

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

2024年第三季度

中国宏观金融形势分析报告

货币政策持续宽松，制造业贷款稳健增长



摘要

2024年第三季度末，央行在政策上开始转向。两次下调7天逆回购利率，降低中期借贷便利利率引导LPR下行，并下调存款准备金率0.5个百分点。本季度央行开始将国债买卖操作常态化，作为投放基础货币的新方式，以配合财政政策进行宏观调控。同时本季度央行推出两个新工具用于提振资本市场。

截至本季度末，广义货币（M2）余额同比增长6.8%，但狭义货币（M1）余额同比下降7.4%。周期性因素叠加实际利率偏高导致M1-M2剪刀差扩大，反映当前企业和居民部门需求仍然偏弱，导致存款定期化。

季末社融存量同比增长8%，人民币贷款新增2.75万亿元，两者均低于去年同期。其中社融主要靠政府发债支撑，反映实体需求偏弱的背景下，财政政策正在发力。从实体经济融资结构看，制造业中长期贷款稳健增长，增速为14.8%，继续拉动贷款总量增速，也佐证制造业是当下经济增长的主要动力。

因此未来需关注货币宽松能否压低实际利率，以及财政逆周期发力强度和进度。具体反映为M1增速能否反弹，从而缩减M1-M2剪刀差，以及企业中长期贷款和居民短贷能否回暖。建议央行继续下调政策利率和准备金率，配合财政政策进行国债买卖。

Continued Loosening of Monetary Policy, Robust Growth in Manufacturing Sector

In 2024 Q3, PBOC lowered its policy rate (7-day reverse repo rate) twice to 1.50%, reduced the medium-term lending facility rate, guiding LPR downward and cut the reserve requirement ratio by 0.5 percentage points. Also, PBOC began to regularize the operation of government bonds trading to affect market liquidity. This action is considered to coordinate with fiscal policy for macroeconomic regulation. Meanwhile, the PBOC introduced two new tools to boost the capital market.

By the end of 2024Q3, the broad money (M2) supply increased by 6.8% yoy and the narrow money (M1) supply decreases by 7.4% yoy. Cyclical factors and relative high real interest rate led to a widening of M1-M2 scissors difference, which reflected weak demand from business and household sector resulting in transfer from demand deposit to term deposit.

The growth of aggregate financing to real economy was 8% yoy, with an increase of 2.75 trillion yuan in RMB loans. Both values were lower yoy. Government bond issuance supported growth in credit demand, which shows fiscal policies are strengthened given weak real demand. Digging into the structure of financing need, manufacturing long-term loan is growing robustly with a rate of 14.8%, supporting the overall growth rate of loan. It implies manufacture sector being the engine of current economic growth.

In the future, it is necessary to focus on the impact of monetary easing on real interest rates and on the strength and progress of fiscal policies. Specifically, observe whether M1 growth rate could rebound to narrow the M1-M2 scissors difference, and whether corporates' medium and long-term loans and residents' short-term loans can recover. We suggest that PBOC continues to lower policy interest rates and reserve requirement ratios, and coordinates with fiscal policy for government bond trading.

一、货币政策加力宽松，稳市场，稳经济

1. 政策宽松以降低融资成本，稳定股市楼市

在利率方面，2024年第三季度，央行多次出台宽松政策引导利率下行，重点在于降低居民部门负担，通过财富效应带动需求。本季度，人民银行两次下调7天逆回购利率，从1.80%依次下调至1.70%、1.50%，促使存款类金融机构利率债质押的7天回购利率(DR007)以及全市场机构加权平均的7天回购利率(R007)同步下行(图1)。同时，两次下调一年期中期借贷便利(MLF)利率，由2.50%降至2.30%，再调至2.00%。此外，还进行了一次贷款市场报价利率(LPR)的下调，其中1年期和5年期以上LPR均下调10个基点，分别降至3.35%和3.85%(图2)。鉴于1年期LPR和5年期LPR分别作为短期贷款(如消费贷、车贷)和长期贷款(如房贷)的定价锚，此次LPR利率的下调对居民部门的需求起到提振作用，与宏观政策方向保持一致。在9月底的货币政策委员会第三季度例会新增强调“更有针对性地满足合理的消费融资需求”以及“降低存量房贷利率”，这些举措均属于“实施有力度的降息”范畴。同时，央行于9月底下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，预计释放长期流动性约1万亿元。降准后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。

