

1月M2增速为什么快速下滑？

--金融高频数据周报（2024年2月19日-2月23日）

核心观点：

2024年1月M2同比增长8.7%，增速回落1pct，处于历史较低水平。M2当月新增5.35万亿元，同比少增约2万亿元，带来M2增速快速下滑。为什么会出现同比大幅少增的现象，首先要拆解M2从何处派生。

M2从何处派生？1月M2同比少增主要由于银行购买资管产品项目派生货币减少。2024年1月广义货币M2的派生渠道拆分来看，其中银行信贷投放4.87万亿元（同比-621亿元），银行购买企业债3325亿元（同比+3724亿元），外汇占款投放1720亿元（同比+434亿元），其他渠道回笼180亿元（同比-24373亿元）。银行信贷投放和外汇占款派生的广义货币两年相差不大，明显的变化是银行购买企业债这项同比多派生货币3724亿元，这与2024年1月社融项目中，企业债券融资同比多增3197亿元数据相吻合。新发的企业债可能主要由银行购买。“其他渠道”项目主要包括财政净支出、银行购买资管产品及其他杂项。其中其他杂项占比较低且数据不易统计这里做简单忽略处理。财政收支数据由于不单独披露1月份数据，因此无法拆出具体数值，我们粗略估算由于春节错位，2024年1月财政净支出派生的货币大概率高于2023年同期。这样倒算出银行购买资管产品同比去年大幅少增可能高于2.5万亿，由此渠道派生的M2的减少是1月M2同比增速快速下滑的主要原因。（图1）

银行购买资管产品项目为什么会出现同比大幅少增？可能的原因是由于去年1月银行大量使用自有资金购买资管产品，超出历史均值。背后可能的原因是居民和企业密集赎回理财等资管产品，但资管产品持有的资产不可能全部清仓，银行为保持产品存续，使用自有资金购买资管产品。但今年1月并未出现银行理财产品被集中赎回的情况。

因此，2024年1月出现M2增速的快速下滑，主要是由于去年的高基数，而高基数是由于银行购买资管产品项目派生的广义货币超出历史平均水平带来的，单月的快速下滑不必过度解读，M2增速可能在2月出现回升。

本周市场观察（2月18日-2月23日）：

公开市场操作：逆回购净回笼8410亿元，MLF净投放10亿元。

货币市场利率春节后回落，后半周临近月末季节性上行：SHIBOR007和DR007分别收于1.8160%（-4BP）、1.8425%（-1BP）。GC007收于2.21%（+17BP）。R007收于2.1247%（+27BP），与DR007利差快速扩大。

银行间质押式回购日成交量快速上升：从上周的约4.6万亿上升至约6.3万亿。

5年期LPR调降25BP，国债收益率曲线下移，期限利差扩大：10年期中债国债收益率收于2.40%（-3BP），1年期收于1.77%（-16BP）

同业存单发行利率继续回落：1年期国有银行同业存单发行利率回落至2.25%（-7BP）；股份制银行收于2.27%（-3BP）。

美元指数回落至104下方，非美货币涨跌互现，人民币小幅贬值：人民币即期汇率收于7.1984（+57pips），日元-0.22%、韩元+0.33%、欧元+0.42%、加元+0.06%、澳元+0.83%、英镑+0.43%。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：聂天奇

风险提示

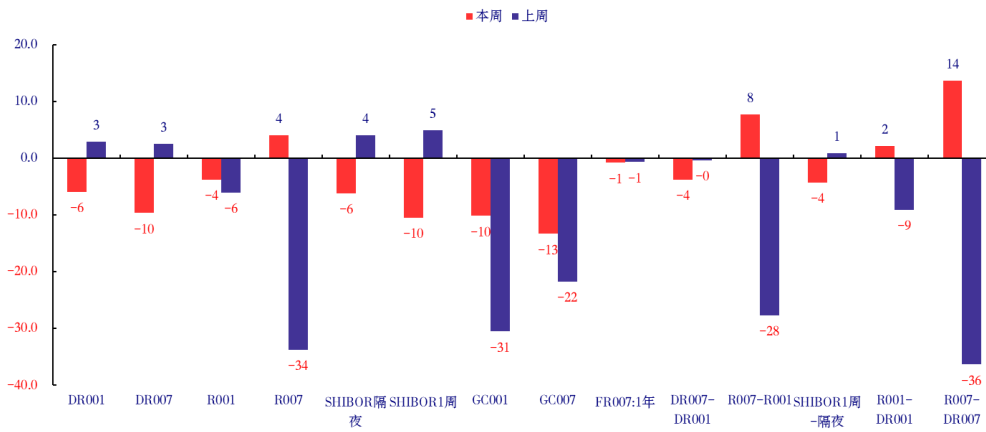
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

