

# 2024 年流动性展望 如何看降准空间和 M2 增速？

## ◆ 行业研究 · 行业快评

## ◆ 银行

## ◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师:	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码: S0980518070002
证券分析师:	田维韦	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	执证编码: S0980520030002
证券分析师:	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	执证编码: S0980519010001

### 核心观点:

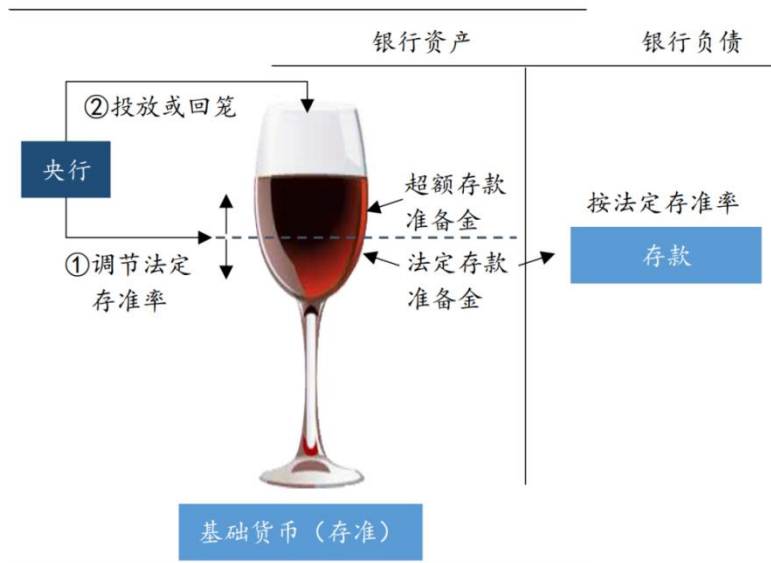
**国信银行观点:** 展望 2024 年, 财政政策积极发力, 信贷投放将更注重质的提升和量的合理增长, 以实现 M2 增速和名义 GDP 增速相匹配, 助力经济稳步复苏以及向高质量发展转型。预计 2024 年 M2 增速为 8.7%, 其中广义财政净投放约 8.1 万亿元, 银行向实体部门投放信贷约 21.3 万亿元。其中中央政府将接替地方政府成为加杠杆的主力; 信贷方面, 房地产新增信贷边际小幅改善, 但仍将是信贷投放主要拖累项。预计 2024 年信贷投放将聚焦“五篇大文章”, 呈现结构性宽松的格局。

基础货币方面, 预计央行将降准两次, 每次降准 0.25 个百分点, 广义再贷款投放约 2.01 万亿元。但我们认为降准并不意味着货币政策宽松, 而是为了补充超额准备金的缺口, 以实现银行间流动性维持在一个相对较为合理的水平。

### 分析框架

流动性分析主要包含两层含义: (1) 广义流动性, 主要是指相对于整体经济而言, 货币总供给是偏多还是偏少, 主要跟踪 M2; (2) 狭义流动性, 主要指的是银行间市场的资金是否充裕, 主要跟踪超储率。即需要知道投放了多少基础货币、法定存款准备金变动等。其中法定存款准备金取决于一般存款 (M2-M0-非银存款+不计入 M2 的一般存款) 和存款准备金率, 因此我们流动性分析框架从 M2 预测开始。