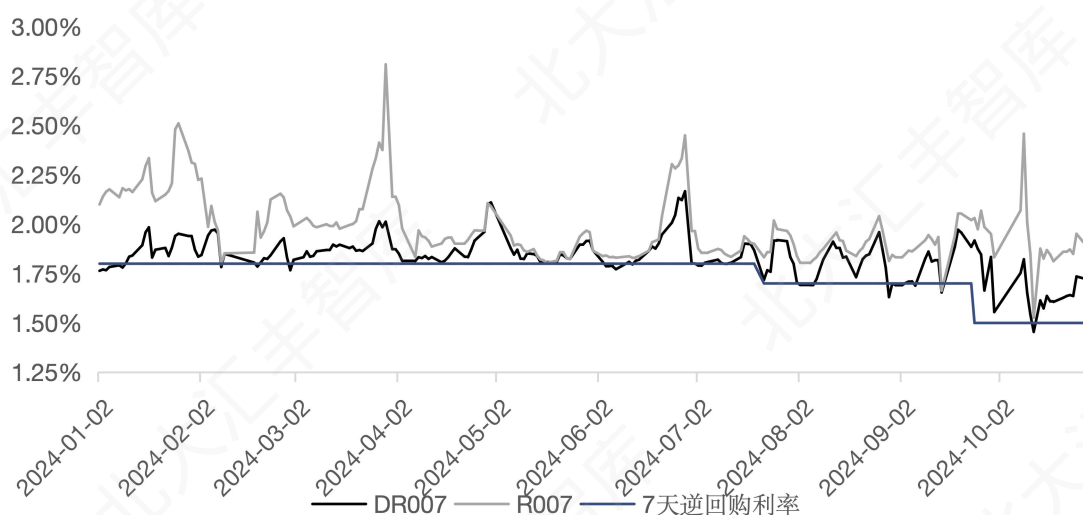


图1：三季度内两次下调7天逆回购利率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

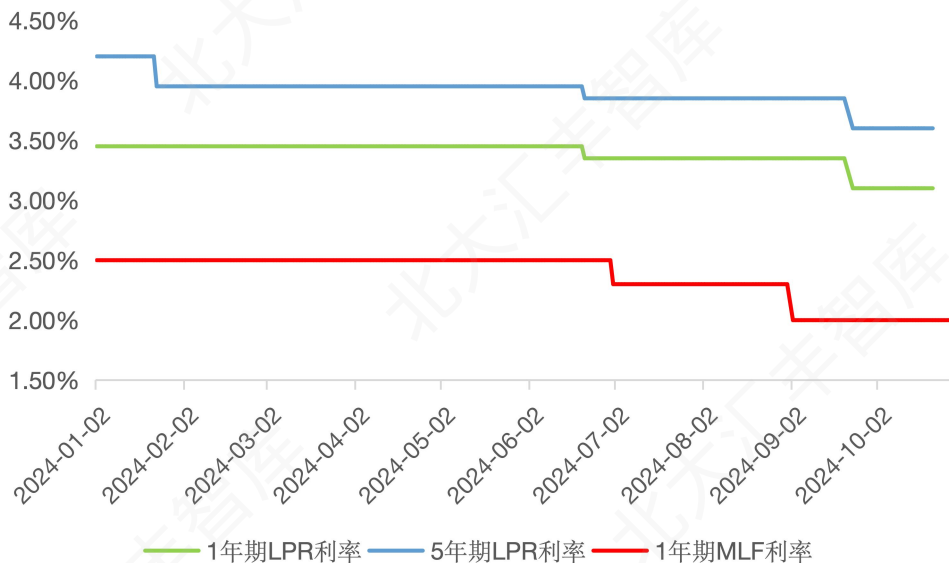


图 2: 三季度内一次下调中期借贷便利 (MLF) 引导 LPR 下调

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

在房地产市场领域，央行从居民房贷和存量用地利用两方面着手。一方面，继续降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率调整至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右，降低购房者还贷压力。同时，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。针对房贷利率和首付比例的调整有利于居民部门释放资金，提振其消费。此外，9 月底国新办新闻发布会指出，在必要时，央行将为企业市场化收购房企土地、盘活存量用地提供再贷款支持。

货币政策逻辑可归纳为两点：其一，注重落实以促进消费为扩大内需的主要抓手，降息、调降存量房贷利率可缓解付息压力、增强购买力；其二，稳定资产价格（楼市和股市），借助财富效应提升居民预期和需求；其三，注重防范化解风险，对地产下行给予更高关注。

2. 公开市场国债买卖常态化，货币政策协同财政政策发力

央行于 8 月底首次发布公开市场国债买卖业务公告，并在未来每月更新，反映其买卖国债操作将常态化。根据公告内容，央行在 8 月和 9 月分别净买入 1000 亿元和 2000 亿元国债。其国债买卖操作方式为买入短债同时卖出长债。买入短债可投放基础货币，增加对实体经济流动性的支持；卖出长债则能防止长债泡沫持续膨胀，维护金融稳定。这种“买短卖长”的操作最终有助于保持收益率曲线正常

的向上形态，且整体净买入 3000 亿元国债实现了基础货币的净投放。

依据《中国人民银行法》规定，央行可以“在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇”，即央行在二级市场可通过与银行进行质押式回购或买断式购入的方式参与国债交易。但央行不得直接在一级市场购买国债，即“不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”。历史上，人民银行曾于 1996 年从商业银行购入 29 亿元国债投放基础货币，以响应《中国人民银行法》。在 2002 年至 2003 年期间也曾买卖国债调节流动性。然而，2004 年后央行主要通过发行央票进行公开市场操作以回笼流动性，国债买卖交易量逐步萎缩。

2021 至 2023 年的中央经济工作会议均提及“加强货币与财政政策协同”。今年 6 月，央行明确“逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱”，并表示“人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实”。10 月中央金融工作会议提出“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”，央行二、三季度货币政策执行报告也均提出“在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。如今，央行开始按月公布国债的公开市场买卖信息，这意味着未来国债买卖操作可能趋于常态化。而国债买卖常态化我们认为有以下意义。

首先，这一操作补充了基础货币的投放方式。目前央行的基础货币投放方式包括：7 天和 14 天逆回购，用于对冲各类短期流动性压力，确保银行间短期流动性处于合理水平；期限主要为 3 个月到 1 年的中期借贷便利（MLF），向符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行投放基础货币，最终通过 LPR 利率传递影响信贷市场；再贷款、再贴现和抵押补充贷款（PSL）作为结构性工具，向特定领域提供基础货币以扩张信贷。央行通过买入国债投放流动性，一方面能够覆盖更广泛的金融机构，缓解过去主要交易对象为中大型银行而带来的流动性分层问题；另一方面，国债违约风险较低，在公开市场操作中增加其买卖，有利于增强货币市场的流动性。此外，央行在公开市场进行国债买卖操作的期限较已有工具更加灵活，可作为对当前多数期限较为固定的货币政策工具的有效补充，避免部分货币政策工具大规模续作时引发市场波动。

其次，公开市场国债买卖常态化是央行转向价格调控的重要步骤。价格调控的关键之一在于利率从短期到长期的传导，因此国债收益率曲线的调控则是央行的

政策目标之一。过去央行对国债收益率曲线的引导主要通过逆回购、中期借贷便利（MLF），分别作为短期和中长期的基础货币投放工具，直接影响对应的资金价格水平，并间接影响不同期限的国债收益率。如今央行增加买卖国债操作，将直接影响国债收益率曲线。在今年 8 月央行推迟 MLF 续作，被视为淡化其政策利率的角色。未来央行对收益率曲线的调控可能主要依靠逆回购和国债买卖。通过公开市场买卖国债，人民银行可以直接选择目标期限国债的交易数量和交易时点，对收益率曲线进行更精确的调控。当前收益率曲线较为扁平，这将压缩银行净息差，造成资产利差风险。而通过国债买卖，保持向上的收益率曲线不仅可以降低利差风险，也有利于实现央行“保持市场对投资的正向激励作用”的目标。

第三，央行在二级市场国债买卖意味着货币和财政政策一致性的进一步加强。

10 月 8 日人民银行公告和财政部成立联合工作组，首次会议内容聚焦债券市场平稳运行和央行公开市场操作国债买卖。当下中国经济面临的挑战，不能仅靠货币政策。表面上看是以通胀下行就业压力所反映需求不足，但更深层的逻辑是从土地财政驱动经济增长模式向新模式的转变。在房地产周期和信贷周期均为下行的背景下，居民财富缩水从而拖累消费，地方政府税收和土地出让收入不及预期制约化债进度和财政发力。房地产市场的出清无法仅靠货币政策完成，还需要财政政策的配合，如收储、对地方政府的融资支持等。此外，在总需求不足的背景下，市场上出现“主动宽货币，被动紧信用”，即信贷增长从供给约束转向需求约束的现象。仅仅依赖货币政策宽松可能无法刺激有效需求，反而增加资金空转（见 M1 和 M2 剪刀差走阔）。且当下私人部门融资需求偏弱，须通过财政发力支持政府部门融资和资金投放。11 月初人大常委会推出了总计 12 万亿的化债政策（其中 6 万亿为净增量）以应对地方财政乏力。为了弥补潜在的预算缺口，政府可能于今年第四季度集中举债。此时央行进行国债买卖可以熨平政府债券集中发行带来的流动性冲击。央行从存款机构买入国债，有助于财政工具直接投放。