图1：当月新增 M2 的派生来源

| M2的派生来源 | | |
|---------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 单位：亿元 | 2024-01 | 2023-01 |
| 银行信贷投放 | 48672 其中：企业贷款38600 居民贷款9801 | 49293 其中：企业贷款46800 居民贷款2572 |
| 银行购买企业债 | 3,325 | -399 |
| 外汇占款 | 1,720 | 1,285 |
| 财政净支出 | -180 | 23,572 |
| 银行购买资管产品及其他杂项 | | |
| M2来源合计 | 53,537 | 73,751 |

资料来源：中国人民银行，Wind，中国银河证券研究院

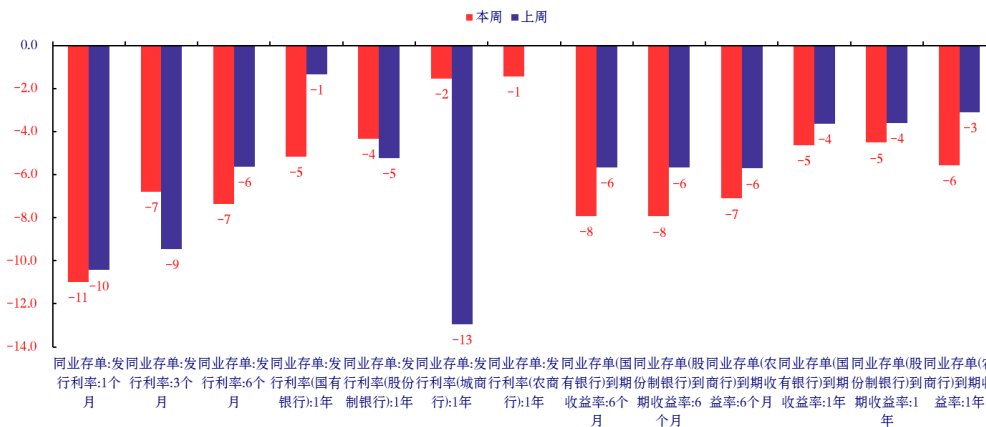
图2：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：2月18日-2月23日，上周：2月4日-2月9日，上上周：1月29日-2月2日

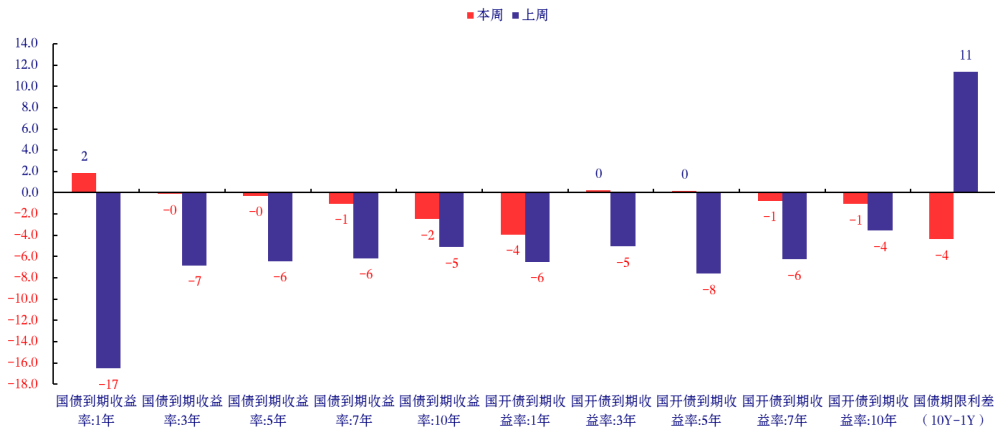
图3：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：2月18日-2月23日，上周：2月4日-2月9日，上上周：1月29日-2月2日

