

# 银行业专题

## 从资金运转理解社融和 M2 之差

超配

### 核心观点

**实体部门 2024 年 1-4 月资金运转核心结论：**资金运转结果表明实体部门目前信心仍不足，政策仍需进一步发力提振实体部门信心。居民部门，融资需求大幅回落，但居民存款仍保持高增长态势，虽然边际上有所缓解，但幅度有限，反映了居民消费和投资意愿依然不足。企业部门，手工补息被禁止带来企业存款流向理财等产品，但企业部门投资扩产的动力仍不强。手工补息等高息揽存行为被禁止后，监管套利带来的信贷虚增部分被“挤水分”，这有利于提高货币政策传导效果。

**实体部门 2024 年 1-4 月资金运转结果：**企业和居民合计获得资金约 12.09 万亿元，同比少增 2.35 万亿元。其中，银行投放贷款（包括核销和 ABS）约 9.45 万亿元，同比少增 1.81 万亿元；企业债券融资 1.17 万亿元，财政净支出投放资金 1.73 万亿元，同比变动不大；非标融资 2233 亿元，同比少增 1951 亿元；另外，结售汇途径回笼资金 4795 亿元，同比少增 4204 亿元。资金去向，1-4 月居民存款新增 6.71 万亿元，同比少增 1.98 万亿元；企业存款减少 1.76 万亿元，同比少增 4.70 万亿元；金融投资新增 6.65 万亿元，同比多增 4.29 万亿元；另外，未贴现银行承兑汇票（不涉及资金变动）新增 1014 亿元，同比少增 2327 亿元。

**从资金运转角度理解 4 月 M2 大幅下降：**4 月社融减少 720 亿元，M2（不包括货基）减少 4.03 万亿元，主要是银行向非银部门的信用投放减少。这也体现在 4 月大行买入返售金融资产规模的大幅压降，意味着中小银行或非银金融机构偿还了大量融入的资金。我们认为主要是手工补息被叫停后，部分存款流向了非银金融机构，资金充裕下主动偿还了融入资金，或许也考虑到当前债市交易难度加大而主动降低杠杆。另外，手工补息被叫停后，大行资金缺口压力增大，也会减少资金融出。因此，货币最终形式体现为实体部门存款的下降，非银存款保持相对稳定。另外，存款流向理财本身也会带来 M2 的下降，因为理财资金在一级市场购入利率债、二永债及同业存单等行为并不计入 M2。

**投资建议：**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，如常熟银行；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：**稳增长政策不及预期等带来经济复苏低于预期。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002142.SZ	宁波银行	买入	25.72	1,698	4.03	4.35	6.4	5.9
600036.SH	招商银行	买入	36.24	9,140	6.13	6.65	5.9	5.5
601128.SH	常熟银行	买入	5.37	105	1.08	1.22	5.0	4.4
601288.SH	农业银行	买入	8.93	245	1.42	1.67	6.3	5.3
601077.SH	渝农商行	增持	4.41	15,434	0.84	0.88	5.2	5.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业专题

#### 银行

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《银行业点评-普惠小微迈向量质齐增阶段》——2024-05-20
- 《读懂央行资产负债表》——2024-05-15
- 《银行理财 2024 年 5 月月报-规模高增，不惧赎回》——2024-05-07
- 《银行业 2024 年 5 月投资策略-工业企业偿债能力开始回升》——2024-05-05
- 《银行业 2023 年报&2024 年一季报综述-行业业绩有望筑底》——2024-05-02

## 内容目录

2024 年前 4 月实体部门资金运转结果 .....	4
实体信心仍不足，信贷虚增被“挤水分” .....	5
资金供给：居民和企业融资增速回落 .....	5
资金去向：金融投资大幅增加，但居民存款仍实现高增 .....	6
4 月 M2 降幅高于社融原因解析 .....	7
投资建议 .....	10
风险提示 .....	10