3. 稳定资本市场，针对性推出新型货币政策工具

新型货币政策工具助力资本市场长期发展。9 月 24 日，央行宣布将创设新的货币政策工具以支持股票市场稳定发展，提振投资者信心。第一项工具是证券、基金、保险公司互换便利。符合证监会、金融监管总局条件的证券、基金和保险

公司，可通过资产质押（包括债券、股票ETF、沪深300成分股等资产），从央行换入国债、央行票据等高流动性资产。该政策互换便利首期操作规模为5000亿元，将提高机构的资金获取能力。设立证券、基金、保险公司互换便利的积极影响主要有以下几点：首先，其被限定于投资股票市场，能够为股市持续带来增量资金，有利于维护资本市场的稳定。其次，作为一项制度性安排，该便利能更好发挥机构投资者资本市场稳定器的作用，提高机构获取资金的便利性，以及提高它们的股票增持能力。机构可以更积极地参与到市场交易中。最后，该设立有利于提振投资者的信心，提高投资者参与市场的积极性（图3）。

第二项工具是股票回购、增持再贷款。引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票，且使用时不区分所有制。该工具为股市创造了增量资金，首期额度为3000亿元。这一设置为金融机构提供了低成本的资金来源，降低上市公司和主要股东的融资成本，从而提升优质公司股票回购增持的能力和动力，推动上市公司持续提高经营质量和投资价值，维护优质公司市值稳定，增强投资者信心。根据中国金融信息网内容，今年前9月，全市场披露的月均回购增持计划金额上限为226亿元，而回购增持再贷款专项工具推出后的10、11月，这一数字增加到逾350亿元，较今年前9个月月均值增超50%，反映该工具对提升市场主体回购增持意愿作用显著（图4）。

而从金融和资本市场对实体经济支持的角度考虑。增量资金进入资本市场可以修复资本市场估值，有助于发挥其投融资的功能。而这一功能将促进上市公司的健康发展和良好经营，从而改善社会整体预期，提振消费和投资需求，对实体经济形成促进。

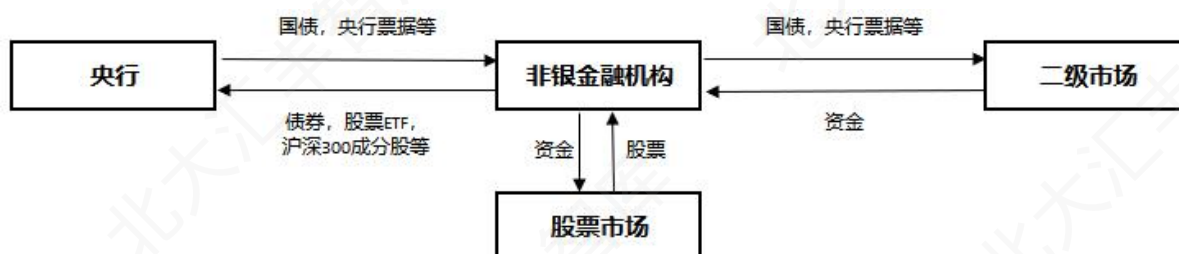


图3：证券、基金、保险公司互换便利路径

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库



图 4：股票回购增持专项再贷款路径
数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库

二、金融数据继续探底

1. 货币和存款：M1-M2 剪刀差走阔

理财回表提振 M2 增速回暖。2024 年 9 月末，广义货币（M2）同比增速提高至 6.8%，相较于第二季度末的 6.2% 提升了 0.6 个百分点（图 5）。本季度新增人民币存款 5.16 万亿元，其中居民户存款新增 2.58 万亿元，非金融企业减少 0.66 万亿元，财政存款新增 0.97 万亿元，非银行业金融机构存款新增 2.29 万亿元。其中非银行业金融机构存款同比多增 3.27 万亿元，成为 M2 同比增速回升的主要支撑（图 6）。我们认为非银部门存款的多增主要源于理财回表，流入存款账户或者证券保证金账户（非银存款）。今年的资产荒导致投资者青睐债基产品，推动债券收益率不断下行。而监管规范手工补息等举措，将部分银行存款挤入非银渠道，最终流入债市，合力拖累非银部门存款的增长，进而打压 M2 增速。随着人民银行不断提示长债收益风险和以及 9 月末权益市场的活跃，DR007 和 R007 在 7、8、9 三个月的加权均值之差分别为 0.06%，0.09% 和 0.13%，利差逐步走阔，反映了非银市场资金面逐步收紧。

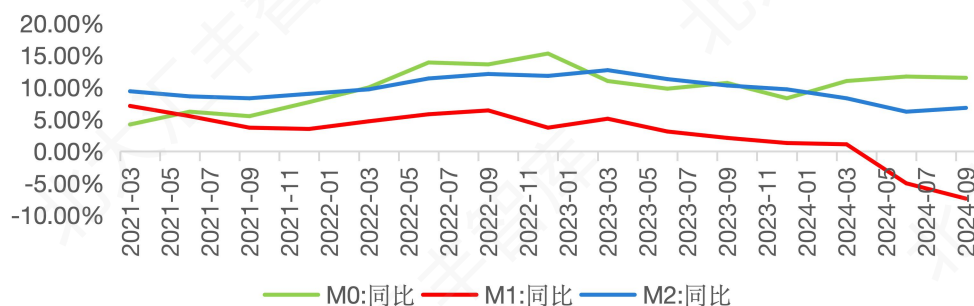


图 5：货币供应同比增速
数据来源：Wind，北大汇丰智库

M1 延续下跌态势，主要归因于 **M0 增速微降** 以及 **企业存款活化程度持续下行**。截至 9 月末，狭义货币（M1）同比增速下滑 7.4%，相较于第二季度末降幅扩大 2.4 个百分点，达 5.0%（图 5）。基础货币 M0 方面，其二季度末增速为 11.7%，至 9 月末同比增速微跌至 11.5%，对 M1 增速形成一定拖累。从结构层面剖析，企业存款活化程度持续走低态势显著。相较于 2023 年第三季度，非金融企业活期存款余额变动由 -1.42 万亿元进一步降至 -2.01 万亿元，同比多减 5861 亿元；定期存款余额则由 9802 亿元攀升至 1.35 万亿元，同比多增 3656 亿元（图 6）。这一现象折射出企业投资意愿低迷，市场预期偏于谨慎，构成当前有效需求不足的关键因素之一。此外，手工补息影响犹存，亦是 M1 增速下滑的潜在因素。不过，相对乐观的是，6 至 9 月各月末 M1 同比增速依次为 -5.00%、-6.60%、-7.30% 和 -7.40%，降幅斜率呈现明显放缓迹象。结合 9 月底 10 月初一系列扩张性政策落地推行，M1 增速底部或正逐步确立。

