

# 2024年流动性预测 如何看降准空间和M2增速？

行业研究 · 行业快评

银行业

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

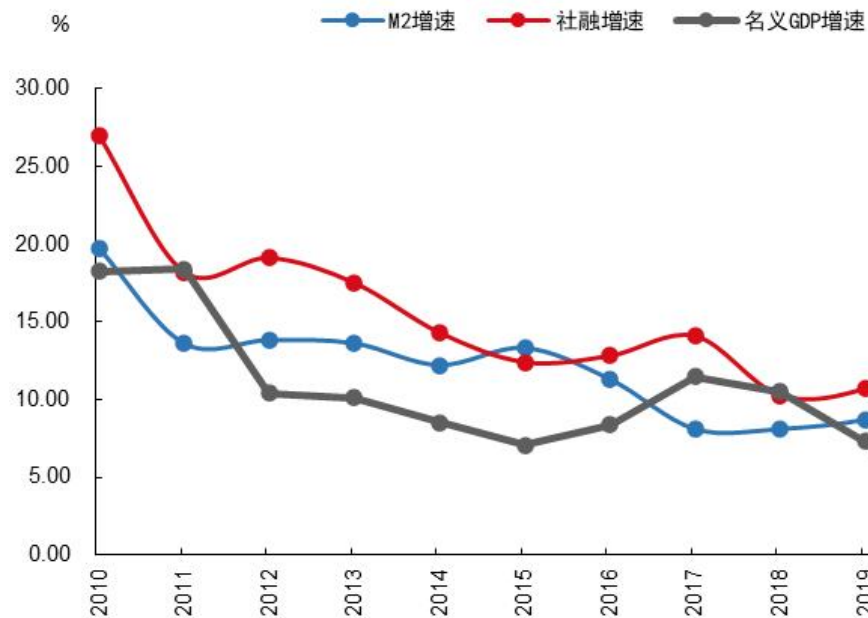
S0980519010001

- [ 01 ] M2派生和流通
- [ 02 ] 预计2024年M2增速8.7%
- [ 03 ] 基础货币缺口大，预计降准两次
- [ 04 ] 风险提示

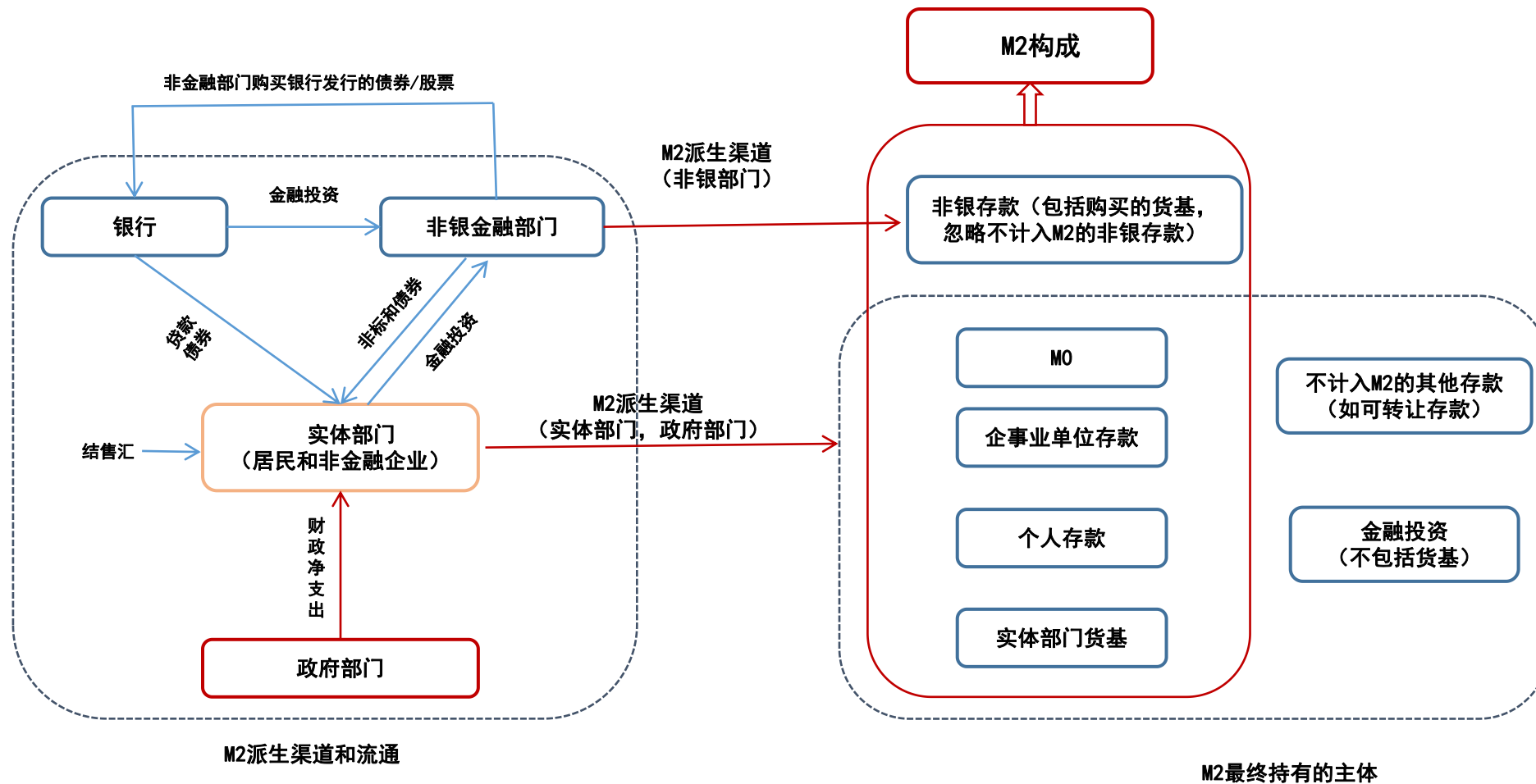
- 根据 $MV=PY$ ，合理的M2增长（实体部门派生）必须能够满足经济增长、资产价格合理上涨以及货币深化等多种需求，即：

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

图：M2、社融和名义GDP走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

# M2供给充裕，但流通循环不畅

- 实体部门资金来源：总量充裕，主要是财政和贷款同比大幅多增，企业债券少增。
- 实体部门资金去向：居民存款高增且定期化趋势明显；金融投资下降。

图：前11月实体部门资金来源和去向

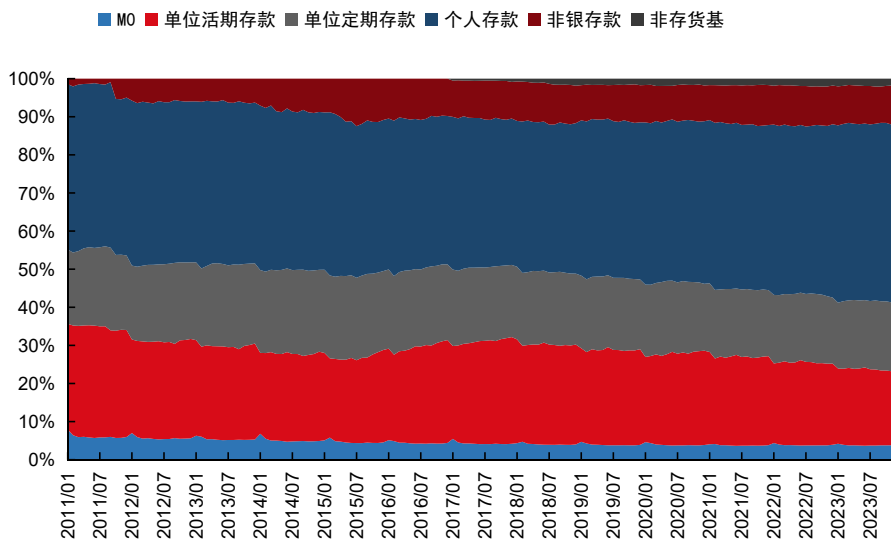
	1-11月累计值					2019-2021年 均值	2022-2023年 均值
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		
<b>资金来源：</b>							
实体部门贷款（包括核销和ABS）	168,767	198,640	198,791	201,921	213,769	188,733	207,845
其中，居民贷款	67,841	73,065	75,484	36,547	41,079	72,130	38,813
居民中长期贷款	49,676	55,108	57,242	25,635	24,038	54,009	24,837
非金融企业贷款	90,224	115,786	113,570	158,199	170,071	106,527	164,135
企业中长期贷款	23,246	35,898	25,167	41,616	127,088	28,104	84,352
核销和ABS	10,702	9,789	9,737	7,175	2,619	10,076	4,897
企业债券	29,791	44,030	30,698	25,396	18,996	34,840	22,196
非标	-10,455	-9,794	-16,800	-1,558	1,470	-12,350	-44
财政净支出	35,392	61,238	37,056	77,537	69,628	44,562	73,583
赚外汇	-3,228	5,473	16,505	6,871	-3,897	6,250	1,487
<b>合计</b>	<b>220,267</b>	<b>299,587</b>	<b>266,250</b>	<b>310,167</b>	<b>299,966</b>	<b>262,035</b>	<b>305,066</b>
<b>资金去向：</b>							
居民存款	81,714	96,285	80,184	149,563	146,782	86,061	148,173
其中，定期及其他存款	65,606	76,747	76,893	126,888	150,642	73,082	138,765
非金融企业存款	16,339	53,792	22,838	49,065	37,967	30,990	43,516
其中，定期及其他存款	20,755	50,606	28,522	52,038	47,765	33,294	49,902
取现	765	4,404	3,119	8,915	5,519	2,763	7,217
金融投资	121,448	145,107	160,109	102,624	109,626	142,221	106,125

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# M2供给充裕，但流通循环不畅

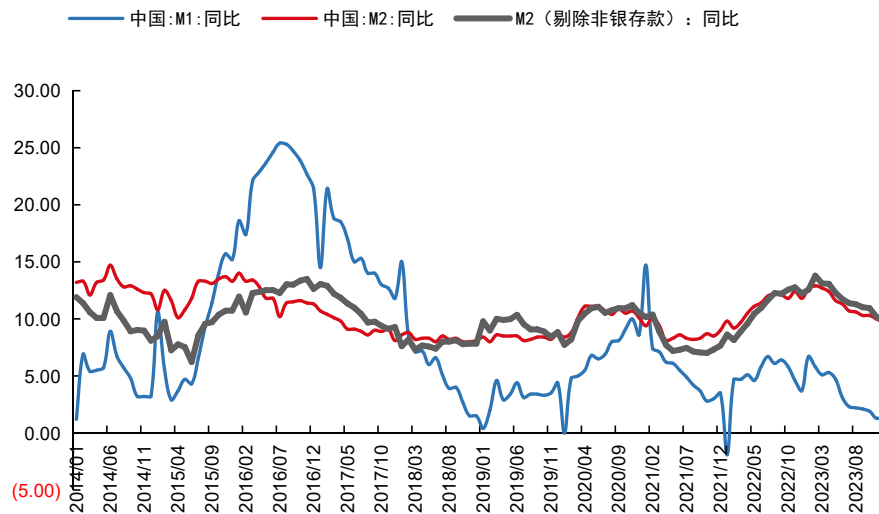
- 提升M2资金活跃度是关键。根据 $MV=PY$ ，货币供给M充裕，为什么经济复苏缓慢？因为V（货币流通速度）出现了明显下降，也就是说M2资金的流通效率下降了。
- M2 增速平稳、M1 增速走低印证了货币供应量并非主要矛盾。

图：M2结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：M1和M2增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

实体部门资金来源主要包括：

- 银行贷款融资：银行向个人和企业发放的贷款，我们用社融项下人民币贷款（加回核销和ABS）。
- 发行企业债券融资：包括银行自营和非银金融机构购买的企业债券。需要注意的是并不包括直接融资部分，考虑到数据的可获得性，无法精确统计直接融资部分，因此我们直接用社融项下的“企业债券”（会有误差）。
- 非标融资：包括银行自营和非银金融机构购买非标资产。同理，也不包括直接融资部分，考虑数据的可获得性，我们直接用社融项下的“委托贷款+信托贷款”（会有误差）。
- 财政净支出：近年来都是财政赤字，财政向社会投放资金。如果财政净支出为负值，则代表社会通过缴税等方式上缴了资金。由于财政收支统计涵盖了实体部门和金融部门，但由于数据的可得性，我们暂时全部算成实体部门（会有误差）。
- 结售汇：采用“银行代客结售汇差额”。

- 实体部门资金去向，不考虑资金流向具体过程，仅考虑实体部门融到资金后最终的呈现形式。实体部门资金去向主要包括：
  - 以存款的形式放在银行。
  - 取现后以现金的形式拿在手上，存款转换为M0。
  - 金融投资，比如存款转入证券投资账户进行股票或债券的二级市场投资（不包括一级市场投资，因为这就属于实体部门内部的资金流动），或者申购基金、券商资管产品等资管产品，然后进行证券投资（同样不包括一级市场投资部分），则是居民和企业存款转换为非银金融机构存款（资管产品在银行的存款也计入非银存款）。当然，居民和企业也可以净赎回金融投资，则非银金融机构存款转变为居民和企业的存款。



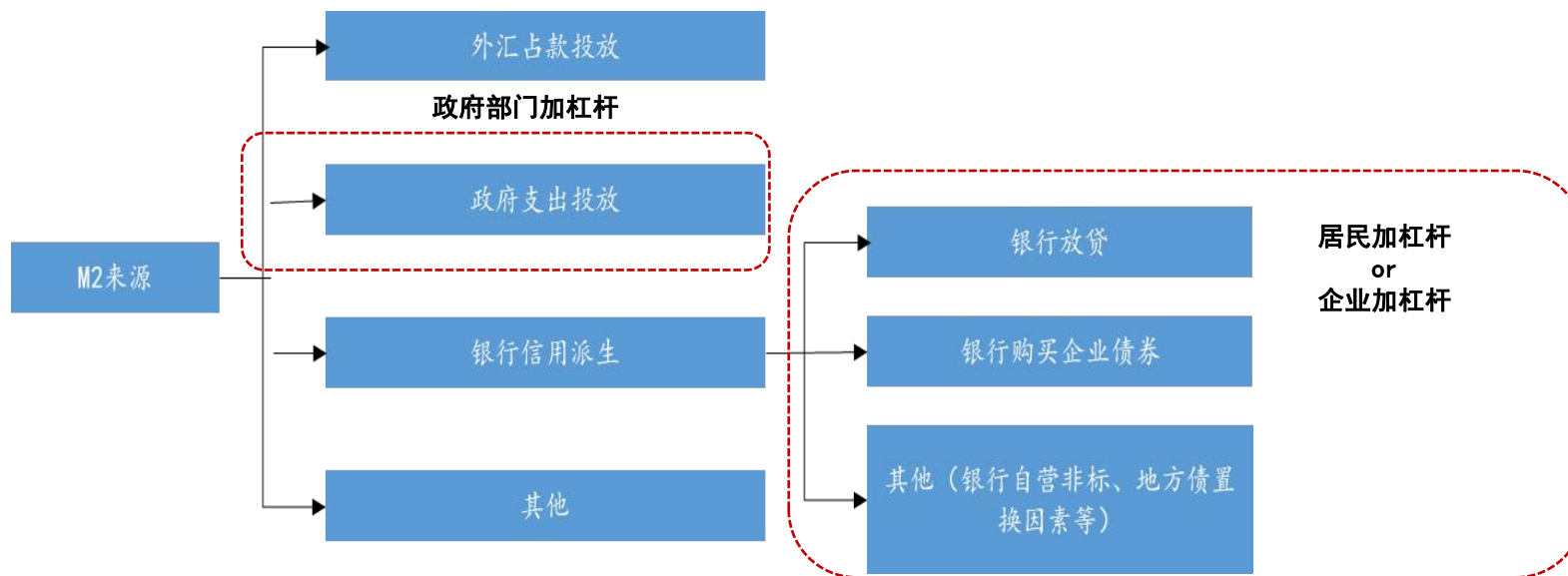
- [ 01 ] M2派生和流通
- [ 02 ] 预计2024年M2增速8.7%
- [ 03 ] 基础货币缺口大，预计降准两次
- [ 04 ] 风险提示

- 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”。按照前述分析，预计提升货币流通速度（V）是关键。
- 根据国信证券固收宏观组预测，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。

# 谁加杠杆？（即M2派生主体是谁？）

- 从地产周期到政府主导投资，从居民加杠杆到政府加杠杆。
- 房地产进入新的周期，信用驱动因子也将发生改变。
- 直接通过政府债券、PSL投放配合“三大工程”（城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设和保障房）。

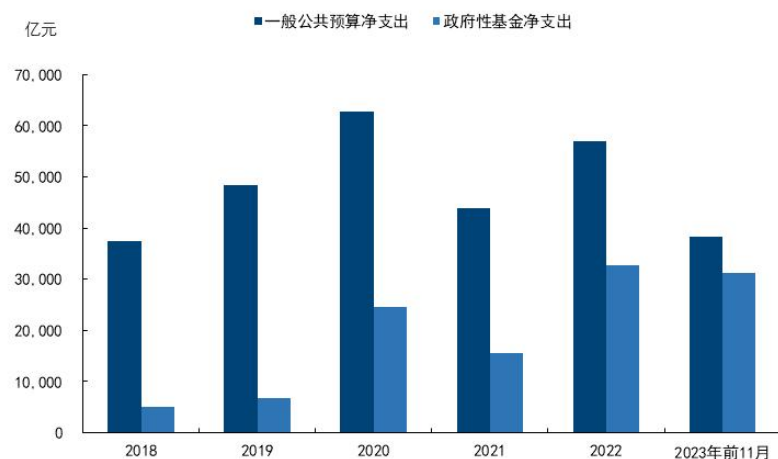
图：M2派生途径



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

- 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。很有可能突破3%的目标赤字，也可以通过特别国债的方式。预计全年时间赤字率3.8%，对应的2024年赤字规模约5.1万亿元。

图：一般公共预算和政府性基金净支出规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：政府性基金收入和支出增速

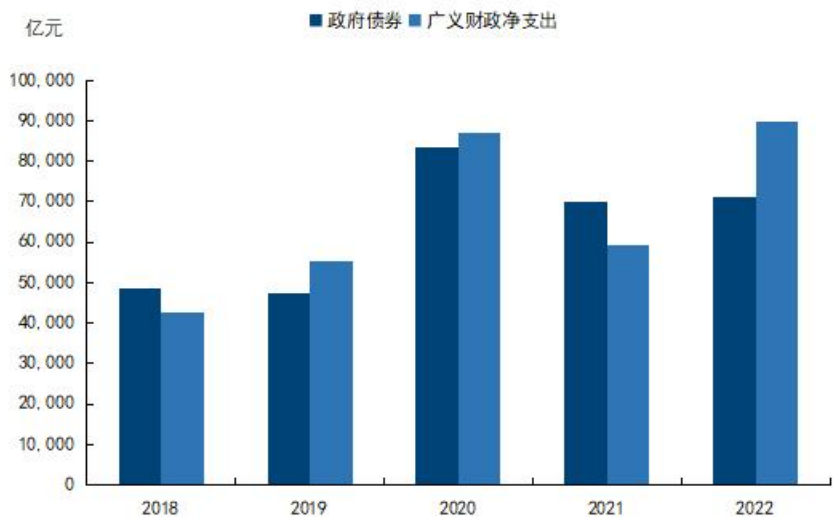


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# 实际财政赤字率有望保持在3.8%

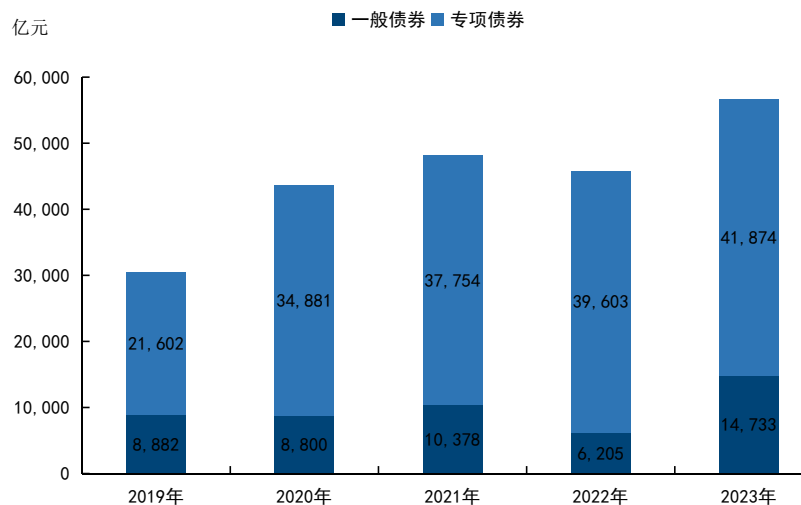
- 保守估计预计广义财政净支出规模8.1万亿元，财政支出节奏前置。2020年、2022年广义财政净支出分别为8.7万亿元和8.9万亿元，2023年前11月财政净支出7.0万亿元。预计2024年广义财政净支出规模在8.0-9.0万亿之间。

图：财政净支出和政府债券



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

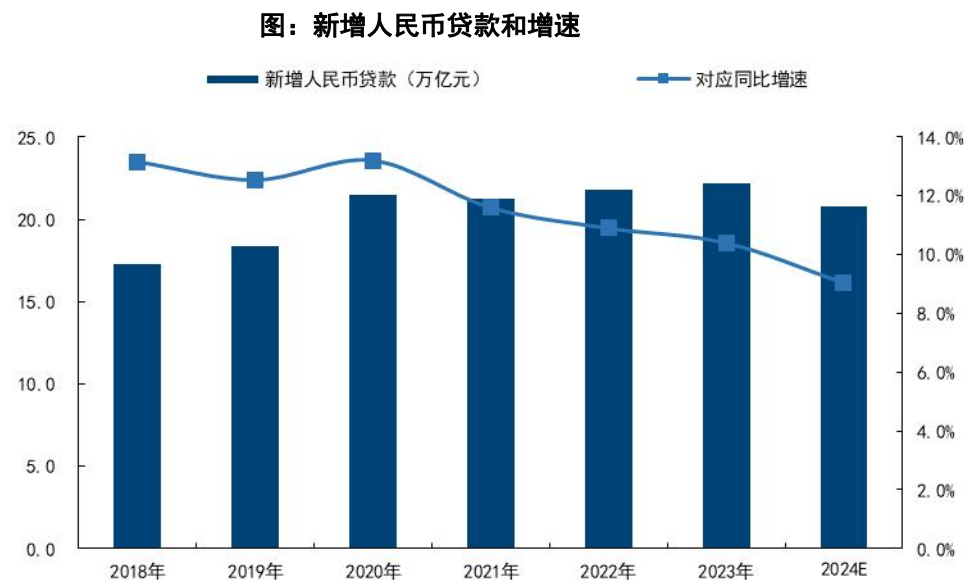
图：地方政府一般债券和专项债券



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# 新增信贷21.3万亿元，更注重贷款结构和质量

- 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。
- 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。

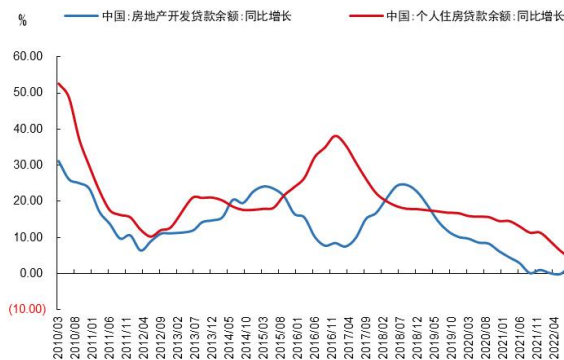


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

# 新增信贷21.3万亿元，更注重贷款结构和质量

- 2023 年中央金融工作会议提出“盘活存量资金，提高资金使用效率”的要求。
- 房地产：保交楼防风险仍是方向，也是底线。房地产新增信贷边际改善，但预计对新增信贷贡献也就在小个位数。
- 信贷投放聚焦五篇大文章，“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。

图：房地产领域贷款增速



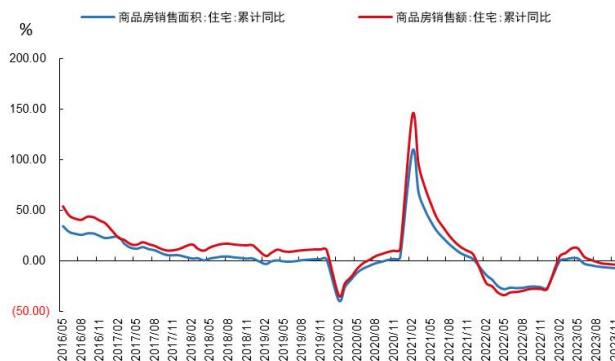
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：房地产新增贷款基本为零



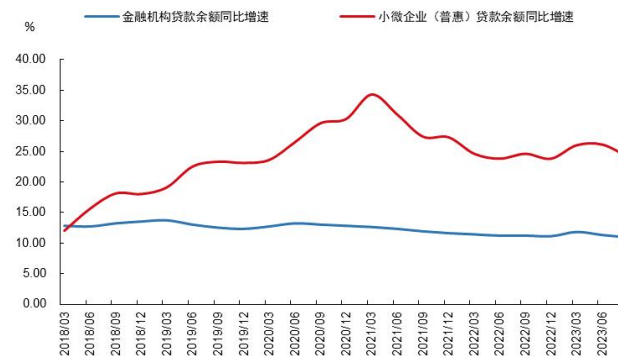
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：商品房销售仍不佳



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：普惠领域贷款增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] M2派生和流通

[ 02 ] 预计2024年M2增速8.7%

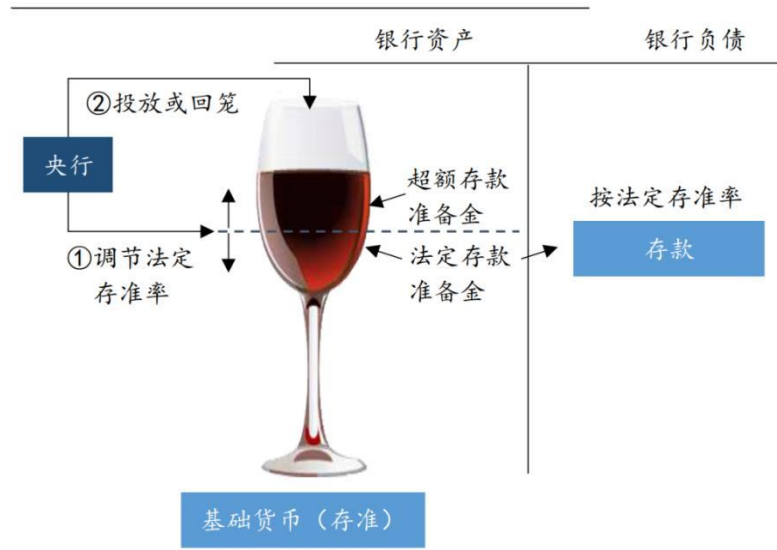
[ 03 ] 基础货币缺口大，预计至少降准0.5%

[ 04 ] 风险提示



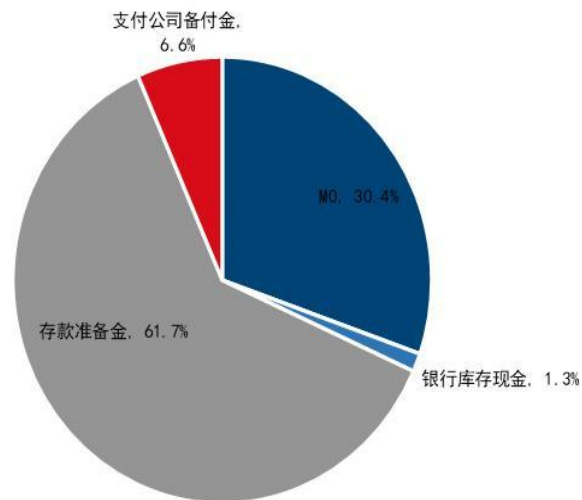
- 基础货币主体：银行存放央行的存款准备金。
- 如果不降准（加权存款准备金率7.4%），基础货币缺口约3.4万亿元
- ✓ 假设：“M0/M2”比值维持在约 3.9%；银行库存现金占 M2 比值维持在 0.2%；支付公司客户备付金与 M2 的比值保持在约 0.9%的水平；“非银存款/M2”维持在约 10.2%；
- ✓ 2021 年和 2022 年末超额存款准备金率均维持在 2.0%的水平，假设24年末维持不变。
- 为了补充超额准备金的缺口，预计至少降准0.5%，释放资金约1.2万亿元。

图：基础货币影响因素



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

图：基础货币结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

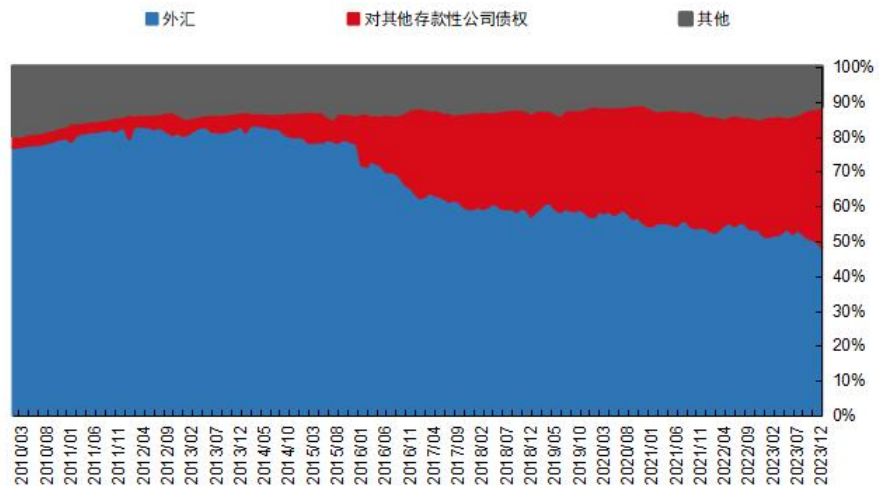
- 为了补充缺口，预计至少降准0.5%，释放资金约1.2万亿元。

图：广义再贷款规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：央行资产结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] M2派生和流通
- [ 02 ] 预计2024年M2增速8.7%
- [ 03 ] 基础货币缺口大，预计降准两次
- [ 04 ] 风险提示

- 货币政策除了受我国经济环境影响外，海外经济环境也是重要因素。如果美联储降息低于预期，外汇贬值压力可能会对我国货币政策形成掣肘。
- 地方政务债务风险超市场预期。
- 房地产市场债务风险持续暴露。

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

## 分析师承诺

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。

## 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

GUOSEN SECURITIES

## 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楼

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