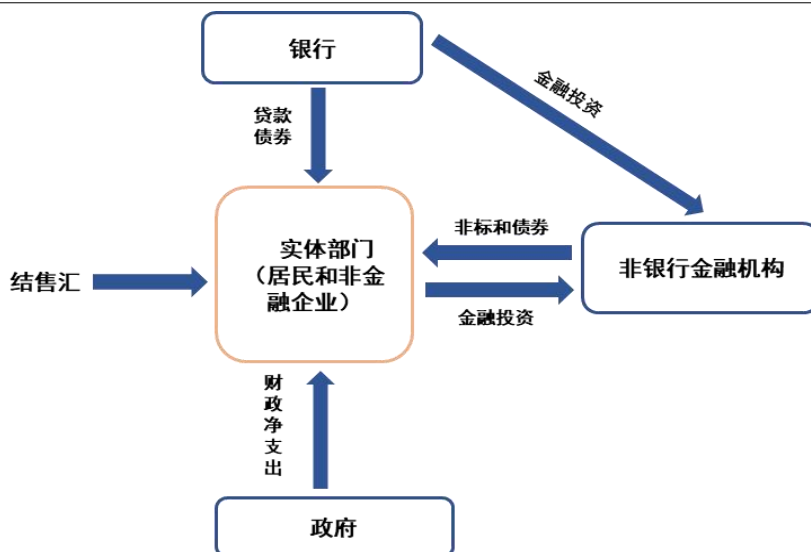
## 图表目录

图 1: 实体部门资金来源和去向 .....	4
图 2: 个人贷款和企业中长期融资增速下滑 .....	6
图 3: 企业债券增速仍处在低位 .....	6
图 4: 1-4 月居民累计新增贷款和存款规模 .....	6
图 5: 新增居民存款占新增资金来源的比重 .....	6
图 6: 理财产品存续规模 (万亿元) .....	7
图 7: M2 和社融增速 .....	7
图 8: 4 月新增 M2 和新增社融差异巨大 .....	7
图 9: M2 和社融的差异 .....	8
图 10: 货币的派生和流通 .....	9
表 1: 实体部门资金来源和运用 .....	5
表 2: 4 月各类经济活动对 M2 (不包括货基) 和社融增量的贡献 .....	9
表 3: 不同类型银行类各资金运用途径新增规模 .....	9

## 2024 年前 4 月实体部门资金运转结果

《实体部门资金运转系列专题》将实体部门（包括非金融企业和居民，为行文简洁，后文以企业指代非金融企业）的资金来源和资金去向结合分析，来全面考察实体部门的行为和预期等。因为单独考虑融资（只是资金来源之一）等少数金融数据，并不足以全面反映实体部门的济经行为。此外，避免季末数据扰动，我们一般考察 1-4 月累计数据，但今年 4 月叫停手工补息等非经常性因素给数据带来了比较大的扰动，因此我们结合累计数据和单月数据综合来分析。

图1: 实体部门资金来源和去向



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

2024 年 1-4 月全年实体部门资金来源和去向结果见表 1。资金来源上，1-4 月企业和居民合计获得资金约 12.09 万亿元，同比少增 2.35 万亿元。具体来看，银行投放贷款（包括核销和 ABS）约 9.45 万亿元，同比少增 1.81 万亿元；企业债券融资 1.17 万亿元，财政净支出投放资金 1.73 万亿元，同比变动不大；非标融资 2233 亿元，同比少增 1951 亿元；另外，结售汇途径回笼资金 4795 亿元，同比少增 4204 亿元。资金去向来看，1-4 月居民存款新增 6.71 万亿元，同比少增 1.98 万亿元；企业存款减少 1.76 万亿元，同比少增 4.70 万亿元；金融投资（轧差项）新增 6.65 万亿元，同比多增 4.29 万亿元。另外，未贴现银行承兑汇票（不涉及资金变动）新增 1014 亿元，同比少增 2327 亿元。

1-4 月实体部门资金运转结果反映了：（1）银行信贷投放力度同比有所下降，带来实体部门合计获得的资金规模同比少增，但财政净支出力度保持稳定；（2）实体部门增加了理财、债基等金融产品配置，金融投资规模大幅高增，即出现所谓的“存款搬家”。