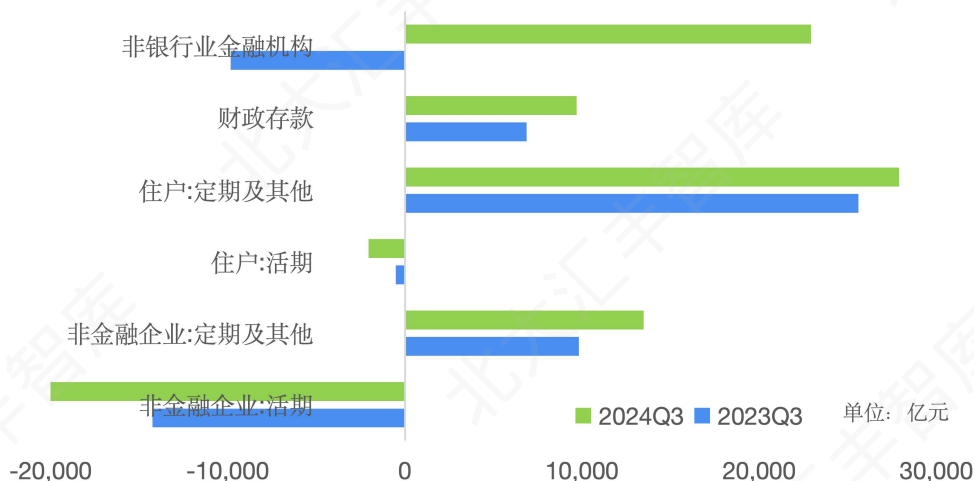


图 6：人民币存款结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库

M1-M2 增速剪刀差持续扩大，由 -11.2 个百分点延展至 -14.2 个百分点。彰显企业对未来前景持谨慎态度，倾向于将活期存款转为定期存款，前文已对此有所阐述。值得注意的是，本年度以来，房地产销售、开工数据降幅渐趋缓和。伴随房地产市场逐步回暖，居民存款有望向企业活期存款转移，未来或将助推 M1 增速回升，进而促使剪刀差收窄。关于 M1-M2 剪刀差扩大的具体原因在后文进行论述。

2. 社融和信贷：私人部门融资需求偏弱，政府融资支撑社融

2024 年 9 月末，社会融资规模同比增长 8%，增速低于去年同期的 9%，与 6

月末持平。其中，第三季度新增社融 7.57 万亿元，同比少增 0.23 万亿元。细分社融结构：新增人民币贷款 2.93 万亿元，同比少增 0.98 万亿元；外币贷款当季减少 1982 亿元，同比多减 859 亿元；新增委托贷款 762 亿元，同比多增 449 亿元；新增信托贷款 464 亿元，同比多增 53 亿元；新增未贴现银行承兑汇票 888 亿元，同比少增 675 亿元；新增企业债券融资 1813 亿元，同比少增 2915 亿元；新增非金融企业境内股票融资 491 亿元，同比少增 1657 亿元；政府债券融资新增 3.84 万亿元，同比多增 1.26 万亿元；存款类金融机构资产支持证券减少 1119 亿元，同比多减 516 亿元；新增贷款核销 3360 亿元，同比多增 563 亿元（图 7）。本季度社融同比少增核心缘由在于信贷与直接融资乏力。其中，新增人民币贷款、企业债券融资、非金融企业境内股票融资均出现大幅下滑，而表外非标融资（涵盖未贴现银行承兑汇票、信托贷款和委托贷款）基本持平。现阶段，支撑社融规模的主力军为政府债券融资。

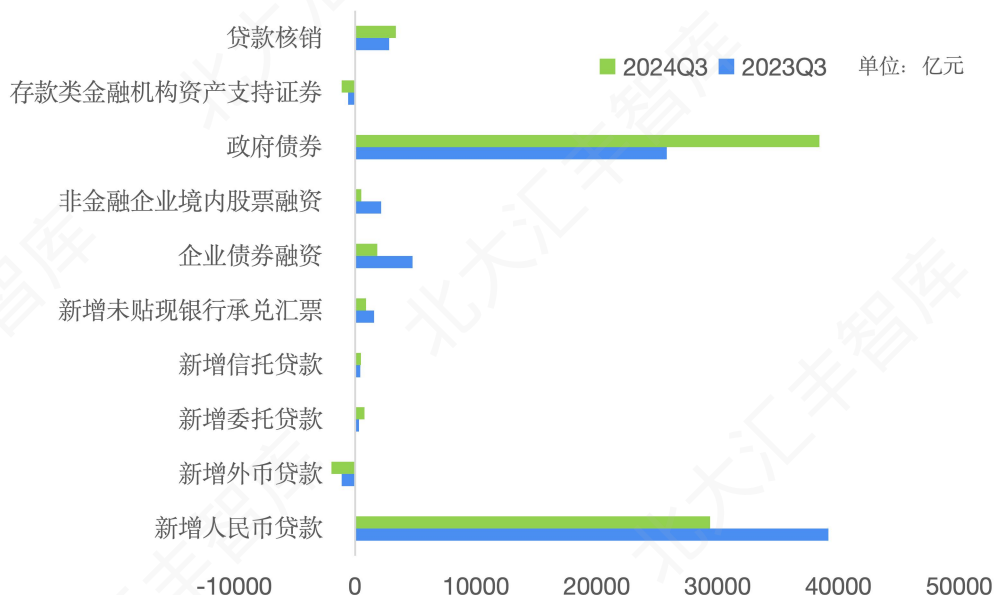


图 7：2024 年第三季度新增社融结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库

人民币贷款（包括社融口径人民币贷款和非银部门人民币贷款）三季度新增 2.75 万亿元，同比少增 1.27 万亿元。具体到各部门：居民部门新增人民币贷款 0.48 万亿元，同比少增 0.57 万亿元；企业部门新增 2.46 万亿元，同比少增 0.41 万亿元；非银部门减少人民币贷款 0.2 万亿元，同比多减约 0.03 万亿元（图 8）。