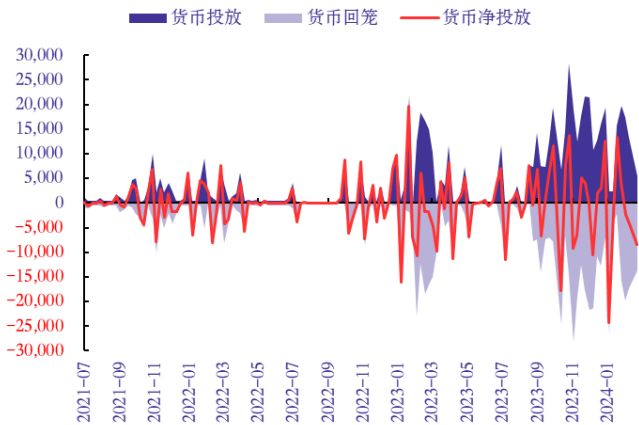
图4：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：2月18日-2月23日，上周：2月4日-2月9日，上上周：1月29日-2月2日

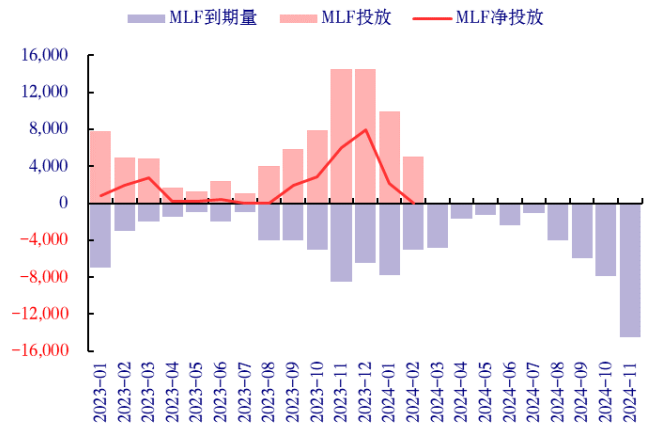
图5：央行公开市场净回笼 8410 亿元（仅逆回购）（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

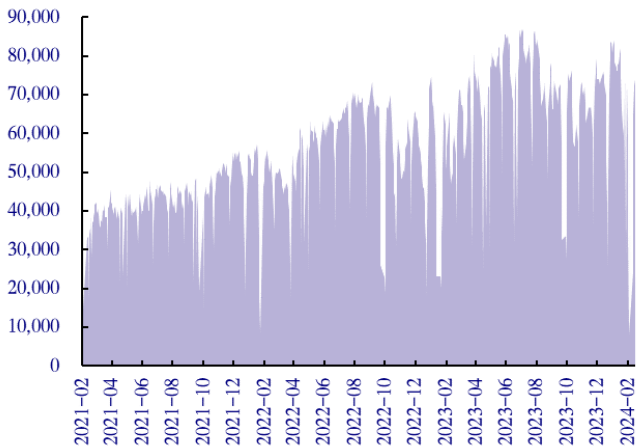
时间区间：2024年2月18日-23日

图6：2月MLF净投放 10 亿（亿元）



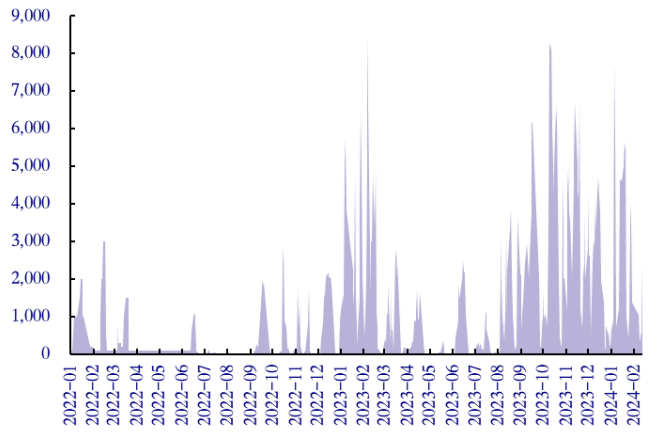
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：银行间质押式回购日均成交量快速上升至约 6.3 万亿（亿元）



