

如何看待 M1 与货币空转？

证券研究报告

2023 年 11 月 26 日

宏观利率周报（2023-11-26）

摘要

M1 走低可能有哪些原因？

1、宏观经济承压或者尚处于恢复阶段；2、货币政策向实体传导不畅；3、财政政策力度不足，向实体转移不够；4、企业所获得资金支持不足，企业流动性状况有所恶化，支付能力下降；5、金融机构提供了更加丰富的存款产品，部分企业加强存款资金的管理，持有的活期存款相应减少；6、市场主体配置偏向于低流动性资产；7、企业持有活期存款的机会成本较高；8、企业开工、投资、生产意愿或能力不足；9、房地产市场不活跃，交易性货币需求下降；10、资本市场不活跃；11、地方政府债务压力高企。

如何看待 M2 和 M1 的剪刀差问题？

货币传导不畅。货币传导不畅的原因是什么？关键不在于货币不够宽松，而在于实体的资产负债表没有得到修复，这需要货币以外的政策支持。

M1 后续会如何？

增发国债、一揽子化债、后续如果还有进一步增量地产政策落地，我们预计有改善的可能。

如何看待货币空转？

认知偏差导致观点差异，我们大概率不会简单重复欧美日版本的 QE 或者 MMT，更可能是中国特色高质量的宏观调控框架。

如何看待这一问题的市场影响？

历史上更高层面关注货币空转，主要有 2019 年 2 月下旬，以及 2020 年 5 月。在高层提及货币空转问题后，央行也会做出相关表态甚至行动。观察历史，如果没有进一步宏观基本面或者其他因素的改变，则流动性确实容易承压，债市也相应有一定调整压力。

风险提示：宏观经济形势不确定性，货币政策不确定性，市场走势不确定性

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110001
suixiuping@tfzq.com

朱宸翰 联系人
zhuchenhan@tfzq.com

马戎 联系人
marong@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：本周 1Y 存单利率持续上行突破 2.6%-同业存单周度跟踪（2023-11-25）》 2023-11-25
- 《固定收益：2024 年债券市场展望之如何看待城中村改造？-固定收益专题（2023-11-24）》 2023-11-24
- 《固定收益：对明年积极一些？——总量每周论势 2023 年第 42 期-天风总量联席解读（2023-11-22）》 2023-11-22

内容目录

1. 什么是 M1?	3
2. 如何看待 M1?	3
3. 再提货币空转, 市场是否会受影响?	8
4. 小结	11
5. 一周债市回顾	12

图表目录

图 1: 货币供应量层次划分关系	3
图 2: M0 和储蓄存款同比增速	3
图 3: 各类存款同比增速	3
图 4: 非金融企业存款中, 活期和定期的占比分布	4
图 5: 各项存款中, 非金融企业存款占比和同比增速变化	4
图 6: M1 同比与增长、通胀的关系	4
图 7: M2 同比、社融同比与增长、通胀的关系	4
图 8: M2 增速目标、实际增速和名义 GDP 增速	5
图 9: M1 结构变化	6
图 10: M1、M2 同比增速与剪刀差	7
图 11: 8 月央行关注资金空转套利问题	8
图 12: 2019 年一季度货币投放与资金利率	9
图 13: 2019 年 2 月后债市变化	10
图 14: 2020 年 5 月后货币投放与资金利率	11
图 15: 2020 年 5 月后债市变化	11
图 16: 一周债市行情回顾	12
图 17: 信用利差和等级利差	12
图 18: 3Y 企业债等级利差	12
图 19: 10Y-1Y 国债利差	13
图 20: 10Y-1Y 国开利差	13
表 1: 央行针对 M1 增速变化的表述	6
表 2: 高层涉及货币空转的表述以及央行随后的相关表态	8
表 3: 下周关注	12

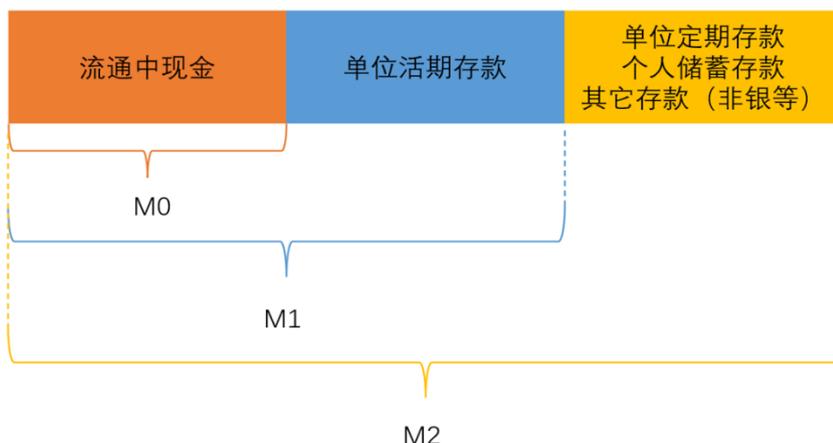
11月22日，全国人大挂网《对金融工作情况报告的意见和建议》¹，其中涉及“近期，我国M2增幅高，M1增幅低，两者不相匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅”的表述。

10月金融数据显示M1继续下行、创下阶段新低，如何看待M1？如何看待M2和M1的剪刀差问题？本周资金面又有收敛压力，短端利率明显上行，如何看待“货币空转”问题的市场影响？

