

银行业点评

从 M2 派生原理来理解存款的少增和分化

◆ 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:	田维伟	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:

今年 1-2 月新增人民币存款同比少增约 3.2 万亿元，从 M2 派生行为分析来看，存款同比少增核心原因是银行自营购买资管产品同比少增；同时，银行向实体部门投放信贷同比少增也形成一定拖累。我们认为背后反映的是，银行面临资产荒现象加剧，以及监管加大套利和引导信贷平稳的意图。

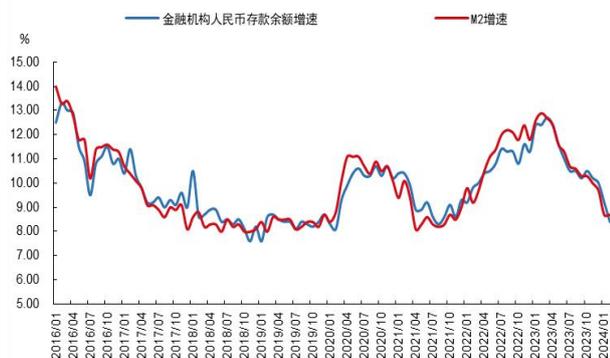
存款结构上，（1）不同部门分化：2022-2023 年居民存款高增且定期化趋势明显，反映了居民消费和投资需求疲软，居民和企业之间的资金循环效率大幅下降。自 2023 年四季度以来，居民存款高增现象有所缓解，我们认为主要是存款挂牌利率不断下调后，居民存款流向理财等资管产品。因此，在当前市场环境下，预计债市利率易下难上，预计持续在低位震荡。（2）不同类型银行分化：2022-2023 年大型银行新增境内存款占比分别为 54.3%和 61.7%，2024 年前 2 月该比例进一步上行至 76.9%，中小银行存款压力巨大。（3）区域结构上：2022-2023 年居民存款高增部分主要来自于高收入人群聚集的经济发达区域，由于高收入阶层消费总额相对较为稳定，因此预计居民存款高增部分主要来自于投资产品配置比例的下降。

整体而言，2022-2023 年居民消费和投资意愿疲软是拖累经济的核心因素，提振居民收入预期是关键。目前来看，居民存款增速回落，但主要流向的是理财等资管产品，对消费拉动效果有限。同时，城镇居民可支配收入增速恢复较慢，预计市场对于内需难以形成一致乐观预期且会呈现阶段性反复。当前银行板块估值处于低位，经济复苏会推动银行估值修复，我们维持行业“超配”评级，个股上“哑铃”策略继续占优。

从 M2 派生渠道理解年初以来存款增量的下降

2023 年下半年以来存款增速快速回落，新增人民币存款规模同比少增。今年 1-2 月该趋势更加明显，1-2 月金融机构累计新增人民币存款 6.44 万亿元，同比少增 3.24 万亿元，2 月末金融机构人民币存款余额增速降至 8.4%。