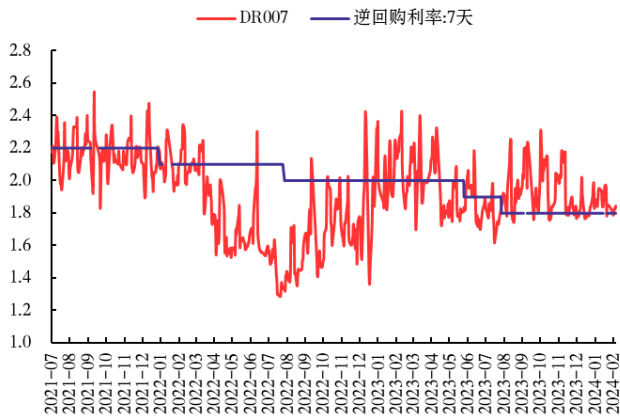
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：7天+14天逆回购规模本周合计 5320 亿（亿元）



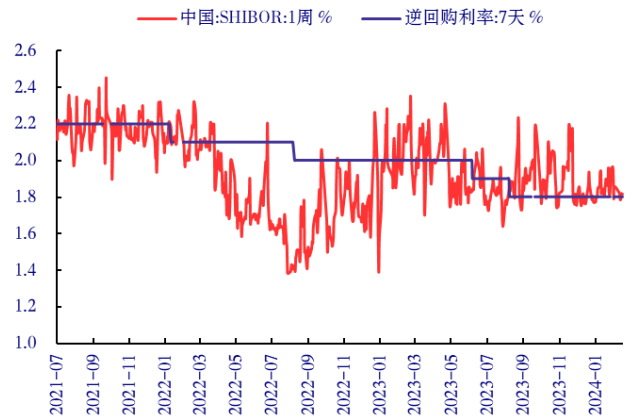
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9: DR007 回落后上升至 1.8425% (%)



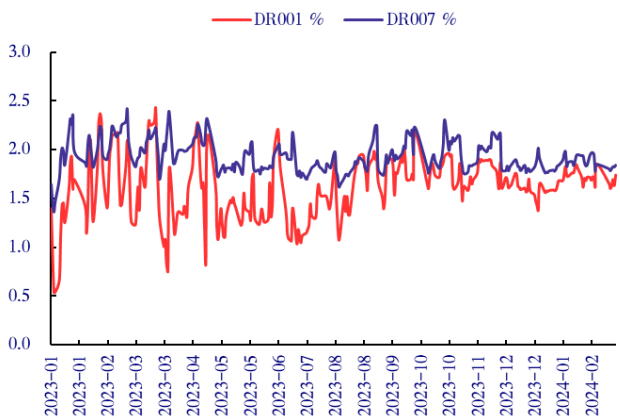
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: SHIBOR007 收于 1.8160%



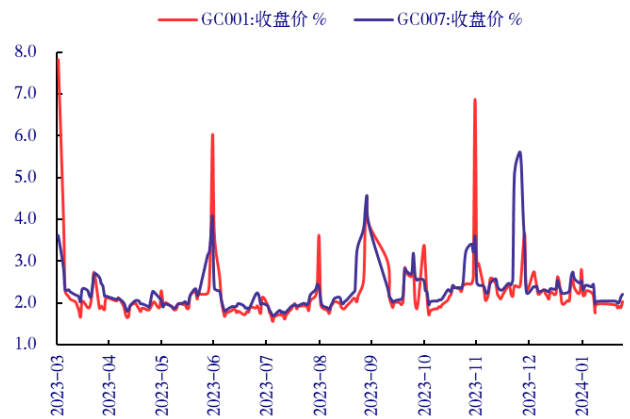
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: DR007 与 DR001 利差扩张后收窄至 10BP



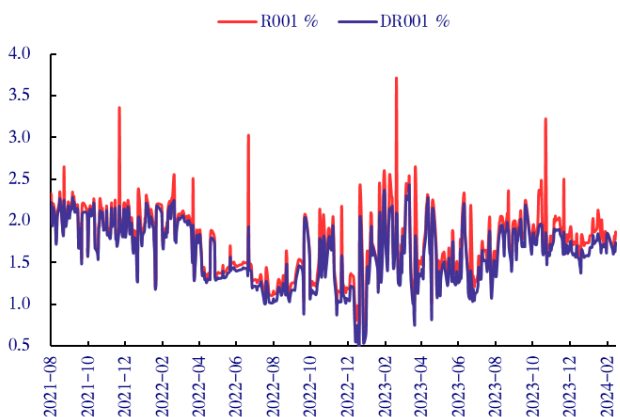
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 上交所国债回购利率