1. 什么是M1？

目前，货币供应量层次划分口径是²：M0：流通中现金；M1：M0+单位活期存款；M2：M1+准货币（单位定期存款+个人存款+其它存款）。

图 1：货币供应量层次划分关系



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2. 如何看待M1？

首先M1走低可以排除M0和非银存款的影响。

M0从属于M1，近期M0同比增速总体维持在10%左右，不能解释M1同比为何持续走低至1.9%。

非银存款不属于M1，近期其增速亦走低，说明M1走低也不是因为企业活期存款流向资管产品进入金融市场、转化为非银存款形式。

图 2：M0 和储蓄存款同比增速

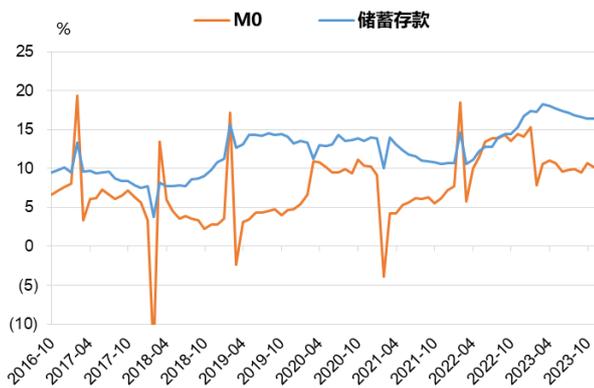
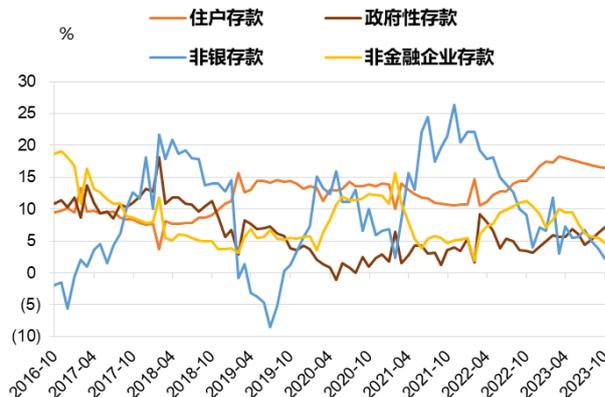


图 3：各类存款同比增速



¹ http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/202311/t20231122_433090.html

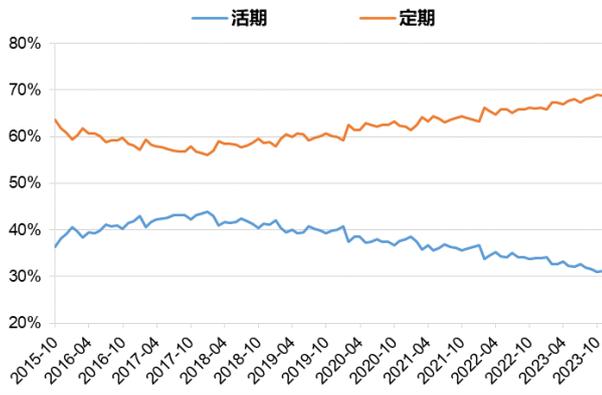
² <http://hefei.pbc.gov.cn/hefei/2927537/122429/2499986/index.html>

资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

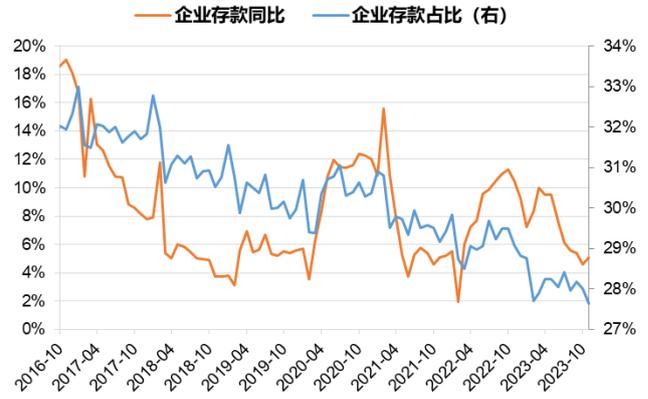
结合主要商业银行报表分析，可知：一方面需求驱动仍不足，居民消费意愿仍然较为低迷，收益率相对较高的信用卡贷款和个人住房贷款增长放缓。另一方面，企业资金活化不足，企业结算资金等低成本的对公活期存款增长受限，叠加资本市场扰动下居民投资向定期储蓄转化，储蓄存款的财富属性加强，存款活期占比下降，负债和存款成本率维持刚性。

图 4：非金融企业存款中，活期和定期的占比分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：各项存款中，非金融企业存款占比和同比增速变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

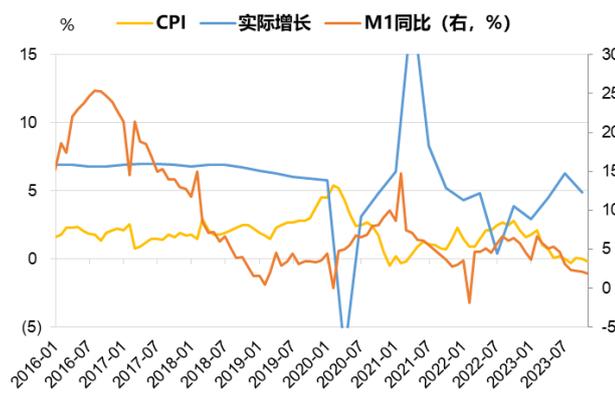
M1 走低，央行是否关注？

在货币供应量方面，央行最关注的指标是 M2 而不是 M1。M1 可以关注，但不是影响货币政策调整的关键性指标，因为 M1 与央行货币政策最终目标之间的关系并不稳定。

“从经济变量之间的关系来看，广义货币供应量与经济增长和物价的关系更为密切，这也是为什么央行选择 M2 作为信贷指标。M1 是观测性的指标，也可以分析其变动的原因，但 M1 和经济增长和物价的关系没有那么稳定，这也是全球各个中央银行都没有把 M1 作为货币政策中介目标的重要原因，分析 M1 的同时，不代表货币政策要为此做出什么样的调整，重点是观察广义货币供应量 M2 和社会融资规模。”

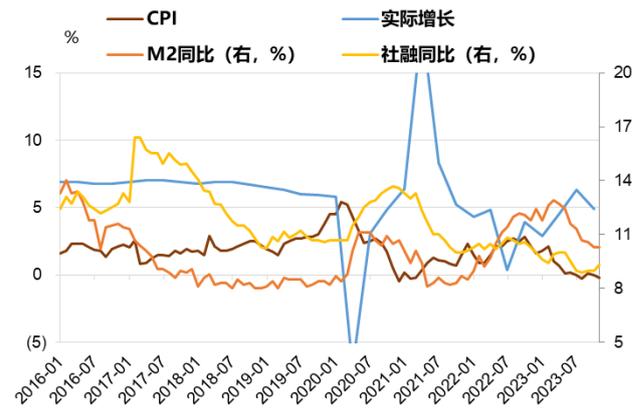
——2019 年 1 月份金融统计数据解读吹风会³

图 6：M1 同比与增长、通胀的关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：M2 同比、社融同比与增长、通胀的关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

对于 M2，2018 年以前，每年的政府工作报告中会涉及广义货币 M2 增速目标的表述。比如 2017 年提到⁴，“货币政策要保持稳健中性。今年广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 12%左右”。

2018 年，考虑到 M2 的可测性有所下降，政府工作报告不再明确设定 M2 增速目标。2018

³ https://www.gov.cn/xinwen/2019-02/15/content_5366341.htm

⁴ <https://www.gov.cn/quowuyuan/2017zfgzbg.htm>

年表述⁵为“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模**合理增长**”。

时任央行领导周小川和易纲对此解释到⁶，M2 指标口径在不断变化，不是一个非常精确的衡量货币政策松紧的工具，世界上绝大多数国家都淡化了把 M2 作为一个指标，或作为一个预测目标的做法。

随后在货币政策执行报告中，央行进一步提示，更关注价格型指标而非数量型指标。

“随着市场深化和金融创新发展，影响货币供给的因素愈加复杂，M2 的可测性、可控性以及与实体经济的相关性都在下降。修订 M2 统计口径亦难以从根本上解决数量型指标有效性下降这一问题。为体现高质量发展要求，宜顺应经济金融发展规律，转变调控方式，逐步淡化数量型指标，更多关注利率等价格型指标。”

——2018 年一季度货币政策执行报告⁷

此后货币政策对于 M2 的要求是与名义增长“**基本匹配**”。所谓的“基本匹配”是年份维度的中长期概念，且“基本匹配”并不意味着 M2 增速与名义增长保持完全一致。**M2 与名义增速的相对关系，体现的是货币政策逆周期调节的力度**。所参照的名义增速水平，应当是反映潜在产出的名义经济增速。

“保持 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配是完善我国现代货币政策框架的一个重要内容。我想告诉大家的是，基本匹配并不意味着完全相等，也就是说，M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理的需要，略高或者略低于名义经济增速，以此体现中长期内货币政策的逆周期调节。同时在经济运行的非正常时期，比如说遭遇类似当前重大疫情严重冲击的时候，经济增速可能会大大偏离潜在的产出水平，这时货币政策就要参照反映潜在产出的名义经济增速来把握。”

——陈雨露在 2020 年金融统计数据举行发布会上答记者问⁸

“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，有利于搞好跨周期政策设计，在长期稳住货币总量；有利于根据宏观经济形势变化，使 M2 和社会融资规模增速向反映潜在产出的名义经济增速靠拢，为实施宏观政策提供更加科学合理的“锚”；有利于引导市场形成理性、稳定的预期；内嵌了稳定宏观杠杆率的机制，有利于实现稳增长和防风险长期均衡。”

——2021 年一季度货币政策执行报告⁹

图 8：M2 增速目标、实际增速和名义 GDP 增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

⁵ <https://www.gov.cn/guowuyuan/2018zfgzbg.htm>

⁶ http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/zhibo/zzyb36/node_9655.htm

⁷ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3537682/3537621/2018051717143540409.pdf>

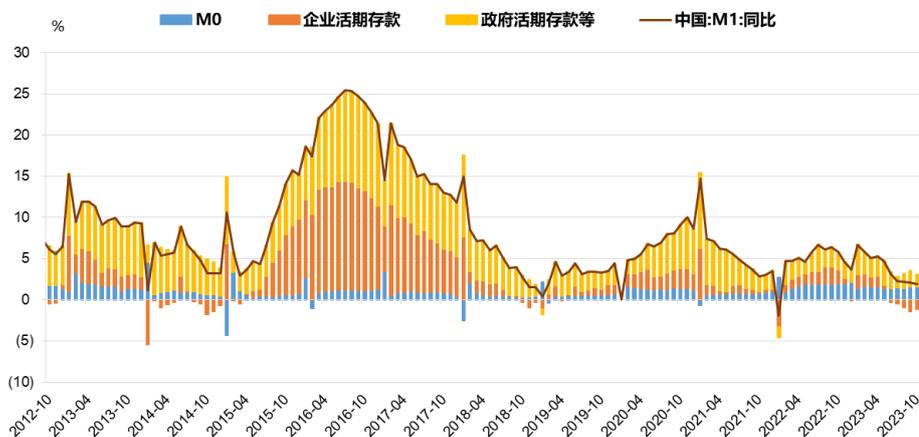
⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4163190/index.html>

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4246985/4246761/2021051118023165538.pdf>

回到 M1，央行认为 M1 主要反映了企业生产经营的活跃度和经济形势变化，与企业资金管理以及市场流动性也有关系。

此外，过去春节等假期的现金走款可能导致 M1 出现阶段性变化，但伴随线上支付的普及，这样的季节性影响可能在减少。

图 9：M1 结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

结合历史上央行对 M1 解释（表 1），我们基本可以概括如下原因可能导致 M1 走低：

- 1、宏观经济承压或者尚处于恢复阶段；
- 2、货币政策向实体传导不畅；
- 3、财政政策力度不足，向实体转移不够；
- 4、企业所获得资金支持不足，企业流动性状况有所恶化，支付能力下降；
- 5、金融机构提供了更加丰富的存款产品，部分企业加强存款资金的管理，持有的活期存款相应减少；
- 6、市场主体配置偏向于低流动性资产；
- 7、企业持有活期存款的机会成本较高；
- 8、企业开工、投资、生产意愿或能力不足；
- 9、房地产市场不活跃，交易性货币需求下降；
- 10、资本市场不活跃；
- 11、地方政府债务压力高企。