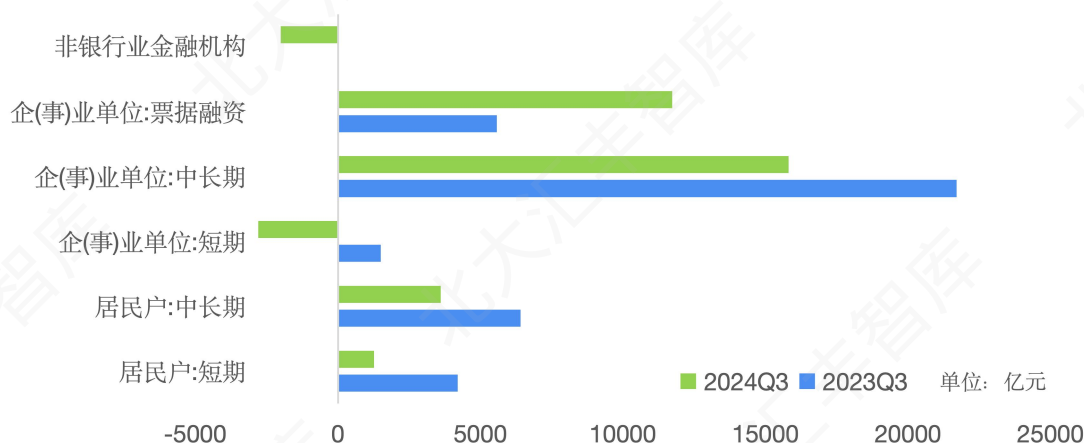


图 8：2024 年第三季度人民币新增贷款结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库

企业整体融资需求持续下滑，票据冲量现象依旧。结构上，本季度企（事）业单位短期人民币贷款减少 2800 亿元，同比多减 4300 亿元；中长期人民币贷款增加 1.58 万亿元，同比少增 5900 亿元；票据融资增加 1.17 万亿元，同比多增 6154 亿元。考虑到其他企业融资数据：新增非标融资同比近乎持平、企业债券融资同比少增 2915 亿元、非金融企业境内股票融资少增 1657 亿元。我们判断企业融资需求依旧疲软。从 PMI 数据反映，企业开支意愿颇为疲弱（图 9）。在信贷需求不振背景下，银行借助票据支撑贷款规模，致使票据融资同比多增逾 6000 亿元。

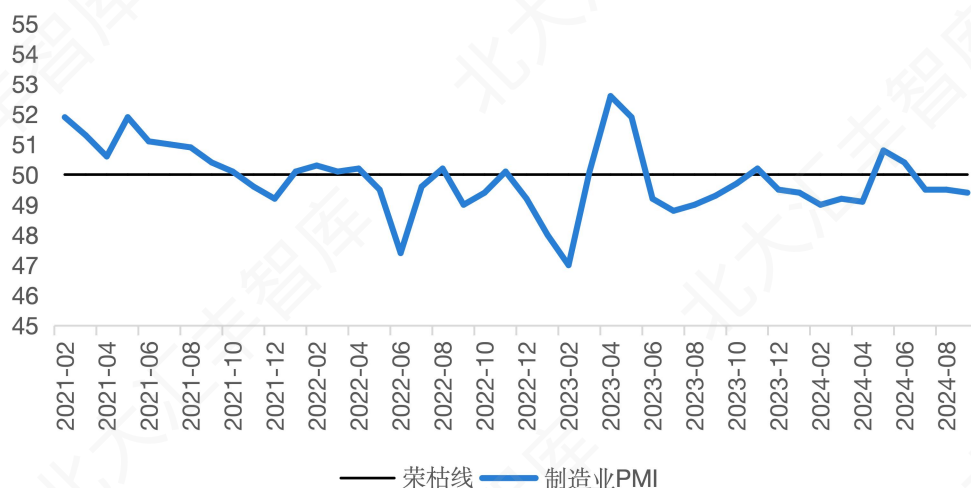


图 9：2024 年下半年以来制造业在 50 分位荣枯线以下

数据来源：Wind，北大汇丰智库

居民贷款走弱趋势有所缓和，消费压力有望得到一定缓解。从居民贷款结构审视，新增短期人民币贷款 1260 亿元，同比少增 2940 亿元，但环比多增 2064

亿元，这暗示居民消费虽仍处于低位徘徊，但相较于二季度已现回升态势。新增中长期人民币贷款 3600 亿元，同比少增 2800 亿元，环比多增 1550 亿元，这或许表明居民提前还贷现象犹存，购房需求相对疲软，不过下行趋势已渐趋平缓。这与房地产市场整体下行但本年度各项数据跌幅逐步收窄的现状相契合。伴随 10 月银行完成存量房贷利率下调，居民提前还贷意愿有望得到进一步缓解

政府融资持续发力，成为社融规模的关键支撑。三季度政府债净发行 3.84 万亿元，同比多增 1.26 万亿元。单月来看，9 月政府债净发行 1.54 万亿元，同比多增 5433 亿元，增幅高于 7 月的 2772 亿元和 8 月的 4418 亿元，彰显 9 月财政政策进一步加力增效。年初两会拟定新增债务 8.96 万亿元（涵盖 4.06 万亿元赤字、3.9 万亿元专项债以及 1 万亿元特别国债），截至 2024 年前三季度，政府债融资已达 7.18 万亿元，完成进度 80%。考虑到 10 月 12 日财政部新增 4000 亿借债额度，四季度融资预算剩余 2.18 万亿元，同比将减少 1.47 万亿元。未来需密切关注人大常委会对增量财政政策计划的审批动态，以此判断第四季度政府融资对需求端的促进力度。结合财政存款数据观察，第一、二、三季度新增政府债务融资分别为 1.36 万亿元、1.98 万亿元和 3.84 万亿元，对应季度财政存款新增分别为 -2855 亿元、421 亿元和 9682 亿元，两者差值即政府支出的资金量，依次为 1.65 万亿元、2.02 万亿元和 2.98 万亿元。这充分反映出财政政策发力后，对实体经济的支撑力度正逐步增强（图 10）。

