	续发	
	10月18日	续发	
	11月8日	续发	
30	5月17日	首发	按半年付息
	6月7日	续发	
	6月21日	续发	
	7月5日	续发	
	7月24日	首发	
	8月2日	续发	
	8月21日	续发	
	9月6日	续发	
	9月24日	首发	
	10月11日	续发	
	10月25日	续发	
	11月15日	续发	
50	6月14日	首发	按半年付息

数据来源：wind 国信期货

4月17日，国家发展改革委副主任刘苏社在发布会上表示，目前发改委会同有关方面已经研究起草了支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案，经过批准同意后即开始组织实施。上述行动方案将坚持分步实施、有序推进，2024年先发行1万亿元超长期特别国债。支持领域方面，将聚焦加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等方面的重点任务。在组织实施方面，坚持“项目跟着规划走、资金跟着项目走、监管跟着资金走”的原则，特别要尽快建设一批前期工作比较成熟、具备条件的项目。

兵马未动，粮草先行，中央政府主动发行超长期国债，为未来国内长期投资提供了充足的弹药。对冲目前居民、企业信贷较低所形成的压力。

稳定经济，刺激经济一般在货币政策与财政政策齐头并进，相辅相成。从货币政策来看，目前央行层面对信贷增长与经济增长关系的变化作出引导。从宏观面上来看，信贷增长与经济增长关系弱化。主要在于经济结构的变化，房地产供求关系发生重大转变，过去靠房地产与地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以为继。传统高度依赖资金的重工业基础建设区域饱和，轻资产服务业占比提升。信贷需求降低。在这种环境变化下，继续增加信贷投放的边际效果递减。近年来，贷款投放超过实体经济真实有效需求，造成企业借助自身优势，低成本贷款资金用于存款、理财或转贷，形成资金空转套利问题。央行的货币执行报告关于信贷增长与经济增长的关系，在一定程度上说明了对目前国内信贷增长真实需求状况下，不易过分为促进经济增长而大规模货币刺激。稳定经济的动力更多的放到财政政策方面，在目前地方政府受到土地收入限制的背景下，发债也集中在财政相对较好的地区。通过中央政府加杠杆的方法，转移给地方政府项目投资使用，是目前国内财政政策稳定经济的一个重要手段。超长期国债的发行主要满足机构需求，在一定程度上缓解目前金融机构过度押注利率下行所带来的长久期配置风险。



稳定房地产市场的货币政策力度空前，5月17日，中国人民银行下发了《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》。中国人民银行，国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知。力度方面，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。

房地产降低利率政策相当于直接下调了实际利率，传导时间较短，在央行公布下调利率之后，不久银行相继公布了下调之后的利率。伴随着地方政府房地产政策一城一策的出台，不同地方的利率调整政策纷纷出台。随着一线城市加入，2024年5月6日，深圳市住房和建设局发布《关于进一步优化房地产政策的通知》（以下简称《通知》），从分区优化住房限购政策、调整企事业单位购买商品住房政策、提升二手房交易便利化等方面进一步优化房地产政策。5月28日，广州市政府办公厅发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》（以下简称《通知》），进一步优化住房限购政策、住房信贷政策、住房套数认定等措施。5月27日，上海市住房城乡建设管理委、市房屋管理局、市规划资源局、市税务局等四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》（以下简称《通知》），提出调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”以及优化土地和住房供应等九条政策措施。《通知》自2024年5月28日起施行。

稳住房地产政策在一定程度上有望缓解国内经济下滑的程度，但是目前市场对房地产预期并不乐观，积极的政策更多的是企稳。

传统经济模式经济效果减弱，国内的信贷增长与经济成长的关联性走弱，过大力度的货币政策，导致资金空转的可能性较大，反而阻碍资金传导的效率。推动经济方面，需求侧与供给侧并重，培育新的行业、新型产业至关重要。工信部部长金壮龙在《求是》杂志发表署名文章《加快发展新质生产力 深入推进新型工业化》。金壮龙表示，加快培育发展数据要素市场，加强数据确权、交易、跨境传输等基础制度建设，规范数据采集、处理等行为，培育数据产业经营主体，构建产业发展良好生态，推动数据价值挖掘与创造，更好赋能新质生产力发展。

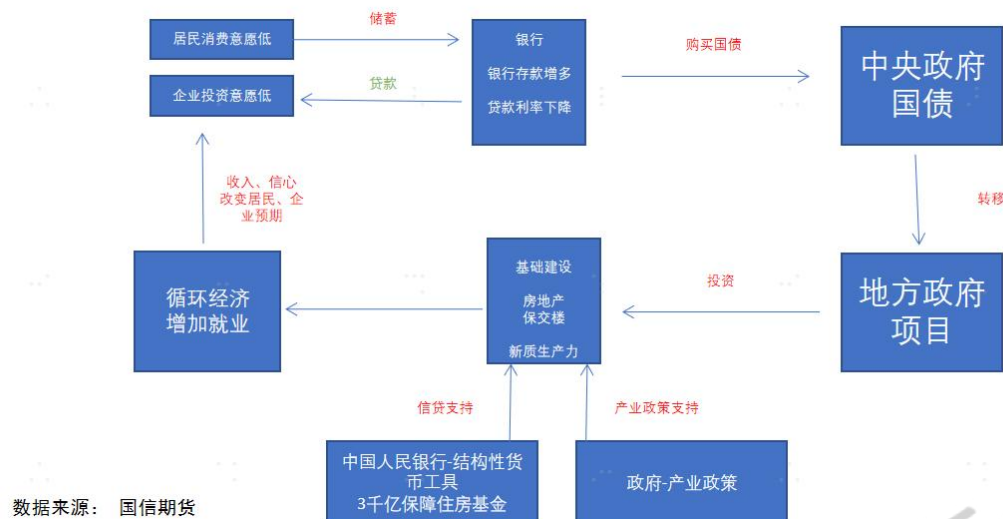
推动传统制造业向高端化、智能化、绿色化转型。系统推进技术创新、规模化发展和产业生态建设，推动5G、智能网联汽车、新能源、新材料、生物制造、商业航天、低空经济等新兴产业健康有序发展。前瞻布局未来产业，开辟人工智能、人形机器人、脑机接口、元宇宙、下一代互联网、6G、量子信息、深海空天开发等新赛道，构筑未来发展新优势。

由于新型产业、新型行业与传统的信贷增长尚未走出统计性关系，更多依赖风险资本对新型行业、新兴产业的培育。目前国内股市方面，由于以前制度性弊端积累所形成的弊端，目前国内股市自身处于改革修复之中，平衡已经上市的大股东与二级市场普通投资者直接的利益关系。大股东上市的目的，尤其是近几年上市的上市公司，市场疑虑较大。新型产业的培育依赖于国企的可能性较大。

目前国内经济政策循环为：居民、企业投资消费意愿低，贷款意愿较低，储蓄意愿强烈-银行负债端边际增加、资产端形成资产荒-押注长久期国债（压低利率，引发市场风险）-中央政府发行国债（超长期国债）中央政府主动加杠杆（产业政策）-转移地方政府（产业政策）-项目投资、房地产投资、新质生产力等-促进企业信心、增加就业、盘活居民信心-经济增长走向新循环。



图 6：国内稳定经济政策循环图



数据来源：国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。