4 月单月度来看，资金来源方面，当月居民和企业合计偿还资金 2363 亿元，同比多减 9745 亿元，对 1-4 月累计数据带来了较大冲击。其中，银行投放贷款（包括核销和 ABS）1902 亿元，同比少增 2601 亿元；企业债券融资 1707 亿元，同比少增 1233 亿元；财政净支出投放资金 888 亿元，同比基本稳定；结售汇回笼资金 2603 亿元，同比多减 2926 亿元。资金去向来看，居民存款减少 1.84 万亿元，同比多减 6433 亿元；企业存款减少 1.87 万亿元，同比多减 1.73 万亿元；金融投资

增加 4.42 万亿元，同比多增 1.35 亿元。另外，未贴现银行承兑汇票减少 4488 亿元，同比多减 3143 亿元。

4 月单月实体部门资金运转结果反映了，此前（尤其是上季度末）信贷虚增部分被挤水分；同时，企业存款减少，金融投资大幅增加，反映了企业存款流向了理财等金融产品。这与 4 月份手工补息被禁止息息相关，企业提取了协议存款等补息产品，转而投向了风险较低的现金类、固收类理财等金融产品。

表1: 实体部门资金来源和运用

	1-4 月累计			4 月单月		
	2022 年	2023 年	2024 年	2022 年	2023 年	2024 年
<b>资金来源:</b>						
实体部门贷款（包括核销和 ABS）	88,923	112,640	94,544	3,884	4,503	1,902
其中，居民贷款	10,430	14,689	8,134	-2,170	-2,411	-5,166
非金融企业贷款	76,549	96,727	86,309	5,786	6,842	8,515
核销和 ABS	1,944	1,224	101	268	72	-1,447
企业债券	16,850	11,597	11,687	3,652	2,940	1,707
非标	-3,611	4,184	2,233	-3,174	-1,143	-4,257
财政净支出	20,563	16,574	17,271	8,068	759	888
赚外汇	4,647	-591	-4,795	977	324	-2,603
<b>合计</b>	<b>127,372</b>	<b>144,404</b>	<b>120,940</b>	<b>13,407</b>	<b>7,383</b>	<b>-2,363</b>
<b>资金去向:</b>						
居民存款	71,159	86,907	67,142	-7,032	-11,986	-18,420
非金融企业存款	11,712	29,341	-17,632	-1,210	-1,408	-18,693
取现	4,801	1,198	3,866	485	313	100
金融投资（轧差项）	41,464	23,617	66,549	23,722	21,809	39,138
未贴现银行承兑汇票	-1,765	3,341	1,014	-2,557	-1,345	-4,488

资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

## 实体信心仍不足，信贷虚增被“挤水分”

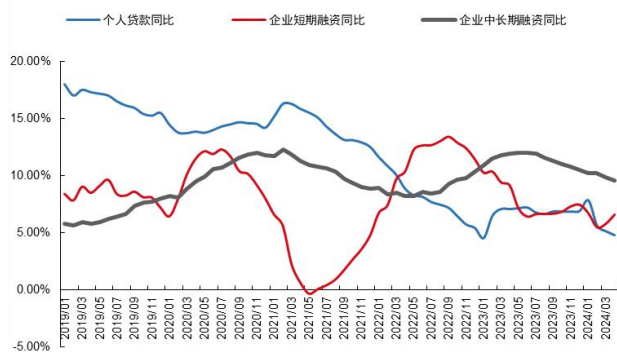
接下来我们将从货币资金来源和资金去向详细分析企业和居民两大部门的具体行为。分析中我们简单假设居民融资途径仅为银行贷款，其他融资途径都归于企业部门（报告中我们将企业和居民作为实体部门整体分析，因此不考虑企业和居民之间的资金转移行为）。

### 资金供给：居民和企业融资增速回落

2022-2023 年实体部门在政策支持下获得了大量充裕资金，但由于实体部门信心偏弱，资金循环效率下降，货币政策传导效果下降，实体经济复苏缓慢。同时，由于实体部门融资成本大幅下降至低位，资金套利行为增加，这也引发了政策当局的关注。因此，今年政策当局对于信贷投放的节奏以及规模都要求更趋向于市场化，即更符合实体部门真实的融资需求，所以个人贷款和企业中长期融资增速都有所回落。