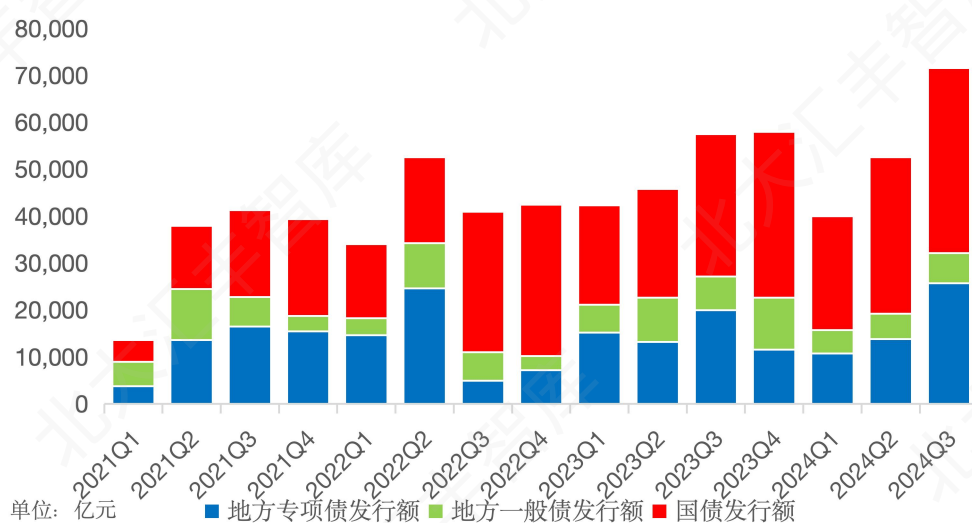


图 10: 2024 年三季度政府债券发行额度创新高

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

三、存款活性下降，制造业支撑贷款需求

1. 周期性因素叠加实际利率偏高，致 M1-M2 剪刀差持续走阔

截至三季度末，广义货币 M2 与狭义货币 M1 的增速剪刀差呈现扩大的态势。具体来看，M2 同比增速自 1 月末的 8.7% 一路滑落至 6 月末的 6.2%，随后缓慢回升至 9 月末的 6.8%。年初以来金融领域“挤水分”等系列政策的落地实施，虽在一定程度上压低了 M2 的增长速率，但有效缓解了 M2 于金融体系内部的“空转”现象。进入下半年，持续的理财回表进程为 M2 增速提供了部分支撑。相较而言，M1 同比增速的下滑幅度更为显著，从 1 月末的 5.9% 急剧下跌至 9 月末的 -7.4%，跌幅远超 M2（图 11）。这表明，金融“挤水分”不足以阐释 M1 增速的快速下行缘由。从年初至 9 月末，M1 与 M2 的剪刀差持续扩大，由最初的 -2.8% 延展至 -11.2%。从货币结构层面分析，一方面，M2 增速的下滑自然对 M1 施加一定下行压力，致使 M1 增速放缓；另一方面，构成 M1 的企业及机关团体活期存款逐步转化为构成 M2 的定期存款。而存款定期化是如下原因造成的：其一，房地产市场步入收缩周期后极大地限制了 M1 向 M2 的转化路径；第二，市场预期偏弱的大环境下，信贷顺周期收缩，这不仅抑制了 M2 增速，还同步引发存款定期化现象；财政逆周期扩张面临重重约束，支出速率偏缓，难以对 M1 增速形成有效支撑。M2 增速的变动前文已做解释，这里主要分析 M1 同比增速下滑较大的原因。

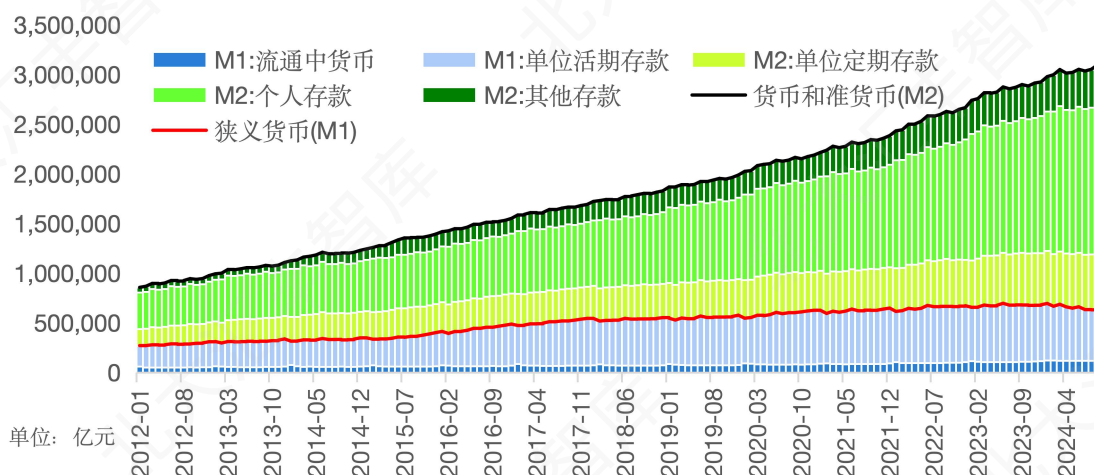


图 11：广义货币 (M2) 构成

数据来源：Wind，北大汇丰智库

从结构构成审视，M1 主要由 M0（流通现金）、机关团体活期存款以及企业

活期存款构成。其中，M0 增长态势平稳，而单位活期存款却出现显著下滑。截至 9 月底，M1 余额达 62.8 万亿元，其中 M0 余额为 12.2 万亿元，单位活期存款为 50.6 万亿元，相较于 2023 年同期，单位活期存款余额锐减 6.3 万亿元。

房地产市场的收缩周期严重阻碍了居民存款（构成 M2）向企业活期存款（构成 M1）的转化进程。在房地产扩张周期，居民存款作为 M2 的构成部分，会结转为企业的预售资金，进而转化为企业活期存款，房地产企业再将预售款向产业链上下游（建材、家装、房地产服务）结转，资金在 M1 内部良性循环，助力实体经济发展。从数据层面反映，房地产商品房月度销售额从 2020 年末、2021 年初的峰值超 2 万亿元，大幅下滑至 2024 年的约 6000 亿元，与之相应，M1 增速自 2022 年下半年起持续走低，二者时间轨迹高度契合，清晰呈现出房地产收缩周期内销售额下滑、房企资金周转减速，最终使得 M2 向 M1 转化效率降低，牵引 M1 下行趋势。

实际利率偏高催生企业存款定期化现象。在整体经济下行的宏观背景下，资金的风险偏好显著下降，转而更倾向于收益稳定的定期账户。以 10 年国债收益率与 GDP 平减指数之差计算的实际利率自 2022 年起持续攀升，与实际 GDP 增速的差值逐步收窄，这一趋势基本与 M1 增速在 2022 年出现拐点并持续下行的态势相呼应（图 12）。这意味着即便当下货币政策保持宽松环境，由于通胀疲软致使市场预期偏低，储蓄所带来的实际回报依然颇具吸引力，足以驱动资金流向定期存款，促使 M1 向 M2 转化，进而引发二者增速分化。