表 1：央行针对 M1 增速变化的表述

日期	来源	表述内容
2023/4/20	2023 年一季度金融统计数据新闻发布会	M1 的增速相对较低，一方面，宏观经济尚处于恢复阶段，另一方面，金融机构提供了更加丰富的存款产品，部分企业加强存款资金的管理，持有的活期存款相应减少
2021/1/15	2020 年金融统计数据新闻发布会	2020 年 M1 增速上升主要有三方面原因：第一，这是稳健的货币政策精准有效支持实体经济的效果显现。资金支持稳定了企业现金流，推动了企业活期存款增加较快。第二，一些行业获得了比较多的资金支持，但是由于项目还没有全部实施，所以形成了一定的资金沉淀。第三，存款产品的规范推动了活期存款的增加。部分资金流向了活期存款中的协定存款。未来随着疫情缓解，经济企稳回升，投资项目逐步推进和开展，单位资金支出将有所加快，停留的单位活期存款也将有所减少。另外，由于规范存款产品带来的结构性产品向活期存款转化也会减少，所以预计未来 M1 的增长将会比较平稳
2019/7/12	2019 年上半年金融统计数据新闻发布会	M1 的增速有所回升，这反映了市场主体对高流动性资产的配置需求有所恢复
2019/2/15	2019 年 1 月份金融统计数据解读吹风会	M1 增速回落主要反映了全社会流动性的结构变化，从 5000 户企业调查监测数据来看，企业流动性状况并未恶化。M1 是观测性的指标，也可以分析其变动的的原因，但 M1 和经济增长和物价的关系没有那么稳

2016/11/8	2016Q3 货币政策执行报告	定,这也是全球各个中央银行都没有把 M1 作为货币政策中介目标的重要原因,分析 M1 的同时,不代表货币政策要为此做出什么样的调整,重点是观察广义货币供应量 M2 和社会融资规模 M1 增速较高受多种因素综合影响。一是中长期利率降低,企业持有活期存款的机会成本下降。二是房地产等资产市场活跃,交易性货币需求上升。三是地方政府债务置换过程中会暂时沉淀一部分资金
2016/4/15	央行调查统计司司长盛松成谈 2016 年一季度金融数据	M1 增长很快,这是市场流动性总体宽裕的反映,也一定程度反映经济企稳的趋势。从总量看,M1 是比较好的经济观测指标,M1 的变动往往能够反映未来一段时间经济的变动。去年 9 月开始,M1 增速逐渐上行,这说明市场和企业的流动性在逐渐增加; M1 高增的原因一,春节后企业开工比去年多,投资增加,企业活跃度明显增加。3 月企业活期存款增加了 1.41 万亿元。原因二,国家最近一段时间增加稳增长的举措,2、3 月份财政存款减少很多,说明财政把钱花出去了,变成单位的活期存款。而且政策性银行加大了对重大项目的支持力度,也转化为企业的活期存款。原因三,3 月地方政府债务置换比较多,变成机关团体活期存款。原因四,季未到期的理财产品 and 资管计划转化为活期存款
2012/8/2	2012Q2 货币政策执行报告	M1 增速较低主要与经济增长缓中趋稳、企业生产经营处于相对平稳期有关
2012/5/10	2012Q1 货币政策执行报告	M1 增速较低主要与当前经济增长回稳、企业生产经营处于相对平缓期有关;同时,还存在一些特殊因素导致 M1 低估,主要是企业活期存款向理财产品分流
2007/11/8	2007Q3 货币政策执行报告	M1 同比增长 22.1%,增长较快,与企业经营效益较好、资本市场活跃有关。M1 增速较高主要是因为活期存款增速较高
2007/8/8	2007Q2 货币政策执行报告	M1 增速加快主要是由于企事业单位活期存款增长较快,一是经营效益好,市场活跃,企事业单位投资意愿较强,对活期存款的需求迅速增加;二是银行承兑汇票签发量增长放缓,企业为满足支付需要而持有更多活期存款

资料来源:中国政府网,中国人民银行等,天风证券研究所

对于 M2-M1 增速剪刀差问题,央行曾经历史上多次谈及:

比如 2005 年 8 月,2005Q2 货政报告¹⁰专栏 1 明确指出,对于狭义货币 M1 增速低于广义货币 M2 增速的现象,要客观分析,正确认识。

M1 增幅的下降并不意味着企业支付能力的下降,企业活期与定期存款合计规模保持合理增长,即表明企业总体支付能力正常。由于 M1 包含活期存款但不包含定期存款、定期存款被计入 M2,当企业因一些市场因素而更偏好于定期,表现为定期存款增速明显高于活期存款,结果就是 M2 增速快于 M1,M2-M1 增速剪刀差拉大。

其言下之意,虽然 M2-M1 剪刀差拉大,但需要认识到,企业支付能力并没有下降,只是流动性管理上出现了一些结构性变化,货币信贷环境总体仍符合政策目标。

2016 年,央行多次提及 M2-M1 剪刀差问题,认为增速差反映的主要是货币在各部门分布以及活性方面的变化,不能对此过度解读。央行并没有提及剪刀差本身的变化会直接引发货币政策调整。

2016 年 7 月 16 日,媒体报道央行调查统计司司长盛松成讲话时¹¹,涉及 M1 和 M2 的增速差距不断扩大的问题,并提及“流动性陷阱”一词,认为 M1 反常高增的原因恰恰是经济下行压力较大,货币供给增加但企业持币待投资,且大量的钱以活期存款的形式存在。

但随后央行于 8 月 15 日再度回应上述问题¹²,措辞态度有所不同。对于 M1 高增,央行认为除一些客观因素变化外,也不排除基数效应。对于 M1 与 M2 增速“剪刀差”,央行认为其主要反映货币在各部门分布以及活性方面的变化,这与“流动性陷阱”的理论假说之间相距甚远,并没有什么必然联系,不能作为衡量是否进入“流动性陷阱”的指标。

2016 年 9 月 1 日,易纲在 G20 中国央行新闻吹风会¹³上,针对记者关于如何看待 M1 和 M2 增速差的问题,其回应是货币政策以结果为导向,考虑多方均衡,当前经济增长仍处于合理区间,下一步将继续保持流动性的合理充裕,为供给侧结构性改革创造一个适度的、良好的货币金融环境。

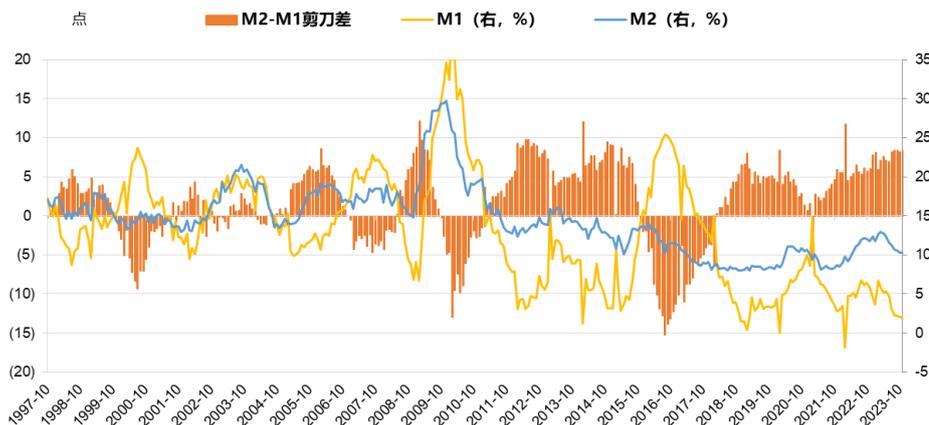
图 10: M1、M2 同比增速与剪刀差

¹⁰ http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_11616_1.pdf

¹¹ <https://finance.sina.com.cn/meeting/2016-07-16/doc-ifxuaapvw2113377.shtml>

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3120429/index.html>

¹³ <http://www.xinhuanet.com/world/G20yhcfh/index.htm>



资料来源：Wind，天风证券研究所

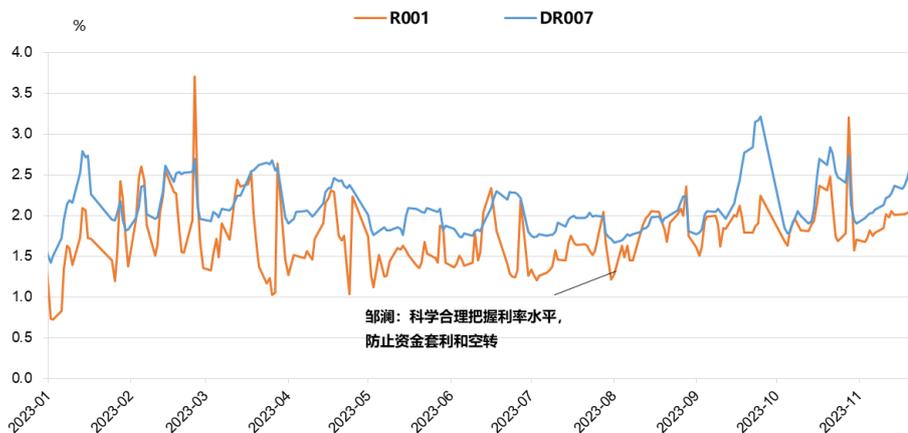
对比当前各方面所关注的 M1 和 M2 剪刀差问题，显然更近似于 2005，不同于 2016，但是问题的复杂性可能远胜于 2005 年。

3. 再提货币空转，市场是否会受影响？

今年已经是第二次关注货币空转问题了。

第一次是 8 月四部委会议¹⁴。

图 11：8 月央行关注资金空转套利问题



资料来源：Wind，天风证券研究所

最近全国人大再度关注，说明对于这一问题，存在较高层级较为广泛的认知群体和意识基础。

我们再度梳理历史上高层关注货币空转问题的情况，主要有 2019 年 2 月下旬，以及 2020 年 5 月。在高层提及货币空转问题后，央行也会做出相关回应或表态。

表 2：高层涉及货币空转的表述以及央行随后的相关表态

日期	来源	表述内容
2019-02-20	2 月 20 日国常会	降准信号发出后，社会融资总规模上升幅度表面看比较大，但仔细分析就会发现，其中主要是票据融资、短期贷款上升比较快。这不仅有可能造成‘套利’和资金‘空转’等行为，而且可能会带来新的潜在风险
2019-03-05	2019 年政府工作报告	改革完善货币信贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济，不能让资金空转或脱实向虚
2019-03-10	央行领导参加十三届全国	关于 1 月份的广义货币 M2 和社融的数，大家有很多的讨论，特别是对贷款结构，其中票据贴现又

¹⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5011301/index.html>

	人大二次会议记者会	增加得比较多，并且和结构性存款之间会不会套利，有些朋友说这可能是金融体系内一个空转。我们对这个事还是高度重视，而且把整个结构性存款有多少、票据贴现有多少、票据贴现的利率和结构性存款利率的利差有多大，结合全国的数字都进行了分析。我们仔细研究了结构性存款利率和票据贴现的利率，和中央银行对票据的再贴现利率，总的来说没有大规模的空转或者套利，如果看平均值，看整个发生时间的长度，整个票据贴现还是支持实体经济了，主要支持的还是小微企业和民营企业
2019-03-11	央行对2019年2月份金融数据解读	1月份无论是票据融资，还是未贴现的银行承兑汇票均大幅增长，市场上也出现了一些套利情况。相对其他融资方式，票据期限短、便利性高、流动性强，融资成本也相对低，优势较为明显，特别是小微、民营企业受益较多，无论是票据融资还是未贴现银行承兑汇票均能有效支持实体经济增长，金融管理部门鼓励具有真实贸易背景的票据业务发展，同时也不会容忍票据融资套利情况。
2020-05-22	2020年政府工作报告	加强监管，防止资金“空转”套利，打击恶意逃废债。
2020-06-02	金融支持稳企业保就业新闻发布会	要求金融机构在这个过程中要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金的套利
2020-07-10	2020年上半年金融统计数据新闻发布会	利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低
2020-08-21	“金融支持保市场主体”系列新闻发布会（第一场）	下一步，我们将与相关部门积极配合，加上商业银行的支持，有效整合各方数据，真正消除信息孤岛，实现信息共享，让数据信息在防范金融风险，尤其是防范资金的多头授信、套利上发挥应有的作用

资料来源：中国政府网，中国人民银行等，天风证券研究所

观察历史，在高层关注货币空转的背景下，如果没有进一步宏观基本面或者其他因素的改变，则流动性确实容易承压，债市也相应有一定调整压力。

具体来看：

■ 2019年2月下旬之后

2月15日，央行发布1月金融数据¹⁵显示社融触底反弹。数据发布后，邹澜在数据解读吹风会¹⁶上关于记者提问“说票据增加有一部分是有套利的”的回答时说，“个别的现象难免是有的，我们也在密切关注。总体来说，我们觉得增长是跟刚才说的几个（非空转套利）因素有关”。

2月20日，李克强总理在国常会¹⁷上指出，“降准信号发出后，社会融资总规模上升幅度表面看比较大，但仔细分析就会发现，其中主要是票据融资、短期贷款上升比较快。这不仅有可能造成‘套利’和资金‘空转’等行为，而且可能会带来新的潜在风险”。

3月5日，政府工作报告¹⁸再次提及“不能让资金空转或脱实向虚”。

伴随政策对货币空转套利的关注，2月中下旬后OMO投放基本维持在较低水平；3月合计有4325亿元MLF到期，但央行并没有进行续作。从结果来看，资金利率整体阶段性趋紧。

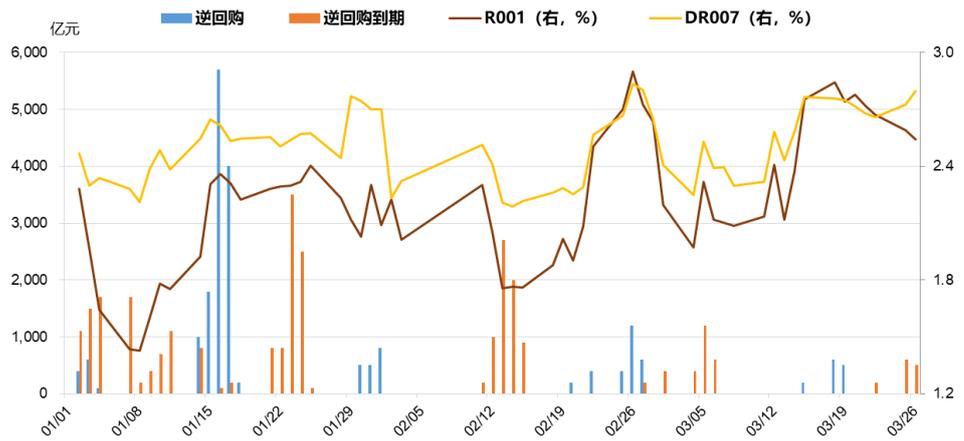
图 12：2019年一季度货币投放与资金利率

¹⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3764684/index.html>

¹⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3764898/index.html>

¹⁷ https://www.gov.cn/premier/2019-02/20/content_5367205.htm

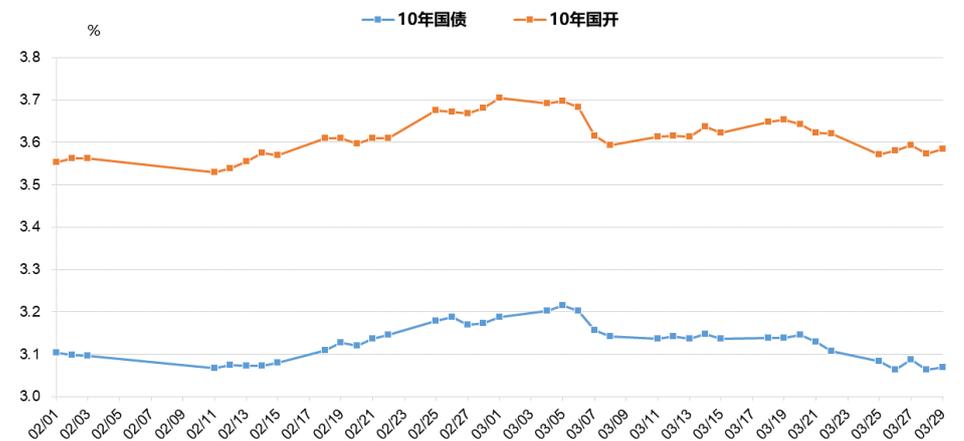
¹⁸ <https://www.gov.cn/guowuyuan/2019zfqzbg.htm>



资料来源: Wind, 天风证券研究所

债市角度，1 月金融数据表明宽信用得到确认，奠定了利率阶段性见底的基础。2 月中下旬资金利率不再明显宽松，而是维持紧平衡，是推升利率调整的重要原因。

图 13: 2019 年 2 月后债市变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

■ 2020 年 5 月之后

进入二季度，疫情出现拐点、政策形成合力、市场信心恢复，构成了央行启动货币政策正常化的前提。4 月初虽然央行仍有降准等宽松行动，但是 4 月 1 日起，央行开始暂停逆回购，直到 5 月 26 日才再度重启逆回购投放；4、5 两月 MLF 也缩量续作。

5 月中旬之后，资金利率逐步上行。政策开始关注资金套利问题。

5 月 22 日，政府工作报告¹⁹中明确指出“加强监管，防止资金套利，打击恶意逃废债”。

6 月 2 日，央行新闻发布会²⁰对此进行回应，“要求金融机构在这个过程中要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金的套利”。

6 月 8 日，央行为月中 MLF 续作做预告，但 6 月 15 日续作 MLF 时回收流动性 5400 亿元，叠加特别国债开始发行，资金面进一步收紧。

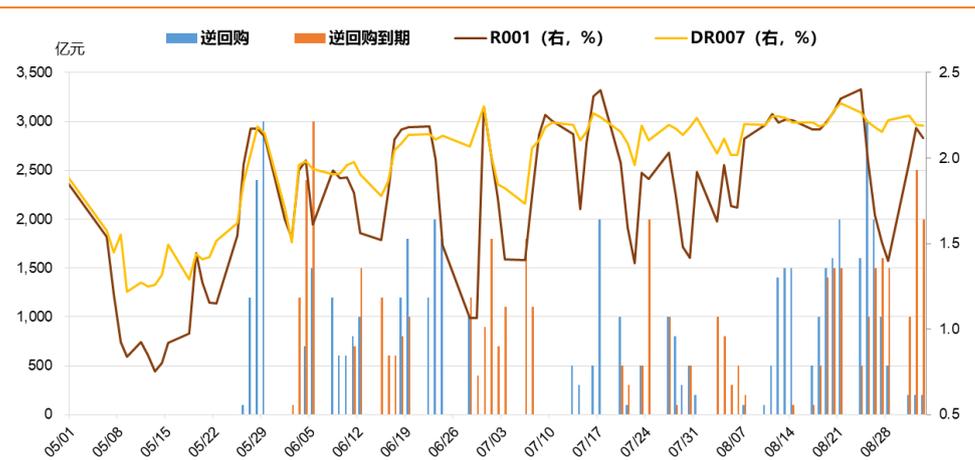
6 月上半月，市场沉浸在特别国债供给冲击的担忧情绪中，基本跟随资金面波动；央行选择“收长放短”，并未对资金面提供有效支持。资金利率明显收敛。

6 月 19 日，央行连续大额逆回购投放缓解资金面压力，资金利率稍有回落。但后续又停止投放，且 7 月 6 日以后政府债发行再度放量，资金面继续转紧。

¹⁹ https://www.gov.cn/gongbao/content/2020/content_5517495.htm

²⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4033015/index.html>

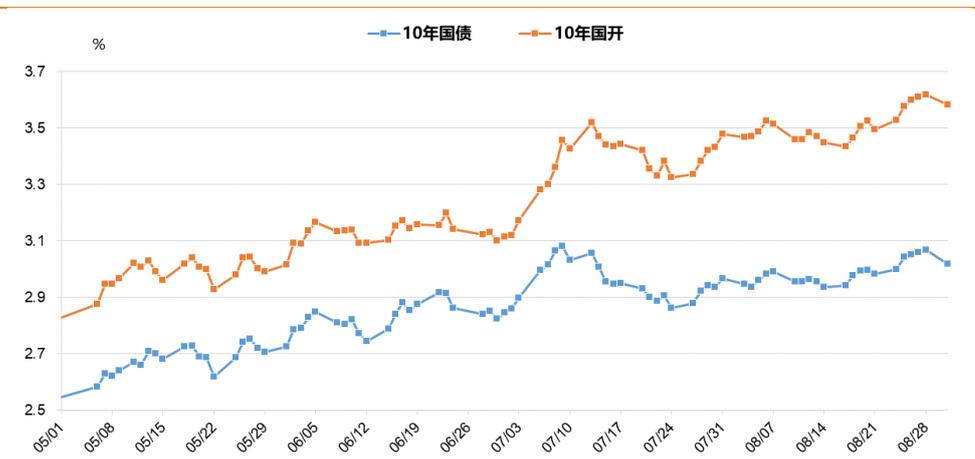
图 14：2020 年 5 月后货币投放与资金利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

债市角度，2020 年利率拐点信号是 4 月全国全面走出疫情和确定两会召开时间，但央行启动正常化以及资金面逐步趋紧是进一步推升债市利率的重要因素。

图 15：2020 年 5 月后债市变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

央行之外，特别是更高层面关注货币空转，确实会带来债券市场较为复杂的变化，这一点还是需要反复提醒市场。

4. 小结

M1 走低可能有哪些原因？

1、宏观经济承压或者尚处于恢复阶段；2、货币政策向实体传导不畅；3、财政政策力度不足，向实体转移不够；4、企业所获得资金支持不足，企业流动性状况有所恶化，支付能力下降；5、金融机构提供了更加丰富的存款产品，部分企业加强存款资金的管理，持有的活期存款相应减少；6、市场主体配置偏向于低流动性资产；7、企业持有活期存款的机会成本较高；8、企业开工、投资、生产意愿或能力不足；9、房地产市场不活跃，交易性货币需求下降；10、资本市场不活跃；11、地方政府债务压力高企。

如何看待 M2 和 M1 的剪刀差问题？

货币传导不畅。货币传导不畅的原因是什么？关键不在于货币不够宽松，而在于实体的资产负债表没有得到修复，这需要货币以外的政策支持。

M1 后续会如何？

增发国债、一揽子化债、后续如果还有进一步增量地产政策落地，我们预计有改善的可能。

如何看待货币空转？

认知偏差导致观点差异，我们大概率不会简单重复欧美日版本的 QE 或者 MMT，更可能是中国特色高质量的宏观调控框架。

如何看待这一问题的市场影响？

历史上更高层面关注货币空转，主要有 2019 年 2 月下旬，以及 2020 年 5 月。在高层提及货币空转问题后，央行也会做出相关表态甚至行动。观察历史，如果没有进一步宏观基本面或者其他因素的改变，则流动性确实容易承压，债市也相应有一定调整压力。

表 3：下周关注

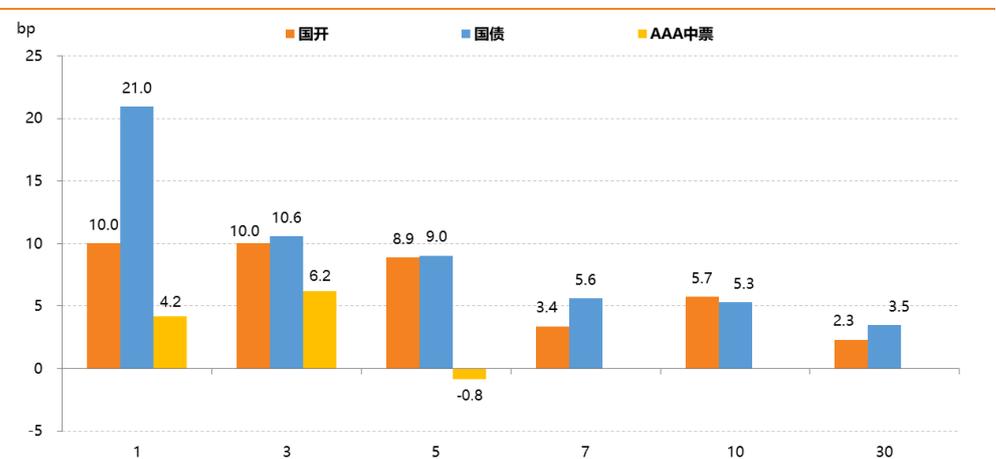
	时间	事项
国内	11 月 27 日	10 月工业企业利润数据
	11 月 30 日	11 月 PMI
	12 月 1 日	11 月非官方 PMI
海外	11 月 29 日	欧盟/欧元区 11 月经济景气指数
	11 月 30 日	美国 10 月 PCE、欧盟/欧元区 10 月失业率
	12 月 1 日	美国 11 月制造业 PMI

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 一周债市回顾

本周利率曲线熊平，短端利率受资金面影响上行更多，长久期信用债表现相对较好。

图 16：一周债市行情回顾



资料来源：Wind，天风证券研究所

信用利差、中票等级利差有所收窄，3Y 企业债等级利差显著下行。

图 17：信用利差和等级利差

图 18：3Y 企业债等级利差



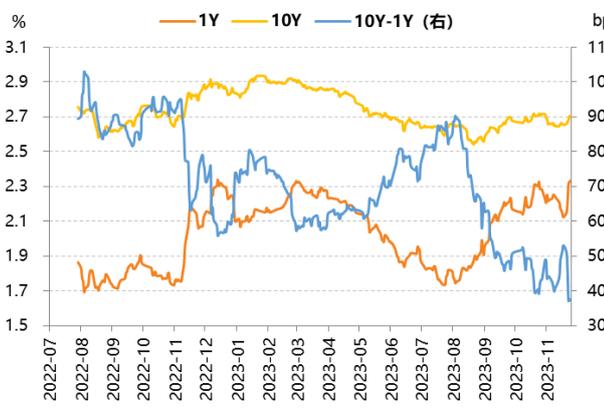
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

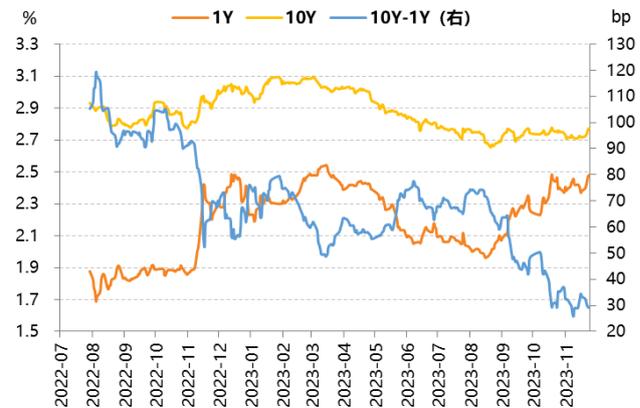
本周短端利率明显上行, 长端上行幅度稍小, 10Y-1Y 利差收窄。

图 19: 10Y-1Y 国债利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 10Y-1Y 国开利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

一周债市复盘:

11月20日(周一), 资金面整体偏紧, 市场关注监管发布50家房企白名单的消息²¹。截至收盘, 10年国债收益率较上一日上行0.6BP, 收于2.66%。

11月21日(周二), 市场继续关注房企白名单消息, 以及“三个不低于”信贷支持原则²²。截至收盘, 10年国债收益率较上一日上行1.0BP, 收于2.67%。

11月22日(周三), 资金面仍然偏紧, 曲线走平, 存单利率上行压力较大。深圳宣布降二套房首付比例²³。截至收盘, 10年国债收益率较上一日上行1.4BP, 收于2.68%。

11月23日(周四), 利率债普遍利率上行较多, 市场关注人大常委会谈资金空转问题²⁴。截至收盘, 10年国债收益率较上一日上行2.0BP, 收于2.70%。

11月24日(周五), 央行OMO净投放规模较大²⁵, 资金面压力有所缓解。截至收盘, 10年国债收益率较上一日上行0.3BP, 收于2.71%。

²¹ <https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-11-22/doc-imzvmtry7683526.shtml>
²² <https://finance.sina.com.cn/wm/2023-11-21/doc-imzvkwmm9453317.shtml>
²³ <https://finance.sina.com.cn/wm/2023-11-23/doc-imzvrek7641353.shtml>
²⁴ http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/202311/t20231122_433090.html
²⁵ <https://finance.eastmoney.com/a/202311242913605023.html>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com