图1: 2023 年下半年以来存款增速持续下滑



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 2023 年下半年以来新增存款规模放缓

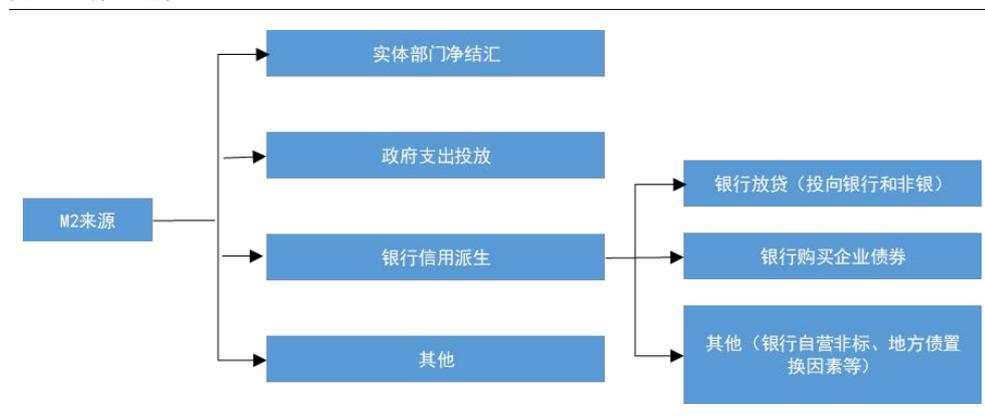


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

本报告我们借助 M2 的派生渠道来理解存款同比少增的原因。货币（M2）派生出来后，通过支付和转移的方式，货币在居民、企业、金融机构和政府部门之间不断流通，最终由不同主体以存款和现金和形式持有。但存款和 M2 并不是同一概念，比如，存款中的可转让存款和财政存款，以及境外人民币存款并不计入 M2，M2 包括流通中的货币（M0），非存机构购买的货币基金（其中货币基金存款部分则既计入 M2 也计入存款）计入 M2，。不过，存款和 M2 两者总量和结构高度相似，且 M2 数据更为详实，因此我们借助 M2 分析来替代存款分析。

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），资金投向实体部门和非银金融部门；（4）其他途径。其中，银行信用派生和财政净支出是 M2 派生主要渠道。具体分析时，由于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“其他”项目。

图3: M2 派生途径



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

2024 年 1-2 月 M2 新增（不包括货基）6.47 万亿元，同比少增 2.28 万亿元。其中，（1）银行投向实体部门贷款派生 5.87 万亿元，同比少增 8842 亿元，银行自营购买企业债券派生 2957 亿元，同比多增 2327 亿元。因此，银行向实体部门投放贷款和自营购买债券合计派生 M2 约 6.17 万亿元，同比少增 6515 亿元。

（2）财政净支出派生 M2 约 3100 亿元，同比多增 2329 亿元；（3）银行购买资管产品、银行向非银投放贷款以及其他杂项合计回笼 M2 约 1859 亿元，同比少增 1.89 万亿元。由于其他杂项不是 M2 主要派生渠道，一般情况下其变动对 M2 影响不大。另外，今年 1-2 月银行向非银机构投放贷款同比多增了约 4700 亿元。因此，我们猜想银行自营购买资管产品同比大幅少增是拖累 M2 增量同比少增的主要原因。

相比于 2021-2022 年，2023 年 1-2 月该项目派生 M2 异常高增，但 2024 年 1-2 月又异常少增。我们猜想主要是 2022 年底债市经过深度调整后，2023 年初的固收类资管产品具备配置价值；同时，由于资管产品赎回负反馈效应逐步放大，银行或选择了承接部分赎回的资管产品来稳定市场。2024 年异常少增，或许与监管加强对资金套利的监管以及债市利率持续在低位后配置价值下降等因素有关。

表1: M2 派生渠道拆解

1-2 月累计 (亿元)	M2 增量 (不含货基)	净结汇	银行自营购买企业债券	人民币贷款 (加回核销和 ABS)	财政净支出	其他 (非银+非标等)
2021 年	50,023	327	-585	52,040	-7,681	5,923
2022 年	57,766	395	1,103	51,265	-3,093	8,096
2023 年	87,496	1,470	630	67,565	784	17,048
2024 年	64,661	1,727	2,957	58,723	3,113	-1,859

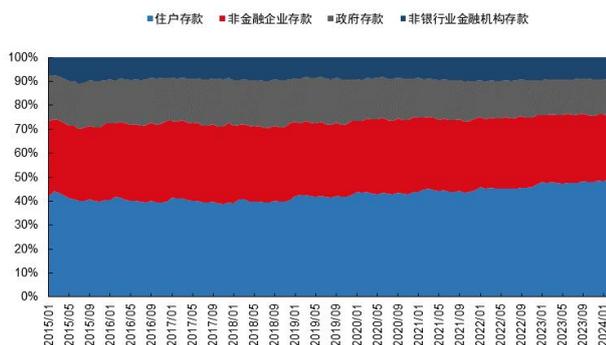
资料来源：wind，人民银行，国信证券经济研究所整理

总之，从 M2 派生行为分析来看，我们认为 2024 年 1-2 月新增存款同比少增主要来自于两方面，一是银行自营购买资管产品同比少增派生货币下降；二是银行向实体部门投放信贷同比少增派生货币下降。

结构分化之不同部门存款：居民存款高增现象有所缓解

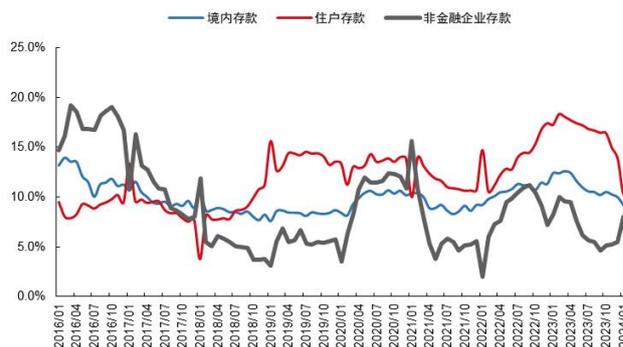
货币派生出来后在不同部门之间运转，一般情况下结构会相对比较稳定。但从境内存款结构来看，2022-2023年居民存款占比明显提升，企业存款、财政存款和非银金融机构存款占比都有所下降。2022-2023年新增居民存款均值为17.2万亿元，较2019-2021年多增了约7.0万亿元。2023年末居民存款余额占存款总额比重为48.5%，非金融企业存款比重为27.9%，较2021年末分别提升4.1个百分点和下降2.3个百分点。同时，定期存款占比持续提升，2024年2月末居民存款中定期比重达到72.1%，企业存款中定期存款比重达到69.2%。居民定期存款的高增反映了居民消费和投资需求疲软，居民和企业之间的资金循环效率大幅下降，也就是货币流动速度的下降，这也是为什么货币政策拉动经济效果下降的主要原因。

图4：境内存款结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：企业存款增速持续大幅低于居民存款增速



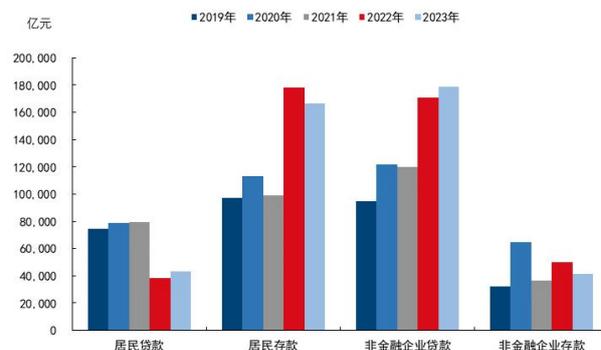
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：居民和企业定期存款比重持续提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

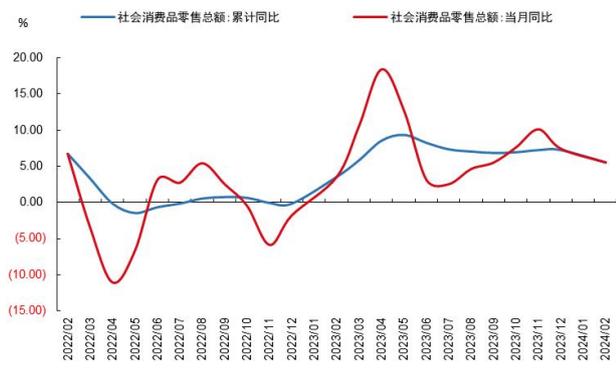
图7：居民和企业新增贷款和新增存款



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

自2023年四季度以来，居民存款高增现象虽仍在延续，但居民存款增速和企业存款增速剪刀差开始收敛。今年1-2月又有所扩大，不过企业存款增速和占比的回落与往年并没有太大的变化，因此我们认为主要是春节因素带来的，春节期间企业资金会大量流向居民。居民存款增速的回落，我们认为主要是存款挂牌利率不断下调后，居民存款流向理财等资管产品。因此，在当前市场环境下，预计债市利率易下难上。

图8: 社会消费品零售总额增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 商品房销售额增速大幅下降

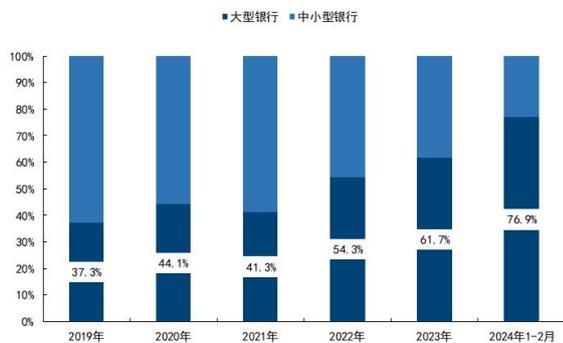


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

结构分化之不同类型银行: 中小银行存款压力巨大

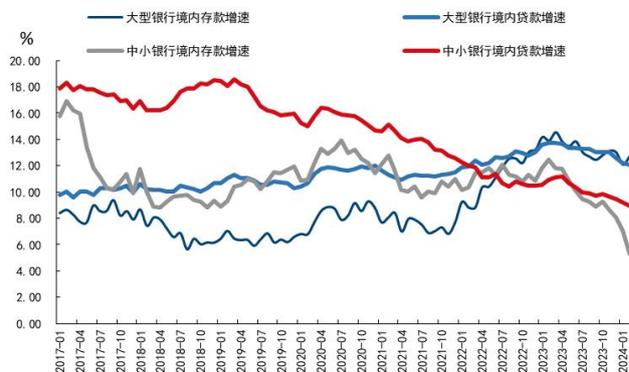
从境内存款结构来看, 2022-2023 年大型银行新增存款比重大幅上行, 中小银行存款压力巨大。2022-2023 年大型银行新增境内存款占比分别为 54.3% 和 61.7%, 2024 年 1-2 月份该比例进一步上行至 76.9%。预计中小银行存款增速的大幅放缓将对规模扩张形成比较强的制约。

图10: 新增境内存款结构



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 2024 年为 1-2 月累计数据。

图11: 不同类型银行存贷款同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

结构分化之区域: 经济发达区域居民存款多增更显著

我们主要关注居民存款的区域结构变化, 一般来说, 经济发达区域高收入阶层人群比例更高, 因此不同区域居民存款的变动或能够在一定程度上反映, 居民存款高增部分主要来自于高收入阶层还是低收入阶层。由于低收入阶层边际消费倾向高, 容易受收入预期影响, 而高收入阶层消费总量一般较为稳定, 收入变化可能影响投资。因此, 经济发达区域的居民存款高增可以理解为高收入阶层降低了投资比例转为储蓄, 区域经济落后区域的居民存款高增则可以理解为低收入阶层减少了消费转为储蓄。

根据当前已披露数据的 27 个省份 (直辖市) 来看, 2022-2023 年浙江省和江苏省新增居民存款占比提升最明显, 其次是上海市和安徽省, 均为经济发达区域。因此, 我们认为近两年居民存款高增主要是投资比例下降转为存款。

表2: 各省各年新增住户存款占金融机构新增住户存款总额比重

	占新增住户存款比重					2019-2021 均值	2022-2023 均值	变动
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年			
浙江	7.50%	6.93%	5.98%	8.27%	9.24%	6.80%	8.75%	1.95%
江苏	7.20%	7.64%	8.05%	8.89%	9.19%	7.63%	9.04%	1.41%
上海	4.87%	4.41%	4.39%	5.60%	4.52%	4.56%	5.06%	0.50%
安徽	3.21%	3.55%	4.25%	3.94%	4.02%	3.67%	3.98%	0.31%
陕西	2.62%	2.73%	2.82%	3.05%	2.77%	2.72%	2.91%	0.19%
福建	2.74%	2.74%	2.21%	2.87%	2.61%	2.56%	2.74%	0.17%
北京	5.00%	4.97%	4.30%	5.54%	4.31%	4.76%	4.92%	0.17%
湖北	3.59%	3.69%	4.60%	4.08%	4.17%	3.96%	4.13%	0.16%
青海	0.17%	0.23%	0.25%	0.25%	0.26%	0.22%	0.25%	0.04%
西藏	0.04%	0.11%	0.07%	0.12%	0.10%	0.07%	0.11%	0.04%
贵州	0.97%	1.10%	1.46%	1.18%	1.21%	1.17%	1.19%	0.02%
宁夏	0.35%	0.44%	0.33%	0.35%	0.41%	0.37%	0.38%	0.01%
海南	0.32%	0.46%	0.51%	0.39%	0.46%	0.43%	0.43%	0.00%
内蒙古	1.67%	1.52%	1.86%	1.71%	1.62%	1.68%	1.67%	-0.02%
湖南	3.12%	3.06%	3.70%	3.24%	3.31%	3.29%	3.27%	-0.02%
江西	2.55%	2.72%	2.74%	2.55%	2.70%	2.67%	2.63%	-0.04%
甘肃	1.27%	1.13%	1.14%	1.05%	1.15%	1.18%	1.10%	-0.08%
山西	2.26%	2.60%	3.00%	2.55%	2.49%	2.62%	2.52%	-0.11%
云南	1.47%	1.58%	1.61%	1.38%	1.52%	1.55%	1.45%	-0.11%
重庆	2.01%	2.08%	2.05%	1.81%	2.02%	2.05%	1.91%	-0.14%
新疆	0.99%	1.38%	1.36%	1.05%	1.12%	1.24%	1.09%	-0.15%
山东	6.82%	7.73%	7.90%	6.69%	7.70%	7.49%	7.20%	-0.29%
广西	1.71%	1.77%	2.03%	1.43%	1.54%	1.84%	1.49%	-0.35%
四川	4.95%	5.38%	5.61%	4.77%	5.05%	5.31%	4.91%	-0.41%
广东	8.93%	8.87%	8.71%	8.94%	7.84%	8.84%	8.39%	-0.44%
吉林	1.98%	2.26%	2.12%	1.59%	1.76%	2.12%	1.67%	-0.44%
河北	6.39%	5.89%	6.95%	5.16%	5.81%	6.41%	5.48%	-0.93%

资料来源: WIND, 注: 各省份统计口径略有差异, 如江苏、广东等统计的是境内住户本外币存款, 浙江、江西等统计的是住户本外币存款。

从新增居民存款区域结构来看, 要提振消费核心是要提高居民收入。目前, 城镇居民人均可支配收入增速仍低于 2019 年前的水平, 因此预计市场对于内需难以形成一致乐观预期且会呈现阶段性反复。

图12: 城镇居民人均可支配收入增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 城镇居民消费倾向



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议

2022-2023 年居民消费和投资意愿疲软是拖累经济的核心因素，提振居民收入预期是关键。目前来看，居民存款增速放缓，但主要流向的是理财等资管产品，对消费拉动效应有限。同时，城镇居民可支配收入增速恢复较慢，因此我们认为经济复苏会是一个循序渐进的过程。行业方面，当前银行板块估值处于低位，后续业绩增长预期平稳，估值下行风险很小。若宏观经济持续恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，我们维持行业“超配”评级。

个股方面，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的银行。

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：

- 《海外银行镜鉴系列-泡沫破灭后，日本银行如何生存？》——2024-03-12
- 《银行理财 2024 年 3 月月报-保险资管借道收窄，理财配债意愿增强》——2024-03-06
- 《银行业 2024 年 3 月投资策略-业绩增长预期平稳，估值仍有修复空间》——2024-03-01
- 《2023 年监管数据点评-业绩平稳，关注板块“期权价值”》——2024-02-23
- 《银行理财 2024 年 2 月月报-收益“开门红”，规模小回落》——2024-02-05

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