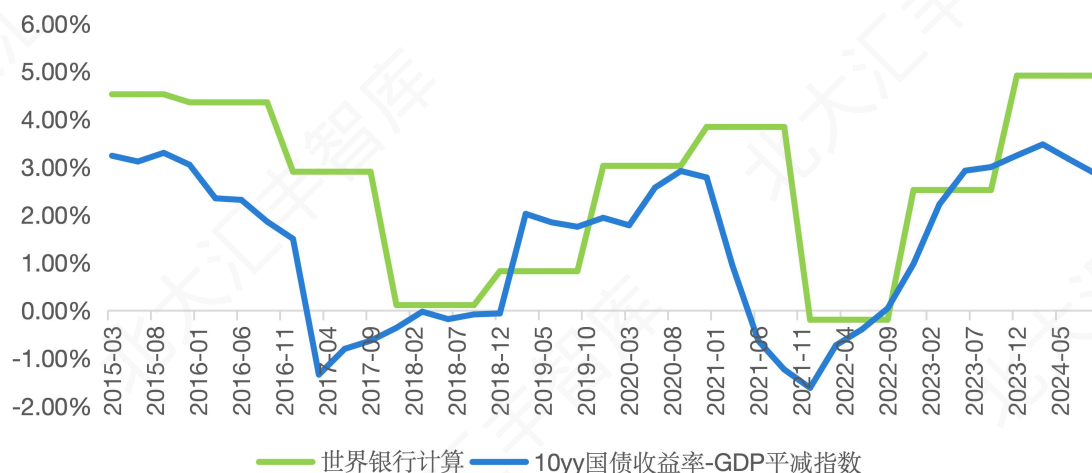


图 12：真实利率自 2022 年开始上升

数据来源：Wind，北大汇丰智库

财政逆周期调节受限，支出进度迟缓导致 M1 下降。在实体经济循环不畅的困境下，财政逆周期调控本应作为货币扩张、支撑实体经济的关键手段。然而，受房地产市场下行拖累，地方政府土地使用权出让收入在本年度大幅下滑，截至三季度末，累计同比下跌 24.6%。作为融资性收入的重要构成，其带动政府性基金收入同期同比下跌 22.5%，进而引发广义财政收入的顺周期紧缩。收入承压较大限制了财政逆周期调节的发力空间。截至 9 月，政府性基金支出同比增速下滑 9.7%，其中专项债累计发行同比增速仅为 3.9%（图 13）。此外，地方政府隐性债务的还本付息压力严重压缩了财政支出空间。自 2023 年初至 2024 年 9 月，地方政府用于化债的特殊再融资债和特殊新增专项债分别达 1.11 万亿元和 1.8 万亿元，合计年化超过 1.6 万亿元，反映地方政府巨大的偿付压力。除收支因素外，财政支出速率缓慢同样会削减 M1。财政收支差额积聚在财政存款账户，该账户不属于 M1（亦不属于 M2），而财政净支出包括了是货币从财政存款账户向 M1 转换的过程。但截至今年第三季度末，财政存款余额达 0.97 万亿元，同比多增 0.28 万亿元，这表明财政发力的速率仍有较大提升必要。

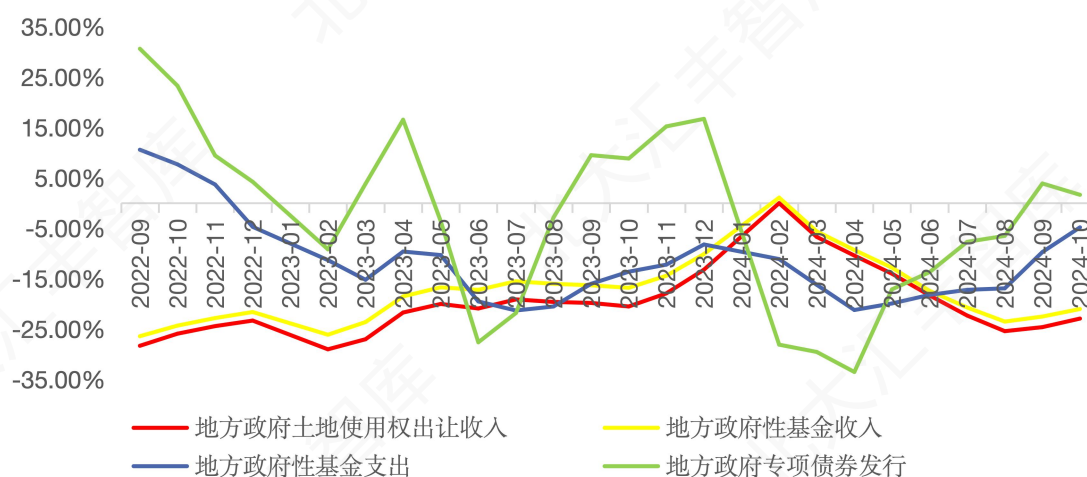


图 13：地方政府本级财政收支同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

综上，房地产下行周期限制实体经济的活力，同时导致了财政收入顺周期的收缩，叠加真实利率高企吸引企业储蓄和地方化债的压力，最终导致 M1 和 M2 剪刀差走阔。未来需要关注财政的发力强度和进度。

2. 制造业支撑企业中长期贷款增速

企业中长期贷款已连续 5 个季度呈现同比少增态势，这一情况致使有效社融（即剔除政府债券融资后的新增社会融资）连续 6 个季度同比下滑（图 14）。当前，企业部门疲软的融资需求仍是社融数据增长的主要拖累因素。企业部门贷款融资通常涵盖票据、短期贷款以及中长期贷款三个类别，其中，前两者更多地反映企业资金流动性充裕程度，而中长期贷款则更能体现企业的经营活力。故而，在研判经济景气程度时，应以企业中长期贷款数据变动为关键依据，而非单纯考量企业整体贷款情况。以下将主要从行业构成的角度判断企业中长期贷款同比持续少增的根源。

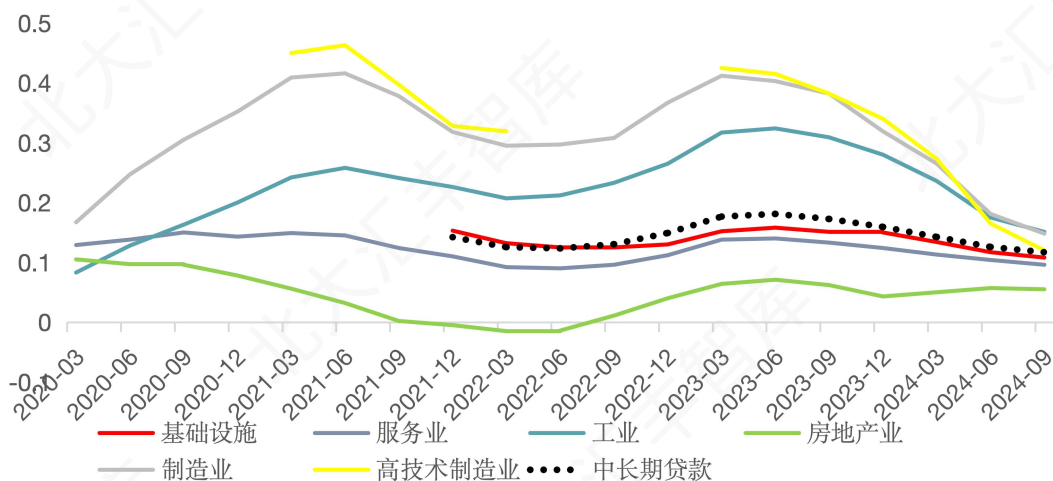


图 14：主要行业中长期贷款同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

房地产行业中长期贷款处于低位平稳运行状态，对中长期贷款增速形成下行压力。具体来看，房地产行业中长期贷款增速在 2021 年下半年至 2022 年上半年期间跌入负值区间，随后逐步缓慢回升，自 2023 年起基本稳定在 5% 左右波动。这一数据表现侧面印证了房地产业高速下滑阶段已然过去的判断。与之相对，企业中长期贷款增速中枢自 2021 年四季度的 14% 上扬至 2023 年第三季度的 18%，而后持续下行，至 2024 年第三季度降至 11.7%。鉴于房地产中长期贷款增速长期低于企业中长期贷款整体增速，其对企业中长期贷款增长持续产生拖累作用。

