

## 流动性“新知”系列

### 宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang\_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

## 资金“空转”加剧的幻象

去年底以来，M2-M1“剪刀差”扩大，引发大家对资金空转的担忧。当前“剪刀差”扩大与过往有何不同，是否指向资金空转加剧，钱到底去哪了？本文系统梳理，可供参考。

### 一问：M2-M1“剪刀差”为何扩大？不同过往，居民理财回表等推升 M2

不同过往，本轮 M2-M1“剪刀差”扩大表现为 M2 增速上升、M1 增速回落。2013 年以来，M2-M1“剪刀差”扩大多发生在经济回落、货币宽松阶段，均表现为 M2 和 M1 增速双双回落、M1 增速回落得更快，使得 M2-M1“剪刀差”扩大。去年 10 月以来的表征不同，M2 增速抬升 0.9 个百分点、同时 M1 增速回落 0.7 个百分点，导致 M2-M1“剪刀差”扩大。M2 增速的回升，主要缘于居民理财回表、二手房购成交增多等。2022 年 10 月以来的 M2 回升，主要缘于居民存款的加快增长，而单位定期存款增长有所放缓。2022 年 11 月至 2023 年 3 月，理财赎回规模约 2.5 万亿元、贡献准货币同比增量的近 60%。此外，去年底以来居民二手房成交明显增多、占比接近 50%，也加快了居民存款的派生。

M1 增长低迷，与新房销售偏弱带来的活期存款派生下降紧密相关，企业信心修复偏慢也影响资金活化。居民购买新房派生企业活期存款是 M1 派生的重要驱动，但去年以来的新房销售低迷拖累企业活期存款派生，导致 M1 中枢明显低于以往。疫后企业信心修复偏慢也一定程度影响资金活化，企业定期存款增长在 3 月有所反弹，而活期存款增长放缓。

### 二问：M2-M1“剪刀差”扩大，指向资金空转？派生行为不同，并非空转加剧

去年底以来，非银存款并未出现大幅增长，或指向资金空转并不严重。经验显示，M2-M1“剪刀差”扩大阶段，均对应经济回落、货币明显宽松阶段，部分资金滞留在金融体系形成一定空转，对应非银存款较快增长。但去年底以来，非银存款增长并没有加快、增速水平处于近三年来低位，2023 年一季度新增非银存款明显低于 2018 年和 2021 年同期。资金部分滞留在金融体系，与居民购房偏弱带来的居民与企业之间的派生减少紧密相关。从银行信贷收支表变化可以发现，去年底以来资金来源的突出变化是居民存款贡献高、用于补充负债的金融债券融资明显收缩；资金运用端，在居民贷款需求不足的情况下，银行通过加大债券投资来缓解资产配置压力。

企业利差的狭窄、存贷款增长的背离等，或意味着企业通过存贷款套利的情况并不普遍。企业贷款后再存入银行进行套利理论上是可行的，现实中部分企业贷款利率可能低于 2%，但总体套利空间不大，3 月新发放的企业贷款加权平均利率为 3.96%、明显高于各类银行的存款利率，因而并没有出现企业存款随着贷款加快增长的情况。

### 三问：钱都去哪了？企业流向制造、基建和服务业，居民增加消费和经营贷款

经济复苏早期，资金存在一定空转较为常见；年初以来大部分资金流向实体，企业贷款主要流向制造业、基建和服务业。一季度，企业中长贷贡献全部新增贷款的 6 成以上，其中制造业中长贷余额增长 41.2%、基建和不含房地产的服务业内中长贷余额增速均在 15% 以上，对企业中长贷增量贡献分别 19.5%、32.3% 和 46.0%。

民增加消费和经营贷款，而提前还贷等拖累住房贷款增长。一季度，居民贷款企稳回升，其中经营性贷款和不含按揭的消费性贷款加快增长，增速分别达 18.8% 和 11%、分别贡献了增量的 81.3% 和 11.6%，或主要缘于场景恢复带来的线下消费和经营活动修复；商品房销售边际改善，但提前还贷导致住房贷款增长继续放缓。