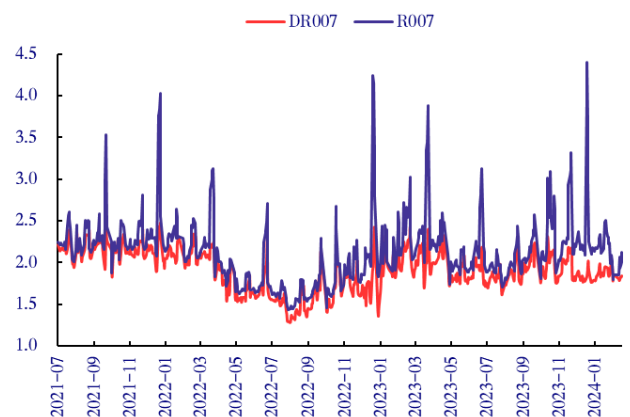
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R001 和 DR001 利差扩张至 13BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: R007 和 DR007 利差扩张至 28BP (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15：同业存单发行利率与 MLF 利率



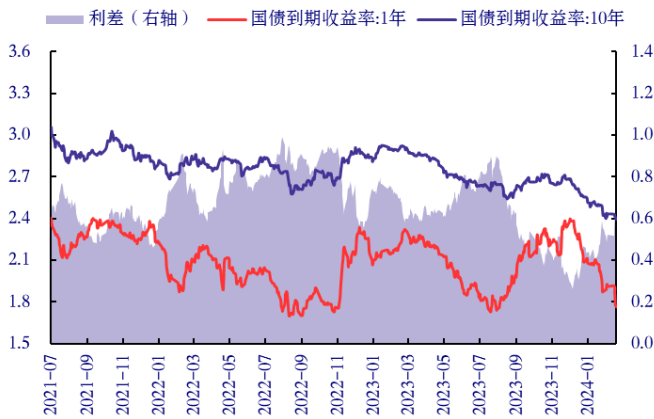
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：10年期国债收益率与 MLF 利率



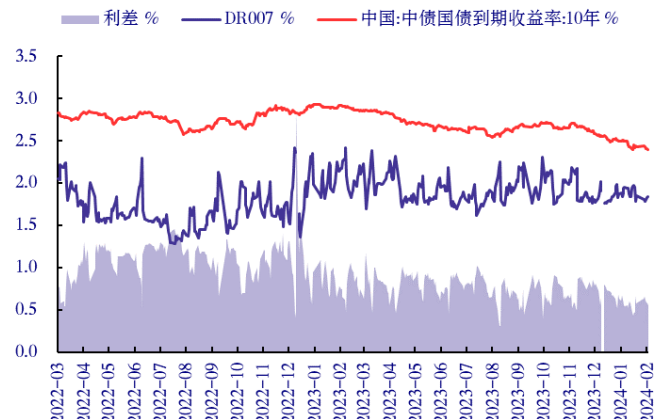
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：国债收益率期限利差扩张（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：10年期国债收益率与 DR007 利差收窄至 56BP



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：1年期 FR007 利率与 10年国债收益率利差收窄



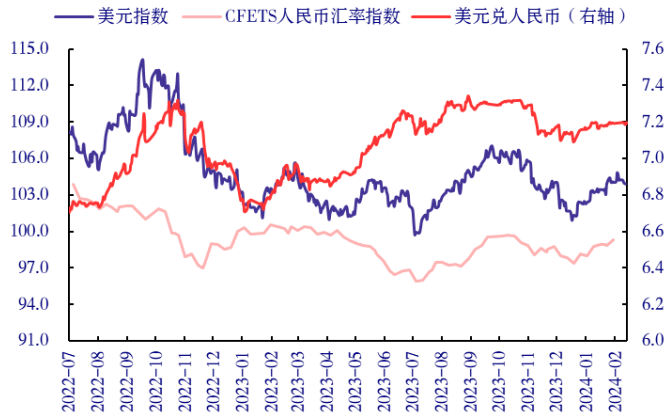
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：一年期 FR007 下行