图1: 央行基础货币预测框架



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

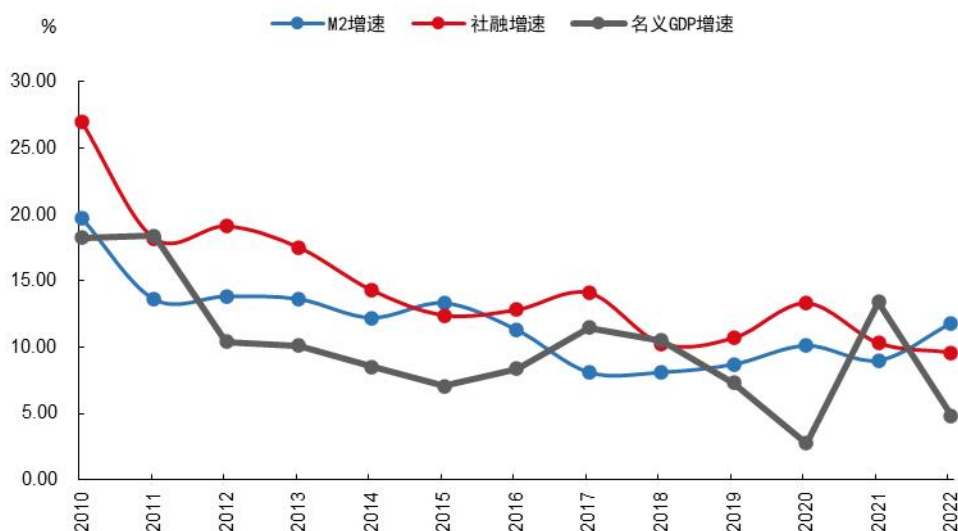
## 预计 2024 年 M2 增速 8.7%

M2 是反映货币总量的一个重要指标，合理的 M2 增长必须能够满足经济增长、资产价格合理上涨以及货币深化等多种需求，即：

$$\text{M2 增速} = \text{名义 GDP 增速} + \text{名义资产因素} + \text{扰动项}$$

现实中 M2 很难与经济增长完全匹配，货币政策的目标一般是保持 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配。但是由于货币政策向经济传导效果会受实体部门信心、金融机构资金在实体部门和金融市场配置等因素影响，因此 M2 增速和经济增速在某些年份也会出现明显背离。

图2: M2 和社融、名义 GDP 的走势



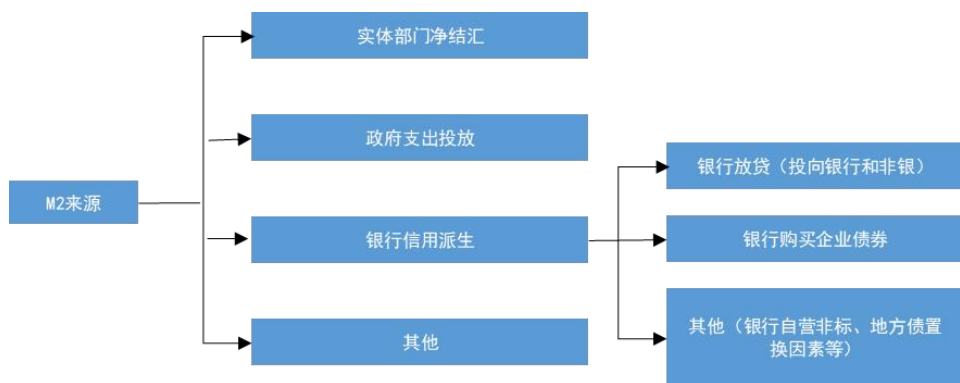
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

展望 2024 年，中央经济工作会议指出，“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”。2024 年随着实体部门信心的逐步恢复，以及政策进一步引导金融机构加大对实体经济的支持力度，我们认为 2024 年政策会更注重 M2 的合理增长，实现与名义 GDP 增速相匹配，也就意味着后疫情时代货币政策逐步回归常态化。

根据国信证券经济研究所宏观固收组在报告《国信证券-宏观专题：宏观经济专题：三大需求均回暖推动 2024 年中国名义 GDP 增速上升-20231123》的预测，2024 年 CPI 增速约为 1.3%，实际 GDP 增速约为 5.2%，则对应的 2024 年名义 GDP 增速约为 6.5%。考虑到 M2 和名义 GDP 增速不可能完全匹配，偏离度我们选取 2013-2022 年十年偏差均值约 2.2%，得到 2024 年 M2 增速约为 8.7%，对应新增 M2 为 25.4 万亿元，同比少增约 4000 亿元。

接下来我们根据 M2 派生途径来预测 2024 年银行需要投放多少贷款、财政需要投放多少资金才能实现上述 M2 和经济增速目标。M2 派生途径主要包括：（1）实体部门净结汇；（2）财政净投放；（3）银行信用派生（发放贷款、购买企业债券以及购买资管产品），包括投向实体经济部门和非银金融部门；（4）其他途径，比如，非银金融部门购买国债、非银金融部门购买银行发行的债券均会回笼 M2。其中，银行信用派生和财政净支出是主要渠道。分析预测时我们更关注资金流向实体部门的部分，因此信贷派生聚焦投向实体部门的贷款；同时，考虑到银行购买资管产品这部分资产透明度低，分析时我们将银行投向非银金融机构的贷款以及银行资管产品部分合并到了“其他”项目。