伴随资金对实体支持效果逐步显现，经济修复动能将持续增强、可以更加“乐观”些。以企业中长期资金来源为代表的有效社融增速，去年中已见底回升；按照有效社融变化领先经济 2 个季度左右的经验规律，本轮信用扩张会带动经济在 2023 年初见底回升，一季度经济指标已有所体现。资金流、人流等相互作用，有望推动经济持续修复。

**风险提示：**经济修复和政策效果不及预期，资金空转加剧。

## 内容目录

一问：M2-M1 “剪刀差”为何扩大？不同过往，居民理财回表等推升 M2 .....	3
二问：M2-M1 “剪刀差”扩大，指向资金空转？派生行为不同，并非空转加剧.....	4
三问：钱都去哪了？企业流向制造、基建和服务业，居民增加消费和经营贷.....	6

## 图表目录

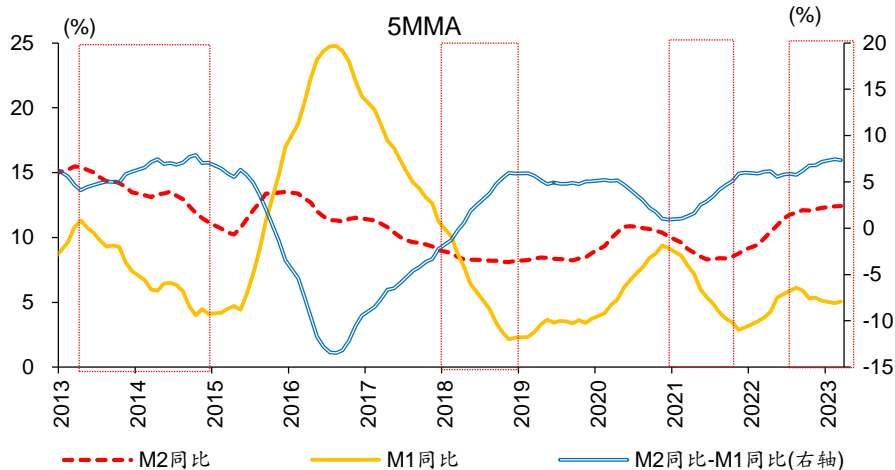
图表 1：不同于过往，当前 M2-M1“剪刀差”扩大表现为 M2 上升、M1 回落 .....	3
图表 2：准货币增速抬升，与居民存款加快增长有关 .....	3
图表 3：居民消费低迷并不能完全解释居民存款的高增 .....	3
图表 4：2022 年 11 月以来，理财规模趋于收缩 .....	4
图表 5：2022 年底以来二手房成交增多.....	4
图表 6：地产销售与 M1 增速较为类似.....	4
图表 7：企业活期存款增长修复偏慢 .....	4
图表 8：M2-M1 扩大对应经济偏弱阶段 .....	5
图表 9：当前 M2-M1 扩大阶段，非银存款并未大幅增长 .....	5
图表 10：M2-M1 “剪刀差”扩大阶段，银行新增资金来源与运用结构 .....	5
图表 11：当前各类存款挂牌利率均不高去 .....	6
图表 12：年中以来，企业贷款加快增长、存款趋缓 .....	6
图表 13：去年中以来，企业债券与贷款增长明显背离 .....	6
图表 14：去年四季度企业存款显著低于季节性 .....	6
图表 15：年初以来，制造业、服务业等贷款增长较快 .....	7
图表 16：年初以来，贷款流向服务业、基建、制造业等 .....	7
图表 17：居民消费性和经营性贷款均加快增长 .....	7
图表 18：一季度，居民消费和投资意愿有所修复 .....	7
图表 19：信用修复领先经济 2 个季度左右 .....	8
图表 20：线下活动持续修复 .....	8

去年底以来，M2-M1“剪刀差”扩大，引发大家对资金空转的担忧。当前“剪刀差”扩大与过往有何不同，是否指向资金空转加剧，钱到底去哪了？本文系统梳理，可供参考。

### 一问：M2-M1“剪刀差”为何扩大？不同过往，居民理财回表等推升M2

不同过往，本轮M2-M1“剪刀差”扩大表现为M2增速上升、同时M1增速回落。2013年以来，M2-M1“剪刀差”扩大的阶段主要包括，2013年至2014年、2017年至2018年、2021年，多发生在经济回落、货币宽松阶段，均表现为M2和M1增速双双回落、M1增速回落得更快，使得M2-M1“剪刀差”扩大。去年10月以来的表征不同，M2增速明显上升、抬升0.9个百分点，同时M1增速回落0.7个百分点，导致M2-M1“剪刀差”扩大。