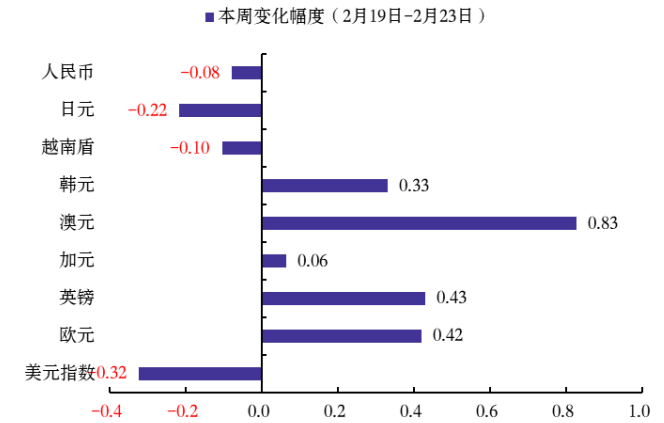
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21: 美元指数下行至 103.94



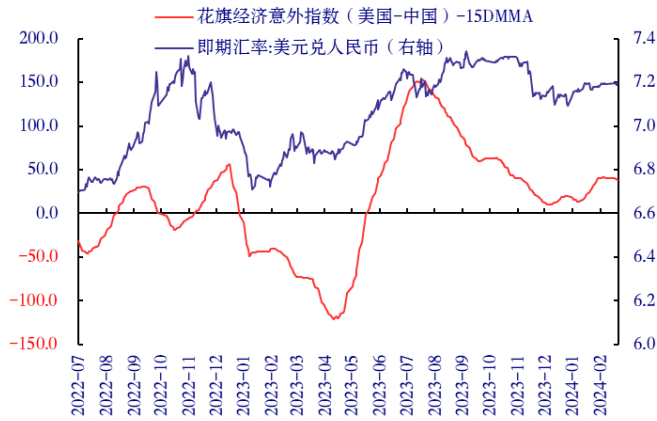
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 非美货币 (%)



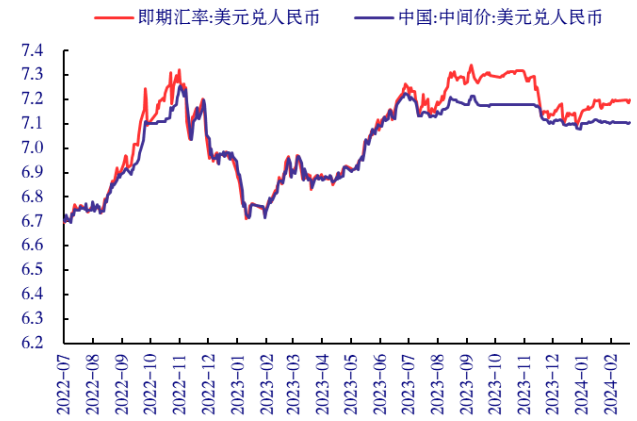
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院
人民币本周数据为 2 月 5 日-9 日

图23: 花旗经济意外指数差值收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 人民币即期汇率和中间价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 当月新增 M2 的派生来源 | 2 |
| 图 2: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP) | 2 |
| 图 3: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP) | 2 |
| 图 4: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP) | 3 |
| 图 5: 央行公开市场净回笼 8410 亿元 (仅逆回购) (亿元) | 3 |
| 图 6: 2 月 MLF 净投放 10 亿 (亿元) | 3 |
| 图 7: 银行间质押式回购日均成交量快速上升至约 6.3 万亿 (亿元) | 3 |
| 图 8: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 5320 亿 (亿元) | 3 |
| 图 9: DR007 回落后上升至 1.8425% (%) | 4 |
| 图 10: SHIBOR007 收于 1.8160% | 4 |
| 图 11: DR007 与 DR001 利差扩张后收窄至 10BP | 4 |
| 图 12: 上证所国债回购利率 | 4 |
| 图 13: R001 和 DR001 利差扩张至 13BP | 4 |
| 图 14: R007 和 DR007 利差扩张至 28BP (%) | 4 |
| 图 15: 同业存单发行利率与 MLF 利率 | 5 |
| 图 16: 10 年期国债收益率与 MLF 利率 | 5 |
| 图 17: 国债收益率期限利差扩张 (%) | 5 |
| 图 18: 10 年期国债收益率与 DR007 利差收窄至 56BP | 5 |
| 图 19: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差收窄 | 5 |
| 图 20: 1 年期 FR007 下行 | 5 |
| 图 21: 美元指数下行至 103.94 | 6 |
| 图 22: 非美货币 (%) | 6 |
| 图 23: 花旗经济意外指数差值收窄 | 6 |
| 图 24: 人民币即期汇率和中间价 | 6 |

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |
| 公司评级 | | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn