

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

中国金融形势分析

2024年第二季度



货币供应增速创新低

受金融数据“挤水分”及需求放缓影响，二季度货币供应增速进一步下降，创历史新低，其中非金融企业活期存款大幅下降，比上季度末减少 3.01 万亿元。居民短期、中长期新增信贷规模均有所下降，制造业融资保持高速增长；社融增速低于去年同期水平，虽然政府债券对其形成一定支撑，但信贷拖累较为明显。

需关注住户存贷款下降、专项债带动效应不足以及房地产融资问题。一是上半年新增住户存款、贷款规模双双大幅下降，住户存款较去年同期少增 2.63 万亿元；住户贷款少增 2.15 万亿元，近年来首次出现这一现象，居民预期较弱，收缩资产负债规模。二是专项债带动效应不明显，发行进度慢于去年同期，今年以来专项债用作资本金的比例为 8.25%，整体占比依然较低。三是随着房地产销售额的下降，开发商更加依赖上游供应商应付款融资，各项应付款占房地产开发实际到位资金比例达 43.04%，去年同期 37.73%，产业链融资逾期风险蔓延。

在当前经济缓慢修复阶段，需求依然较弱，政策继续宽松的必要性提升。预计三季度 M2 同比增速 5.9%；预计下调 1 次短期政策利率。由于社零增速下滑，房地产仍在调整阶段，企业投资激励不足，整体融资需求仍然偏弱，预计三季度新增信贷同比少增。

建议进一步降低政策利率。做好项目储备，加快新增专项债发行节奏，扩大专项债券用作项目资本金的范围。在完善税收制度的同时落实税费减免与财政补贴支持政策，改善企业和居民预期。降低存量房贷利率，对一二线城市全面取消限购限贷措施。

* 北大汇丰智库金融组（撰稿人：程玉伟）

成稿时间：2024 年 08 月 13 日 | 总第 104 期 | 2024-2025 学年第 6 期

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、资金活化程度持续下降，信贷需求放缓拖累融资增速

1.货币：受政策影响 M1 同比增速由正转负

一是受金融数据“挤水分”及需求不足影响，货币增速进一步放缓。2024 年第二季度末，广义货币（M2）和狭义货币（M1）同比增速均大幅下降。M2 同比增速 6.2%，去年同期 11.3%，下降 5.1 个百分点；M1 同比增速-5.0%，去年同期 3.1%，下降 8.1 个百分点，M2-M1 剪刀差进一步扩大至 11.2 个百分点。上半年末，M1 和 M2 同比增速均创历史新低，一方面是受到央行对金融数据“挤水分”的影响，另一方面是因为需求不足，在信贷投放增速下降的情形下，信贷扩张的货币派生能力下降。

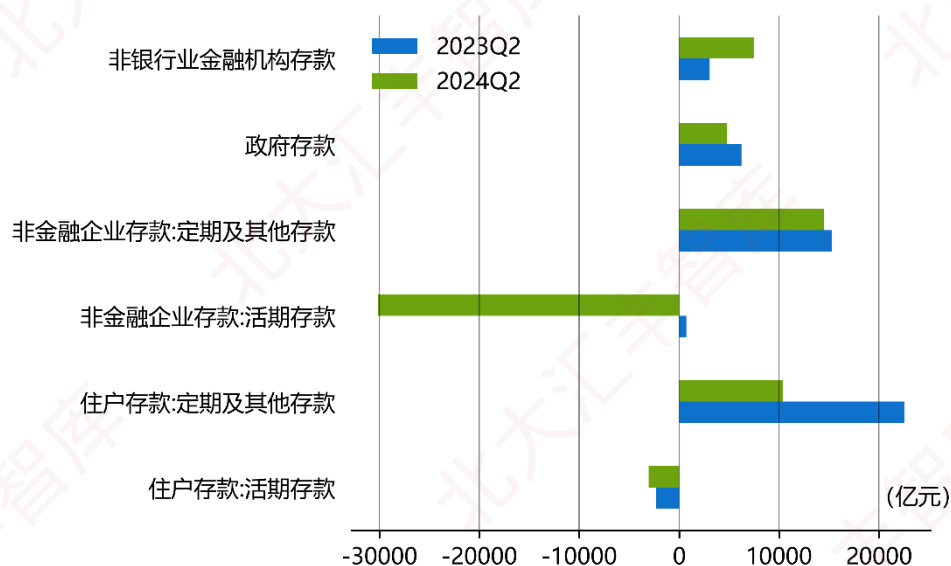


图 1：金融机构各项存款新增变化

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

二是存款增速下降，企业存款定期化现象加剧。一是受规范手工补息等因素影响非金融企业活期存款大幅下降 2024 年第二季度，非银行业金融机构存款同比多增，住户、非金融企业和政府存款均同比少增或多降。非金融企业存款比上季度减少 1.57 万亿元，其中活期存款减少 3.01 万亿元；非银存款比上季度增加 0.75 万亿元，同比多增 0.35 万亿元（图 1）。在规范手工补息影响下，部分活期存款流向理财市场，二季度末其他金融机构持有 M2 占比 10.43%，去年同期占比为 9.86%。二是企业存款定期化现象加剧。二季度末，非金融企业活期存款同比增速-15.41%，

去年同期增速-2.1%；定期存款同比增速 3.21%，去年同期 9.7%，定期存款与活期存款增速之差扩大至 13.31 个百分点，这也是拖累 M1 增速下降的主要原因，金融数据“挤水分”影响还在持续。居民定期存款增速下降，二季度末住户定期存款增速 13.12%，去年同期 21.53%；活期存款同比增速 4.25%，去年同期 7.58%。

三是利率中枢下行。2024 年第二季度，银行间存款类金融机构以利率债为质押的 7 天期回购利率（DR007）均值为 1.87，环比不变；质押式回购利率（R007）均值为 1.94，环比下行 19bp。上半年，利率中枢整体下行，进入 6 月份之后，税期及央行净投放缩量影响，短期利率波动加大，R007 利率中枢上行至 2%以上。受“资产荒”及金融机构资产配置偏好等因素的影响，今年以来，长期利率也明显下降。10 年期国债收益率从年初的 2.56%下降至最低 2.22%，30 年期国债收益率从年初的 2.84%下降至 2.42%，分别下降 34bp 和 42bp，市场对经济增速预期偏弱。

2.融资：融资需求放缓但制造业信贷保持高速增长

2024 年 6 月末社会融资规模同比增长 8.1%，增速低于去年同期水平；其中第二季度新增社融 5.29 万亿元，同比少增 1.71 万亿元，政府债券形成一定的支撑，但贷款拖累较为明显。表外融资变化不大，信托融资情况回暖，未贴现银行承兑汇票规模下降（图 2）。

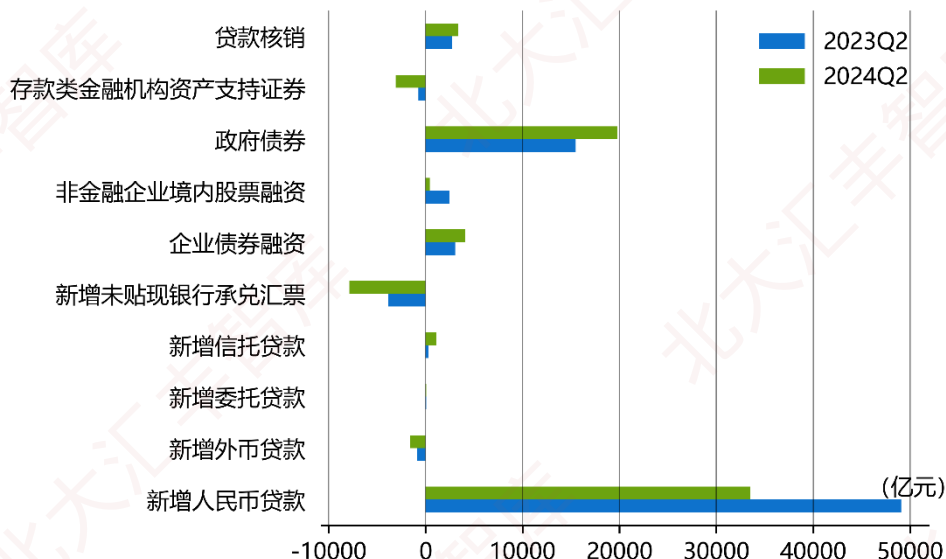


图 2：新增社会融资规模结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

一是企业整体融资需求下降，但制造业融资保持高增长。2024 年第二季度，

企业融资情况未有明显好转，短期和中长期贷款规模同比均明显下降，票据融资大幅上升，信贷投放不足。具体来看，一是企业整体融资需求依然较弱。2024 年第二季度，企业新增人民币贷款 3.23 万亿元，同比少增 0.59 万亿元，其中短期贷款少增 0.53 万亿元，中长期贷款少增 1.15 万亿元（图 3）。上半年固定资产投资完成额增速 3.9%，低于经济增速；房地产开发投资增速累计下降 10%，房地产开发资金国内贷款累计同比下降 6.6%，明显拖累信贷增速。二是制造业贷款保持较高增速。虽然当前企业盈利空间有限可能导致投资意愿边际下降，但支持设备更新政策及结构性货币政策对企业扩大投资有明显的促进作用。截至 6 月末，制造业中长期贷款同比增长 18.1%，其中，高技术制造业中长期贷款同比增长 16.5%。数据显示，上半年制造业投资累计同比 9.5%，高于去年同期 6% 增速。三是票据融资同比大幅增长。票据融资同比大幅多增 1.07 万亿元，但结合未贴现银行承兑汇票和银行信贷数据来看，票据融资仍存在一定的“冲量”。四是企业债券融资规模上升。企业债券融资 4092 亿元，同比多增 1047 亿元，但民营企业债券融资规模依然处于较低水平，二季度民营企业净融出 96.11 亿元，同期央企和地方国企均是净融入。主要由于当前信用环境仍在修复，民营企业信用风险事件频发，债券融资能力受到持续的影响。

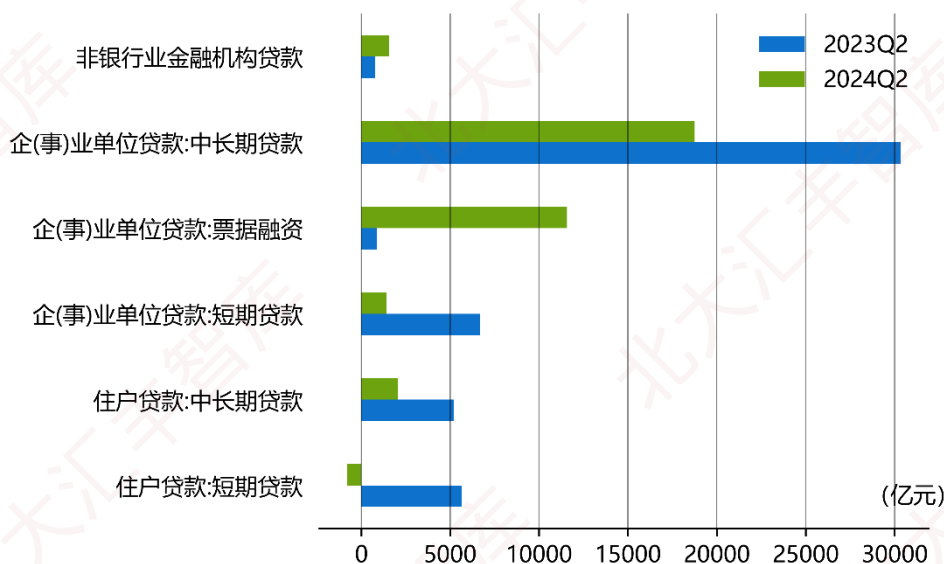


图 3：金融机构新增贷款结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

二是居民短期贷款明显下降，消费承压。2024 年第二季度，住户新增贷款 0.13 万亿元，同比少增 0.96 万亿元，其中短期贷款少增 0.65 万亿元，中长期贷款少增

0.31 万亿元。居民消费意愿尚未回暖，叠加房地产市场仍处于调整阶段，民居购房意愿较弱，导致二季度住户信贷同比增速明显下降，尤其需注意住户短期贷款总量下降。结合住户存款下降的情况来看，当前居民收入端面临压力。2024 年第二季度末，城镇居民人均可支配收入增速 4.6%，去年同期 5.4%，2019 年同期是 8%，居民收入增速处于修复阶段，因此短期和中长期消费贷款增速难以快速恢复，仍然是收入预期决定支出。

三是政府债支撑社融增速。2024 年第二季度，政府债券发行节奏加快，净融资规模较往年明显提升，持续支撑社融增速，但整体来看上半年政府债券发行节奏偏慢。国债发行 3.37 万亿元，净融资 1.07 万亿元；地方债发行仍是以专项债为主，第二季度地方债累计发行 1.92 万亿元，净融资 0.92 万亿元，其中专项债净融资 0.82 万亿元。由于经济增速放缓，当前政府财政收支面临较大压力，截至 2024 年 5 月末，中央财政收入累计增速是-6.7%，地方本级财政收入是 0.5%；但支出并未相应降低，中央财政支持累计增速 10.2%，地方财政支出累计增速 2.4%。土地市场低迷，对地方财政影响较大，特别是土地财政依赖度较高的城市。截至今年 6 月末，土地出让金收入累计下降 14%，土地出让金相关支出下降 7.3%。城投平台融资依然持续收缩，2024 年第二季度，城投平台债券净融资-1357.33 亿元，连续三个季度净融出。考虑到当前政府财政难以对城投平台融资进行有效支持，未来一段时期城投融资形势不会发生较大变化。

二、当前需要关注的一些问题

1.居民新增存款和贷款同步下降

上半年居民人均收入增长 5.3%，但居民贷款却更加谨慎。长期贷款对应的是房地产销售的下降，当前房地产尚未企稳，观望情绪较浓，导致中长期消费贷款明显下降。需要注意的是，今年上半年居民短期消费贷款下降 3709.32 亿元，居民消费信心并未随着收入的增长而提升。2020 年疫情之后居民新增存款较往年明显增加，出现居民“超额存款”现象，但今年居民存贷行为发生转变，上半年新增住户存款、贷款规模双双大幅下降。上半年新增住户存款 9.27 万亿元，较去年同期少增 2.63 万亿元；新增住户贷款 1.47 万亿元，少增 2.15 万亿元（图 4），近年来首

次出现这一现象。

可能的原因是：一是居民消费行为更加谨慎，减少短期消费贷款行为。居民根据当前收入情况“量入为出”，增加现金支出并减少贷款，或是直接降低消费水平并减少消费贷款，上半年消费增速较去年同期明显下降。截至 2024 年第二季度末，社零销售增速累计同比 3.7%，去年同期 8.2%，其中第二季度社零总额同比仅增长 2.64%。二是消费能力较强的部分人群收入下降，被动减少存款，主动减少贷款。根据财政部数据，中国 2024 年上半年个人所得税 7358 亿元，同比下降 5.7%。上半年，北京、上海社零销售总额累计同比增速分别下降 0.3%、2.3%，居民消费行为确已发生变化。

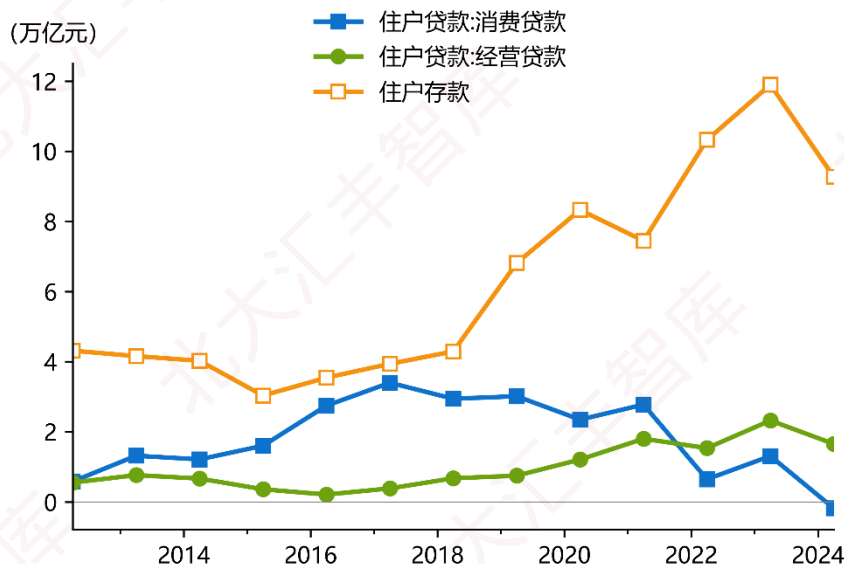


图 4：上半年新增住户存贷款情况

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

2.新增专项债对经济支撑性有待提升

一是上半年专项债发行进度慢于去年同期。2024 年上半年，地方债累计发行 3.49 万亿元，其中专项债发行 2.45 万亿元，新增专项债 1.49 万亿元；第二季度新增专项债 0.82 万亿元（图 5）。截至上半年末，债券发行进度 38.29%，去年同期进度为 58.33%。在持续推进地方政府化债过程中，部分地区新增专项债融资受限。分地区来看，贵州、云南、青海、上海、宁夏 5 省市未发行新增专项，而广东、山东、浙江、安徽新增专项债发行规模均在千亿以上。

二是新增专项债投资带动效应不明显。根据专项债固定资产投资项目资本金

管理要求，专项债作为资本金比例上限 25%。企业预警通数据显示，今年以来专项债用作资本金的比例为 8.25%（截至 2024 年 7 月份）整体占比依然较低。以新增专项债发行规模最大的广东省为例，上半年基础设施投资增长 0.1%，民间投资累计同比增速-3.3%，带动作用有限。从全国来看，2023 审计报告显示，52 个地区 597 个获得 2023 年专项债资金的项目，至 2023 年底政府累计投资 6006.34 亿元，很少吸引民营资本。二十届三中全会明确提出“健全政府投资有效带动社会投资体制机制”“合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例”。后续可通过提升专项债作为资本金比例和规模提升带动作用，扩大专项债支持领域、降低申请门槛。

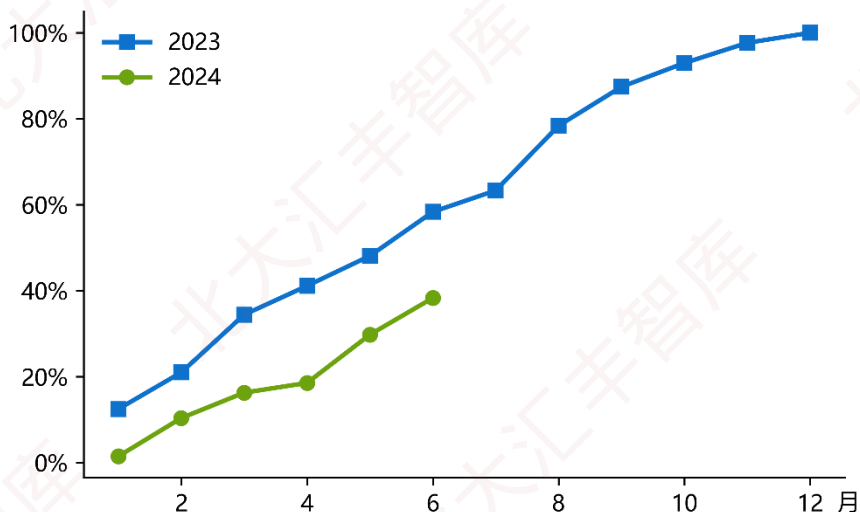


图 5：各月新增专项债发行进度
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

3. 房地产开发资金被动转向产业链上游

2024 年 1 月，各地陆续启动建立房地产融资协调机制，一视同仁支持不同所有制房企的合理融资需求，推动房地产“白名单”项目融资加速落地。住建部数据显示，截至 5 月 16 日，全国 297 个地级及以上城市已经建立了房地产融资协调机制，商业银行审批通过了“白名单”项目贷款金额 9350 亿元。2024 年上半年，房地产开发国内贷款下降 6.6%，下降幅度收窄，房地产国内贷款情况边际改善。但整体来看，今年上半年房地产开发企业到位资金同比下降 22.6%，房地产开发资金仍然面临较大压力。

一是房地产销售回款占比降至近年低点。今年房地产销售回款占开发资金比例持续下降，低于 2017 年同期水平。截至 2024 年 6 月末，定金及预收款、按揭贷款等其他资金占房地产开发资金比 49.14%，去年同期 57.44%。销售回款占比下降反映居民购房意愿持续低迷，同时也反映有必要加快转变当前预售制模式，按照二十届三中全会要求“改革房地产开发融资方式和商品房预售制度”。

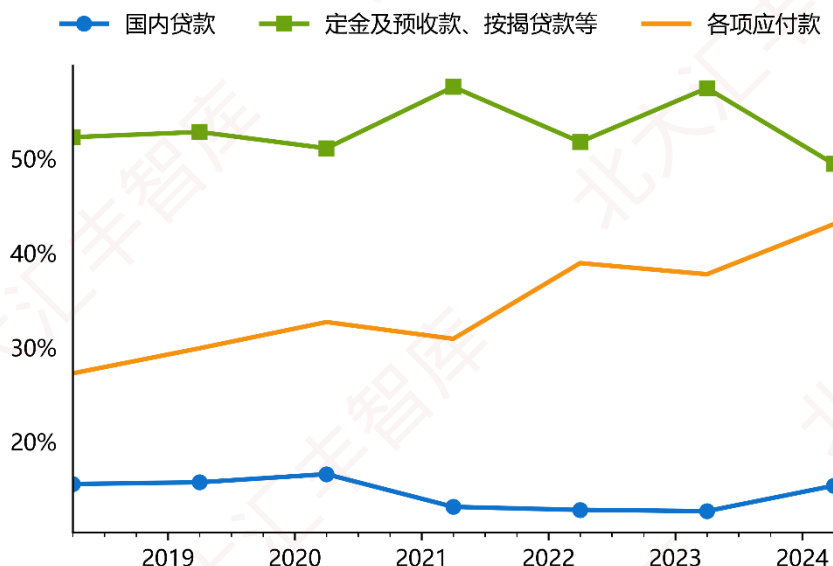


图 6：上半年房地产开发融资占比

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

二是各项应付款占开发资金比例上升。由于我国房地产开发资金上下游经营性融资占比 80%以上，随着房地产销售额的下降，开发商更加依赖于上游供应商应付款融资，应付账款融资额被动上升。截至 6 月末，各项应付款资金占实际到位资金比例 43.04%，去年同期 37.73%。由于房地产销售额仍在下降，过度依赖应付款融资具有不可持续性，容易发生逾期且风险蔓延。企业预警通数据显示，6 月末房地产和建筑业商票逾期总额达 560.78 亿元，逾期承兑人数 5819 人，高于去年同期 393.45 亿元和 1713 人数，也超过 2022 年的高点数值。

三、展望与建议

在当前经济缓慢修复阶段，由于需求依然较弱，货币政策继续宽松的必要性提升。预计三季度 M2 同比增速 5.9%，预计下调 1 次短期政策利率。由于社零增速下

滑，房地产仍在调整阶段，企业投资激励不足，整体融资需求仍然偏弱，预计三季度新增信贷同比少增。

建议进一步降低政策利率。做好项目储备，加快新增专项债发行节奏，扩大专项债券用作项目资本金的范围。在完善税收制度的同时落实税费减免与财政补贴支持政策，改善企业和居民预期。降低存量房贷利率，对一二线城市全面取消限购限贷措施。

【声明】 本文版权为北大汇丰智库所有



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库主任为北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。