图表 1：不同于过往，当前M2-M1“剪刀差”扩大表现为M2上升、M1回落

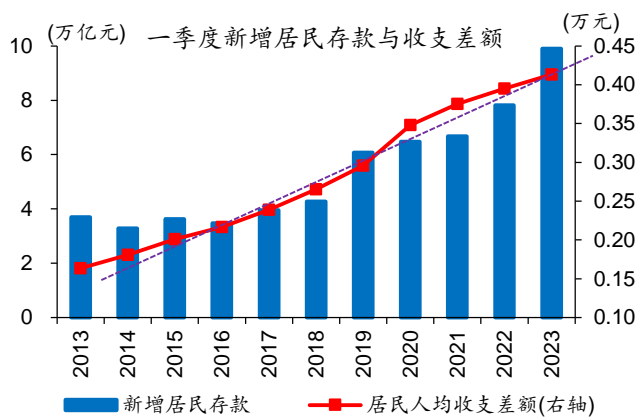
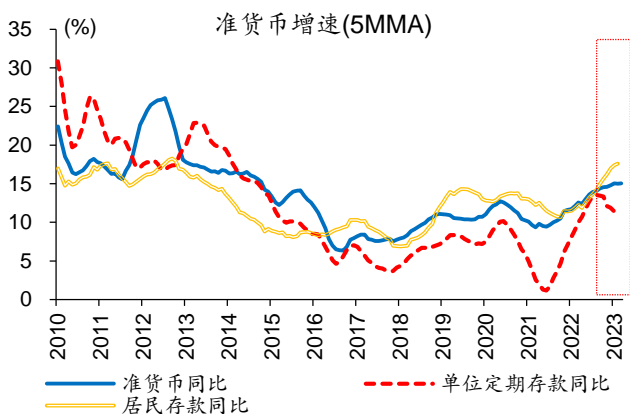


来源：Wind、国金证券研究所

M2增速的回升，主要缘于居民理财回表、二手房购成交增多等。M2由M1和准货币构成，后者包括单位定期存款、居民存款和非银存款等；其中，2022年10月以来的M2回升，主要缘于居民存款的加快增长，而单位定期存款增长有所放缓。居民存款的加快增长，主因居民赎回理财、资金转存银行，2022年11月至2023年3月，理财赎回规模约2.5万亿元、贡献准货币同比增量的近60%。此外，居民二手房成交增多，也会派生居民存款。

图表 2：准货币增速抬升，与居民存款加快增长有关

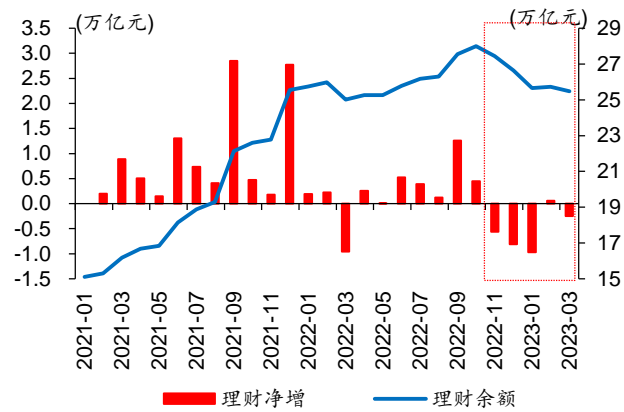
图表 3：居民消费低迷并不能完全解释居民存款的高增



来源：Wind、国金证券研究所

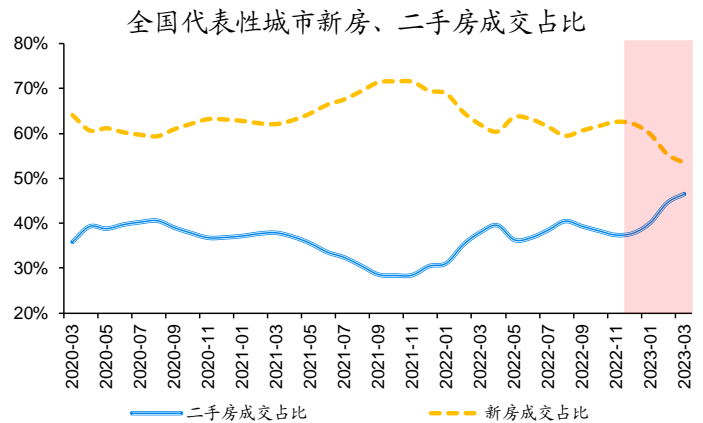
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4: 2022 年 11 月以来, 理财规模趋于收缩



来源: 国金固收、国金证券研究所

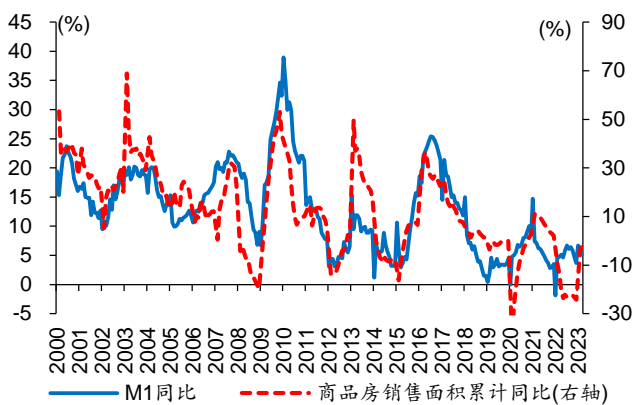
图表 5: 2022 年底以来二手房成交增多



来源: Wind、国金证券研究所

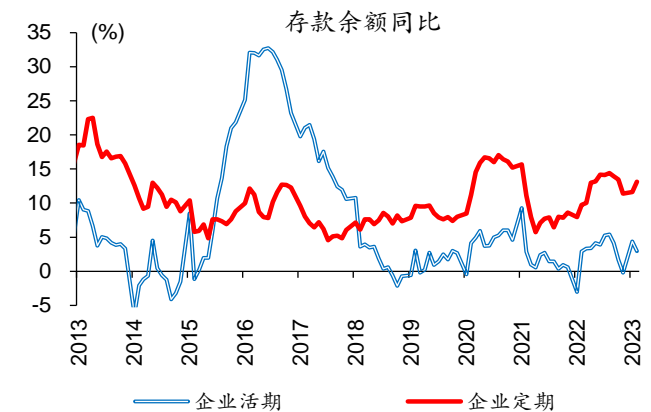
M1 增长低迷, 与新房销售偏弱导致房地产带来的企业活期存款派生下降紧密相关, 企业信心修复偏慢也一定程度影响资金活化。居民购买新房派生企业活期存款, 是 M1 派生的重要驱动, 使得新房销售与 M1 变化类似; 但去年以来的新房销售低迷, 拖累了房地产带来的企业活期存款派生, 导致 M1 中枢明显低于以往。疫后企业信心修复偏慢, 导致企业开支相对谨慎, 企业定期存款增长在 3 月有所反弹, 而活期存款增长放缓。

图表 6: 地产销售与 M1 增速较为类似



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 企业活期存款增长修复偏慢

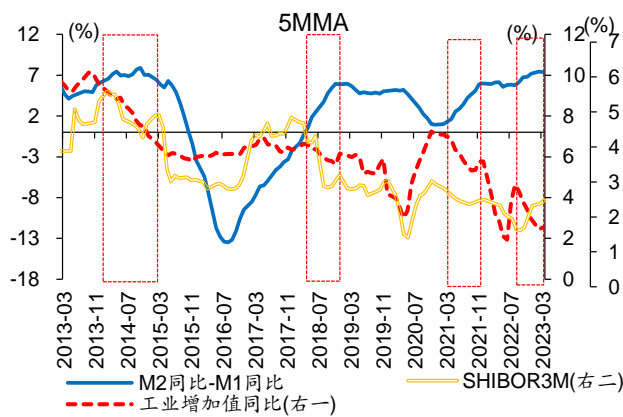


来源: Wind、国金证券研究所

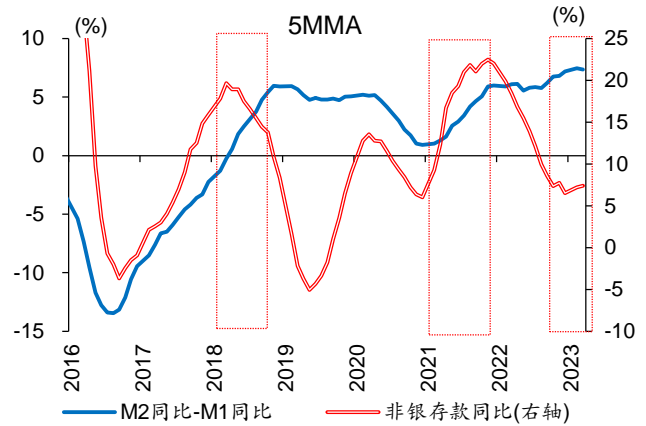
## 二问: M2-M1 “剪刀差” 扩大, 指向资金空转? 派生行为不同, 并非空转加剧

过往经验显示, M2-M1 “剪刀差” 扩大, 多伴随一定程度资金空转; 但去年底以来, 非银存款并未出现大幅增长, 或指向资金空转并不严重。过往经验显示, M2-M1 “剪刀差” 扩大阶段, 均对应经济回落、货币明显宽松阶段, 部分资金滞留在金融体系形成一定空转, 对应非银存款较快增长。不同于过往, 当前 M2-M1 “剪刀差” 扩大的同时, 非银存款增长并没有加快、增速水平处于近三年来低位, 2023 年一季度新增非银存款接近 8000 亿元、明显低于 2018 年和 2021 年同期水平。

图表 8: M2-M1 扩大多对应经济偏弱阶段



图表 9: 当前 M2-M1 扩大阶段, 非银存款并未大幅增长



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

资金部分滞留在金融体系,与居民购房偏弱带来的居民与企业之间的派生减少紧密相关。对比 M2-M1 “剪刀差”扩大阶段银行信贷收支表变化可以发现,去年底以来最突出的变化是居民存款贡献高、但居民贷款贡献低,与前面梳理的居民理财回表、购房低迷特征一致。居民存款增多,使得银行通过发金融债券补充负债的必要性下降,金融债券融资明显收缩;在居民贷款需求不足的情况下,银行通过加大债券投资来缓解资产配置压力。

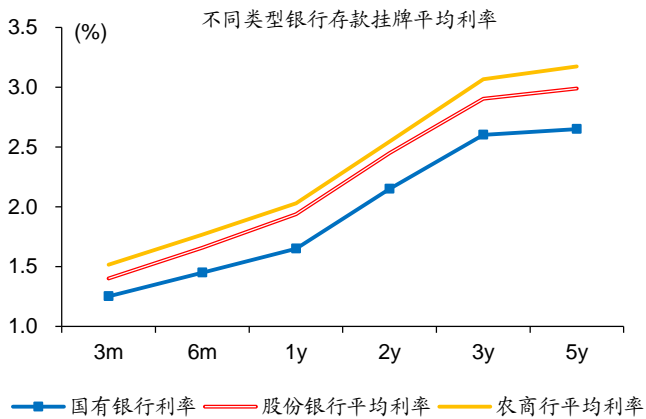
图表 10: M2-M1 “剪刀差”扩大阶段, 银行新增资金来源与运用结构

资金来源(%)	2014年9月- 2015年2月	2018年9月- 2019年2月	2021年1月- 2021年6月	2022年10月- 2023年3月	资金运用 (%)	2014年9月- 2015年2月	2018年9月- 2019年2月	2021年1月- 2021年6月	2022年10月- 2023年3月
住户存款	46.1	75.7	50.3	72.5	住户贷款	16.6	31.4	30.9	14.8
企业存款	-7.5	2.0	14.5	10.9	企业贷款	42.5	49.6	56.4	58.0
非银存款		-6.7	15.0	6.0	非银贷款		-1.2	-1.2	0.3
境外存款		0.6	1.0	0.0	境外贷款	0.3	0.1	0.0	0.4
金融债券	2.1	8.7	3.2	-4.2	债券投资	14.5	23.4	12.3	21.2
流通中货币	15.7	9.1	0.0	3.5	股权投资	23.8	-0.9	1.1	2.8
国际负债	-0.1	0.0	0.0	0.0	国际资产	-0.1	0.0	0.0	0.0
其他负债	-29.1	17.8	2.0	6.3	黄金	0.0	0.1	0.0	0.2
机关团体存款	4.5	-1.5	7.7	5.0	外汇占款	-1.2	-2.6	0.6	2.4
财政存款	-7.2	-5.7	6.3	-0.1					

来源: Wind、国金证券研究所

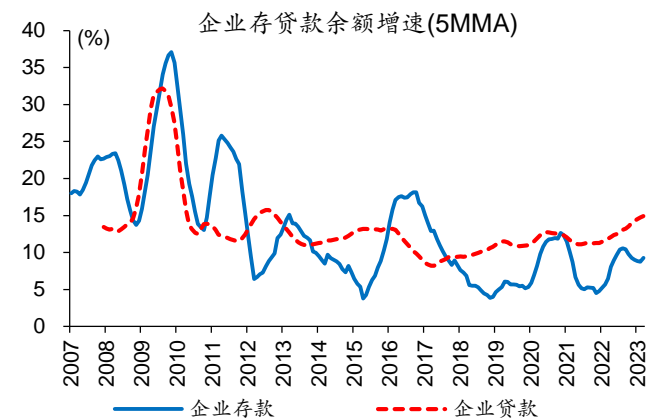
企业存贷款增长的背离、利差的狭窄等,或意味着企业通过存贷款套利的情况并不普遍。一季度银行理财总体仍在收缩或意味企业理财套利的规模有限;企业贷款后再存入银行进行套利理论上是可行的,但实际操作上存在监管、套利空间等约束。现实中,部分企业贷款利率可能低于 2%,但总体套利空间不大,3 月新发放的企业贷款加权平均利率为 3.96%、明显高于各类银行的存款利率,因而并没有出现企业存款随着贷款加快增长的情况。年初以来,企业存款增加略好于以往同期,或部分缘于去年四季度企业债券融资转表内带来的资金消耗的回补,两个季度合计新增存款显著低于过去两年同期。

图表 11: 当前各类存款挂牌利率均不高去



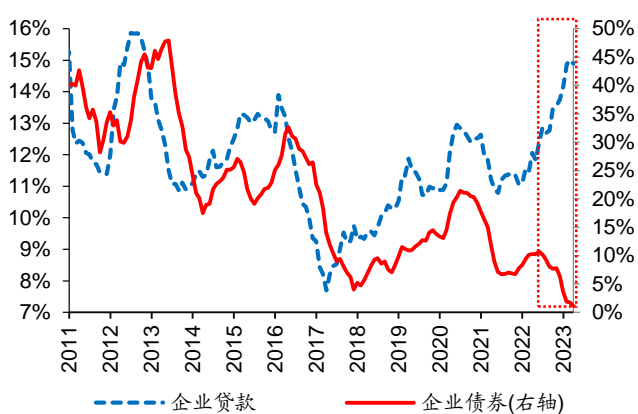
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 年中以来, 企业贷款加快增长、存款趋缓



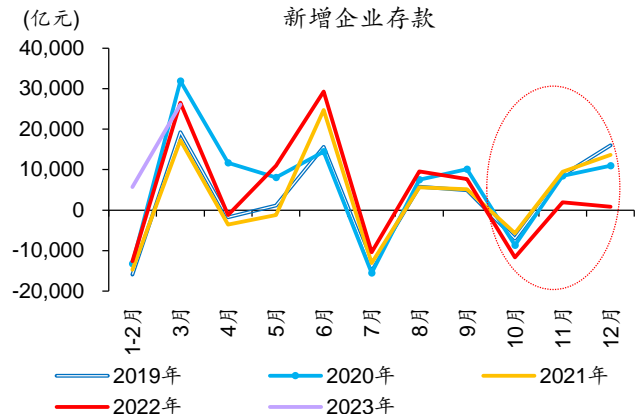
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 去年中以来, 企业债券与贷款增长明显背离



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 去年四季度企业存款显著低于季节性



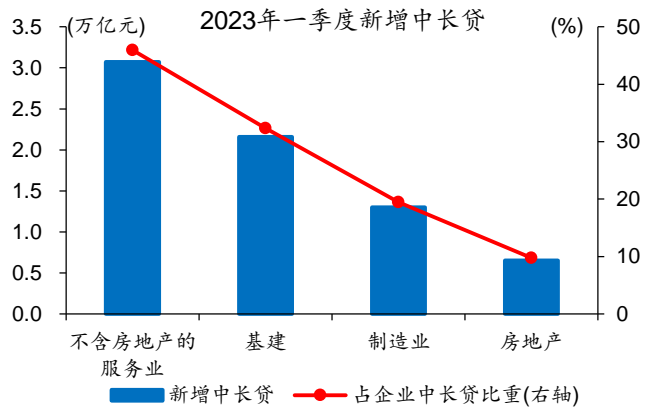
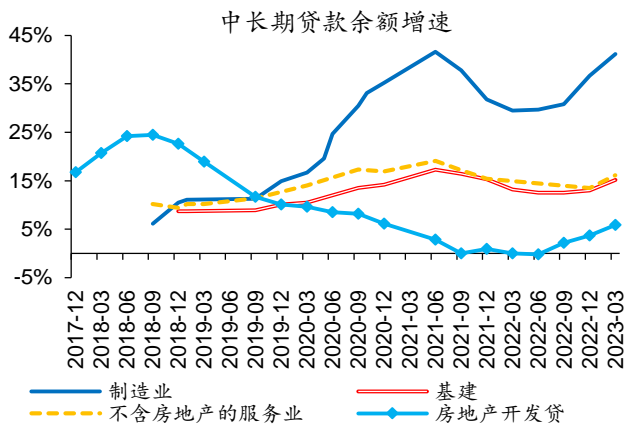
来源: 银行官网、国金证券研究所

### 三问：钱都去哪了？企业流向制造、基建和服务业，居民增加消费和经营贷

经济复苏早期，资金存在一定空转较为常见；年初以来，大部分资金流向实体，企业贷款主要流向制造业、基建和服务业。一季度，企业中长贷贡献全部新增贷款的6成以上，其中，制造业中长贷余额增速达41.2%、较去年底提升4.5个百分点，不含房地产的服务业和基建中长贷余额增速均在15%以上，房地产开发贷边际有所改善、但增速不到6%；增量占企业中长贷比重，不含房地产的服务业、基建和制造业分别达46.0%、32.3%和19.5%。

图表 15: 年初以来, 制造业、服务业等贷款增长较快

图表 16: 年初以来, 贷款流向服务业、基建、制造业等



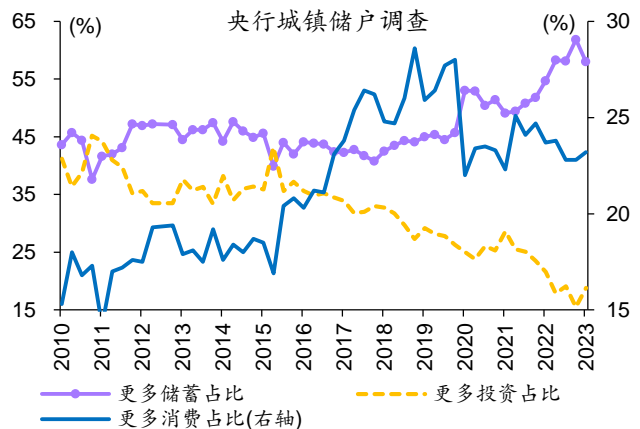
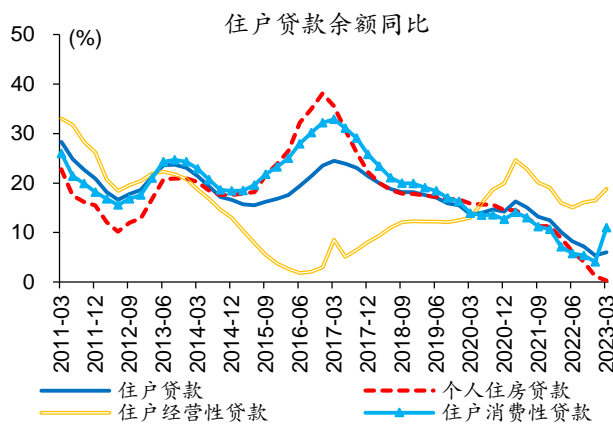
来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

居民增加消费和经营贷款, 而提前还贷等导致住房贷款增长继续放缓。一季度, 居民贷款企稳回升, 其中经营性贷款和不含按揭的消费性贷款加快增长, 增速分别达 18.8% 和 11%、分别贡献了增量的 81.3% 和 11.6%, 或主要缘于场景恢复带来的线下消费和经营活动修复, 也可能部分与居民“过桥贷”有关; 商品房销售边际改善, 但提前还贷导致住房贷款增长继续放缓。央行调查数据也透露类似信号, 居民消费和包含购房等在内的投资意愿, 遇住持续下滑抬升, 在一季度出现回升。

图表 17: 居民消费性和经营性贷款均加快增长

图表 18: 一季度, 居民消费和投资意愿有所修复

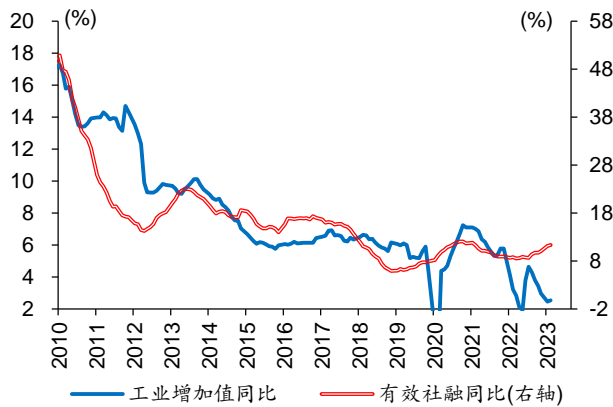


来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

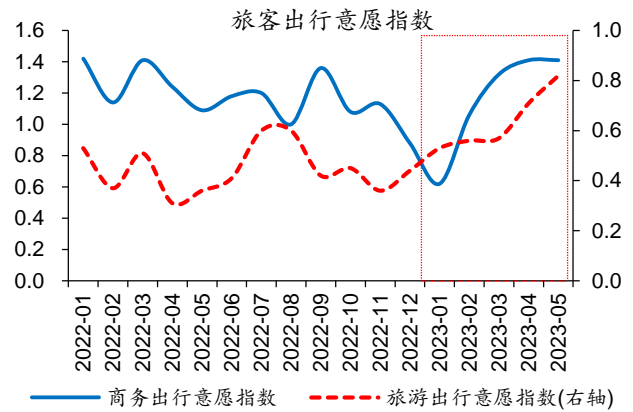
来源: Wind、国金证券研究所

伴随资金对实体支持效果逐步显现, 经济修复动能将持续增强、可以更加“乐观”些。以企业中长期资金来源为代表的有效社融增速, 去年中已见底回升; 按照有效社融变化领先经济 2 个季度左右的经验规律, 本轮信用扩张会带动经济在 2023 年初见底回升, 一季度经济指标已有所体现。线下活动持续修复过程中, 资金流、人流等相互作用, 及稳增长落地加快等, 或带动资金效果的加快显现, 进而推动经济持续修复。

图表 19: 信用修复领先经济 2 个季度左右



图表 20: 线下活动持续修复



来源: Wind、国金证券研究所

来源: CAPSE、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1. 不同过往, 本轮 M2-M1 “剪刀差” 扩大时 M2 增速回升, 主要缘于居民理财回表、二手房购房成交增多等; 同时, 新房销售偏弱导致房地产带来的企业活期存款派生弱于以往。
2. 过往经验显示, M2-M1 “剪刀差” 扩大, 多伴随一定程度资金空转; 但去年底以来, 非银存款并未出现大幅增长, 或指向资金空转并不严重。部分资金滞留在金融体系, 与居民购房偏弱带来的居民与企业之间的派生减少紧密相关, 而非企业存贷款套利。
3. 经济复苏早期, 资金存在一定空转较为常见; 年初以来, 大部分资金流向实体, 企业贷款主要流向制造业、基建和服务业, 居民增加消费和经营贷款。伴随资金对实体支持效果逐步显现, 经济修复动能将持续增强、可以更加 “乐观” 些。

### 风险提示:

- 1、经济修复和政策效果不及预期。经济修复结构分化、资金错配、政策落地偏慢等, 导致经济修复和政策效果偏弱。
- 2、资金空转加剧。金融创新活动, 导致监管套利行为增多。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402