工业与制造业中长期贷款增速曾持续为中长期贷款总量增速注入动力，但近 6 个季度以来逐步放缓回落。工业中长期贷款增速自 2020 年四季度起便稳定在 20% 之上，并于 2023 年二季度触及 32.4% 的峰值，此后缓慢下行，至 2024 年三季度

末降至 15.1%。制造业以及高技术制造业中长期贷款增速走势相仿，均在 30% 以上的高位维持长达三年之久，随后分别从超 40% 的高点回落至 14.8% 和 12%。此外，基础设施中长期贷款与服务业中长期贷款增速亦呈现缓慢下滑态势，自 2023 年一季度的 15% 左右滑落至当前季度的 10% 上下区间。**制造业固定资产投资额增长态势稳健，其内生融资需求对中长期贷款增长形成有力支撑。**尽管制造业中长期贷款增速自高位持续回调，但依旧高于企事业单位整体中长期贷款增速水平。这主要归因于 2020 年至今，制造业固定资产投资完成额始终保持稳定增长，年均增速超 10%。尽管从城镇固定资产投资资金来源估算可知，国内贷款融资在制造业投资金额中占比仅约 6%，然而制造业整体的稳定发展所催生的融资需求，依然为中长期贷款增长筑牢根基。

四、展望与建议

1. 四季度货币政策延续宽松以提振需求

金融数据看，当前经济运行仍然处在调整阶段。截至三季度末，作为经济活跃度直观晴雨表的 M1 指标延续下行态势，叠加企业中长期贷款边际增量缩减，映射出当下企业投资需求乏力的现状。与此同时，居民贷款增长乏力，佐以低位徘徊的通胀数据以及低迷不振的社会消费品零售总额表现，彰显居民部门需求疲软。预期不振与实际利率高位运行，成为抑制投资及消费的关键掣肘因素。因此当下迫切呼唤政策层面的发力进一步加大。

9 月底以来，一系列扩张性政策相继落地，旨在重塑市场预期、稳固市场信心。综合考量相关部门释放的政策信号，**我们研判当局在今年四季度至 2025 年将延续积极的政策主基调。**预计四季度人民银行将下调 1 次短期利率，降低法定存款准备金率 0.5 个百分点，同时 1 年和 5 年期 LPR 也将跟随第三季度的 MLF 利率变动下调。此外，央行在二级市场的国债买卖也将配合财政政策的发债进度，维持流动性充裕。

2. 关注 M1、消费数据和实际利率变化

政策发力成效如何，核心在于企业与居民部门需求能否得到切实提振。**细究而言，主要聚焦以下几个关键方面：首先，聚焦狭义货币 M1 增速指标，因为其对于**

企业部门增长的具有一定领先性。历史数据回溯显示，M1 增速通常领先工业产品库存增速 3-4 个季度，领先 PPI 增速 2-3 个季度，能够前瞻性预判工业品供给格局。从资金流向视角剖析，M1 走势映射出在当下弱需求环境中，扩张性财政的政策资金投放的力度与节奏：政府融资转化为支出后带动企业经营，进而流入企业活期账户。倘若未来 M1 延续下行轨迹，无疑表明实体经济需求维持疲弱，政策效果不及预期；反之，若 M1 企稳止跌甚至逆势上扬，可能预示未来 3 至 4 个季度内，价格、企业利润以及产出名义增速将出现反弹。

其次，留意居民短期贷款、通胀以及消费数据联动表现，以此校验货币政策于居民部门的支撑成效。相较二季度报告，《三季度货币政策执行报告》在表述侧重点上显著向物价水平倾斜：一则对国内宏观形势判断锚定需求与预期，明确指出“国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战”，有别于二季度“国内有效需求不足，新旧动能转换和结构调整持续深化也造成一定挑战”表述，表明需求的核心地位；二则，物价措辞从“维护价格稳定、推动物价温和回升”进阶为“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”。这两方面措辞折射出物价的权重在后续货币政策制定中将增大。GDP 平减指数已连续六个季度负增，对名义经济增速产生拖累，影响居民收支的体感。或许 GDP 平减指数转正之前，货币政策都将维持较大的宽松。而持续宽松的政策对居民贷款成本的降低，消费潜能的激发，从而助力物价脱离通缩困境的作用，需要我们关注短贷增长和消费数据。此外，政策在房地产及资本市场的发力，将借助财富效应抬升居民部门需求层级。反映需求与预期态势的通胀水平，将对政策走向施加更大影响力。

关注实际利率变化状况。实际利率作为企业融资成本的直接决定因子，是企业财务与经营活动的“锚”。过往两年间实际利率处于持续上行的态势，已然成为抑制企业投资需求的关键阻力。实际利率上行极大削弱企业投资新项目、扩大生产规模的意愿，使得企业在融资决策上愈发谨慎，进而导致整体投资需求疲软。换言之，货币政策宽松在降低名义利率、提高通货膨胀预期，从而压降实体经济融资成本方面仍有提升空间。

3. 扩张政策将带来金融数据的好转

综合判断,我们认为扩张性的财政和货币政策将带来第四季度信贷边际增量的同比多增,推动 M1 增速触底反弹、M2 增速稳中有升。一方面,增量财政政策叠加预期加快的发债进度,将直接支撑社会融资数据,后续持续推进的降息操作,或许将稳步压低实际利率,切实削减企业融资及居民贷款成本,进而强力提振投资与消费需求。据此,我们预判企业中长期贷款将呈现同比显著多增态势,消费数据与消费信心将双双回暖,居民短期贷款亦将实现同比多增格局。另一方面,资金投放的加快,意味着财政存款更高效转变为企业活期存款,反映政府融资投放至实体经济。因此我们预计财政存款的消耗速率将显著加快。而预期提振和消费回暖,资金从居民账户转移至企业账户,使得企业活期存款增加,也将推动 M1 上升。M1 作为 M2 构成部分,其回暖自然支持 M2 增长。而其他因素,诸如支持资本市场稳定发展的两个政策工具,以及降低法定存款准备金率也将对 M2 增速形成支撑。



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。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>