图3: M2 派生途径



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

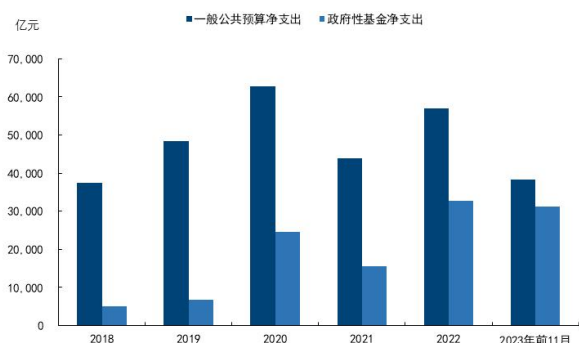
### 预计广义财政净支出约 8.1 万亿元

预计 2024 年赤字规模约为 5.1 万亿元。我们预计 2023 年实际财政赤字率很可能保持在今年 3.8% 的高位，因为目前我国居民和企业部门信心仍处在缓慢复苏进程中，政府部门投资是推动经济增长的重要抓手，因此财政政策仍需要积极发力。但目前地方政府加杠杆的空间有限，中央政府需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体，以此来提振市场信心。根据国信证券经济研究所宏观固收组对 2023 年和 2024 年名义 GDP 分别为 5.7% 和 6.5% 的预测，对应的 2024 年赤字规模约 5.1 万亿元。

预计政府性基金净支出约 3.0 万亿元。预计 2024 年政府性基金收入仍受土地市场低迷拖累，考虑到地方债务风险仍存的情况，预计新增地方政府专项债规模也将有所收敛，因此我们预计 2024 年政府性基金净支出保持在约 3.0 万亿元的水平。

综上，从广义财政视角（公共财政和政府性基金合并计算）来看，2024 年财政净支出合计约 8.1 万亿元。我们忽略政府调用其他预算、历史结余和预算稳定基金等部分，假设广义财政赤字完全由政府发行债券募集，同时假设发债主要由银行认购，则对应 2024 年新增国债和地方政府债券规模合计为 8.1 万亿，其中预计新增国债 4.5 万亿元，新增地方政府一般债券约 6000 亿元，新增地方政府专项债券约 3.0 万亿元。

图4: 财政净支出情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 政府性基金收入和支出规模

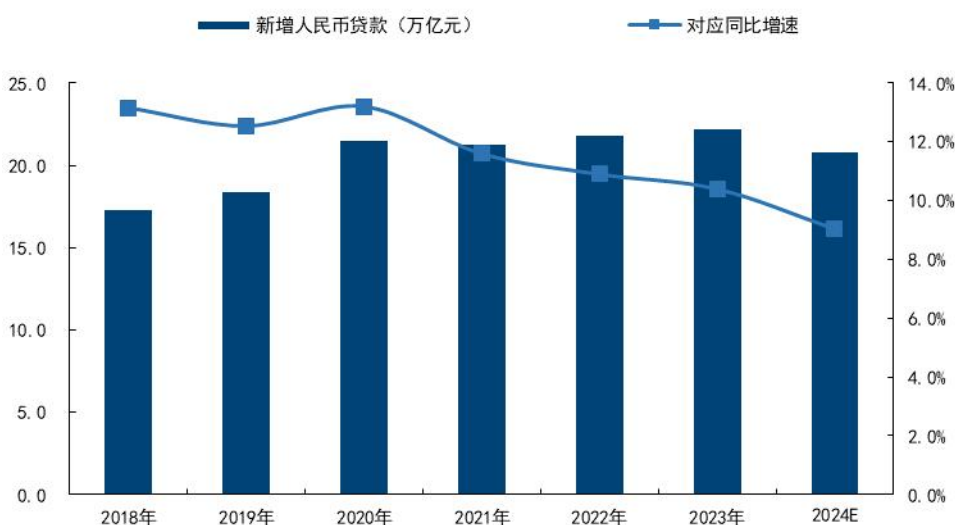


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 预计新增信贷约 21.3 万亿元

预计新增信贷（投向实体部门）约 21.3 万亿元。我们忽略实体部门净结汇对 M2 的影响，那么财政净投放了 8.1 万亿元后，还需要靠银行通过投放信贷、自营购买企业债券和资管产品等行为派生 M2 约 17.3 万亿元。其中，预计银行自营购买企业债券到期回笼资金约 1.0 万亿元，与 2022 年和 2023 年基本保持一致。银行自营购买资管产品透明度低，我们假设 2024 年银行向非银机构投放信贷以及银行自营购买资管产品等因素回笼 M2 约 3.0 万亿元，与 2023 年基本保持一致。据此测算的 2024 年银行向实体投放信贷约 21.3 万亿元，同比少增约 0.9 万亿元，对应同比增速为 9.0%，较 2023 年回落约 1.4 个百分点。

图6：新增信贷规模和信贷余额增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

信贷投向上，聚焦五篇大文章，房地产领域信贷需求偏弱仍是重要拖累项。2023 年前三季度房地产新增信贷基本零增量（按揭和开发贷合计）。展望 2024 年，由于人口结构增长放缓，以及经济进入高质量发展转型关键期等因素，房地产信贷需求下降是必然趋势。但考虑到房地产积极政策频发，防风险是底线，预计 2024 年房地产信贷能够实现一个低增长，对新增贷款贡献度预计在 5.0% 左右。因此，预计 2024 年信贷投放更注重质的提升和量的合理增长，以推动经济高质量转型。中央金融工作会议提出要重点做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，我们预计 2024 年信贷也将重点聚焦这些领域。

图7：开发贷和按揭贷款增速



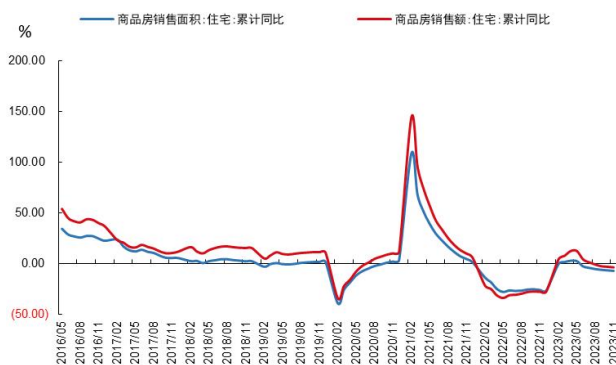
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：2023 年前三季度房地产新增信贷基本零增量



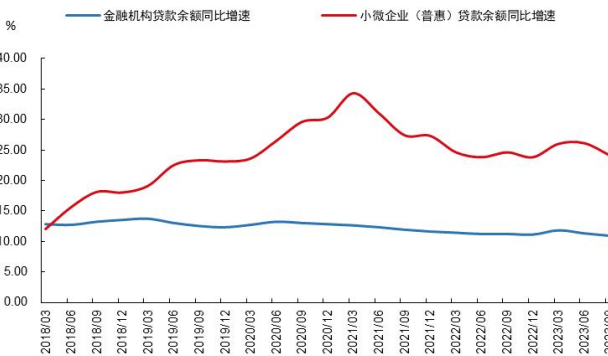
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：2023 年为前三季度数据。

图9：商品房销售仍负增长



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：普惠贷款增速持续高增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 基础货币：预计降准 0.5 个百分点

基础货币主体是银行存放央行的存款准备金，外加流通中的现金和少许银行库存现金，以及支付公司集中交存央行的客户备付金。2023 年 11 月末基础货币余额为 36.32 万亿元，其中存款准备金占 61.7%。

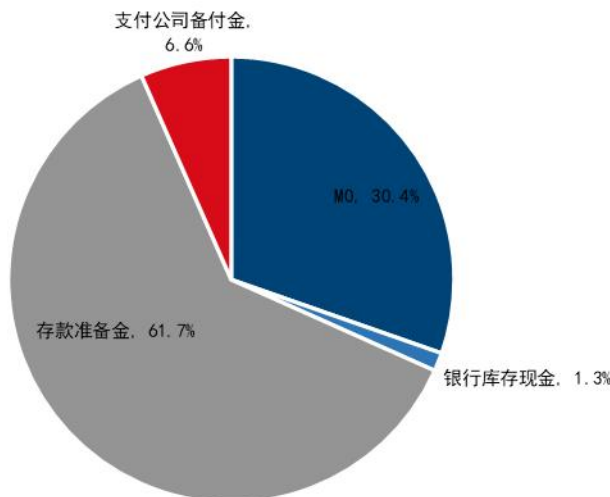
我们接下来先通过对上述几个项目的预测，得到基础货币的增加量：

- ✓ M0：由于非现金支付越来越多，近年来“M0/M2”比值维持在约 3.9% 的低位。根据上文 M2 预测，对应的 2024 年末 M0 为 12.39 万亿元，同比新增 1.05 万亿元。
- ✓ 银行库存现金：规模较小，假设占 M2 比值维持在 0.2% 的水平，对应的 2024 年库存现金为 6354 亿元，同比增加约 509 亿元。
- ✓ 支付公司客户备付金：假设与 M2 的比值保持在约 0.9% 的水平，对应的 2024 年支付公司交存央行的客户备付金规模为 2.86 万亿元，同比增加 2288 亿元。
- ✓ 存款准备金：包括法定存款准备金和超额存款准备金，商业银行根据一般存款（M2-M0-非银存款）日均余额缴纳存款准备金。我们假设 2024 年不降准（测算的 2023 年 9 月末加权法定存款准备金率约为

7.4%)，“非银存款/M2”维持在约 10.2%，对应的 2024 年法定存款准备金余额约为 20.19 万亿元，同比增加约 1.61 万亿元。超额存款准备金方面，2021 年和 2022 年末超额存款准备金率均维持在 2.0% 的水平，假设维持不变，对应的 2024 年超额存款准备金余额为 5.46 万亿元，同比增加 4357 亿元。

在上述假设下，可以算出 2024 年末基础货币余额为 41.54 万亿元，同比增加约 3.38 万亿元。

图11: 2023 年 11 月末基础货币的组成结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

接下来我们再看基础货币的来源，主要包括外汇占款变化，财政存款变动以及央行的广义再贷款。我们已经假设外汇占款变动为 0。“财政存款=广义财政收入+政府债券净融资-广义财政支出”，上文我们已经假设广义财政赤字全部由政府发行债券募集，因此国库余额也不变动。据此假设，我们认为新增的 3.38 万亿元基础货币均来自央行的广义再贷款投放。从过去十年来看，仅 2016 年高于此规模，可见这一投放压力较大。

因此，为缓解基础货币投放压力，我们认为 2023 年央行降准是大概率事件，预计累计降准两次，每次降准 0.25 个百分点。央行如果降准 0.5 个百分点，则对应的央行广义再贷款投放约 2.01 万亿元。但我们认为降准并不意味着货币政策宽松，而是为了补充超额准备金的缺口，以实现银行间流动性维持在一个相对较为合理的水平。

图12: 2014-2023 年央行投放广义再贷款规模



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测。注: 2023 年为前 11 月累计数据。

## 投资建议

展望 2024 年, 财政政策积极发力, 信贷投放将更注重质的提升和量的合理增长, 以实现 M2 增速和名义 GDP 增速相匹配, 助力经济稳步复苏以及向高质量发展转型。当前银行板块估值处于低位, 经历过房地产风险暴露、存量房贷利率调整后, 板块潜在利空明显减少, 估值下行风险较小。若宏观经济恢复向好, 有望推动银行板块的估值修复, 因此我们维持行业“超配”评级。

个股方面, 把握三条选股主线: 一是建议在行业整体低估值的情况下布局长期前景优秀的银行, 包括招商银行、宁波银行; 二是推荐以中小微客群为主、特色鲜明的小型农商行, 包括常熟银行、瑞丰银行; 三是对于追求低波动、绝对收益的资金, 建议关注股息率较高且分红记录稳定、未来有望持续受益于综合化服务能力的国有大行。

## 风险提示:

若宏观经济大幅下行, 可能从净息差、资产质量等多方面影响银行业。

## 相关研究报告:

《银行理财 2024 年 1 月月报-理财“低波稳健”的实现路径》——2024-01-09

《银行业 2024 年 1 月投资策略-把握三条选股主线》——2024-01-09

《银行理财 2023 年 12 月月报-年度产品设计主线回顾》——2023-12-07

《银行业点评-钱都去哪了——1-10 月实体部门资金运转分析》——2023-11-29

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032