居民部门，2 月以来居民贷款增速明显回落，预计提前还贷现象仍存在，居民加杠杆意愿处在低位。企业部门，企业贷款规模增速回落的情况下，企业债券融资意愿仍偏弱，反映了企业主动加杠杆动力不强。

图2: 个人贷款和企业中长期融资增速下滑



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 企业债券增速仍处在低位



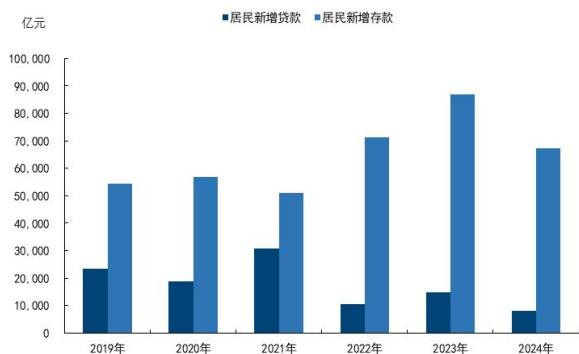
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 资金去向: 金融投资大幅增加, 但居民存款仍实现高增

居民部门, 居民存款高增态势边际缓解, 但幅度有限, 整体上仍维持了高增。居民融资端增速大幅回落, 但1-4月实体部门合计获得的12.09万亿元资金最终以居民存款形式持有的占到55.5%, 维持在较高水平, 这也体现了居民消费和投资意愿仍然疲弱。

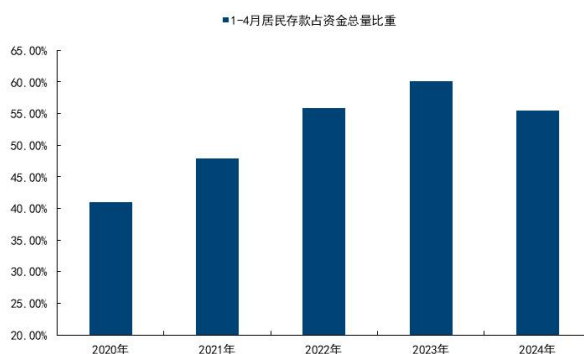
企业部门, 企业存款下降, 流向了理财等金融产品。企业存款下降, 我们认为一方面是企业增加了理财等金融产品的配置, 对应的金融投资规模大幅高增; 另一方面反映了资金套利行为得到了有效的监管, 企业融资规模有所下降。背后原因包括, 一季度债券利率不断下行, 理财、债基等产品收益率表现较好, 企业增配金融产品; 同时, 理财借壳保险通道被严监管以及手工补息被叫停进一步带来企业存款流向理财, 同时压缩了资金套利空间。年初以来理财产品规模也实现了不错的增长, 尤其是4月增长明显, 4月末理财产品余额为28.6万亿元, 5月以来该趋势延续。

图4: 1-4月居民累计新增贷款和存款规模



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 新增居民存款占新增资金来源的比重



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 理财产品存续规模 (万亿元)



资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截止 2024/5/21。

## 4 月 M2 降幅高于社融原因解析

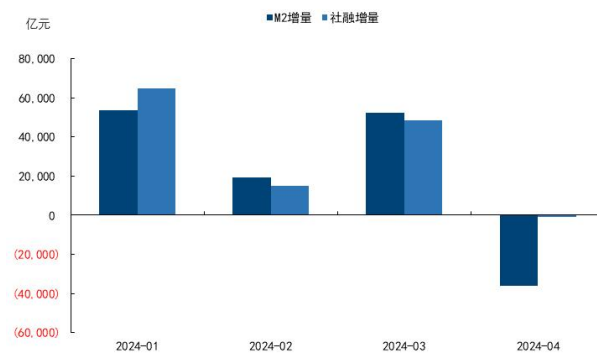
2024 年 4 月末 M2 同比增速 7.2%，社融同比增速是 8.3%，环比分别回落 1.1 个和 0.4 个百分点。增量角度，4 月 M2 减少 3.60 万亿元，剔除货基后减少了 4.03 万亿元；社融减少 720 亿元，即 1 月 M2（不包括货基）比社融多减 3.95 万亿元。

图7: M2 和社融增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 4 月新增 M2 和新增社融差异巨大

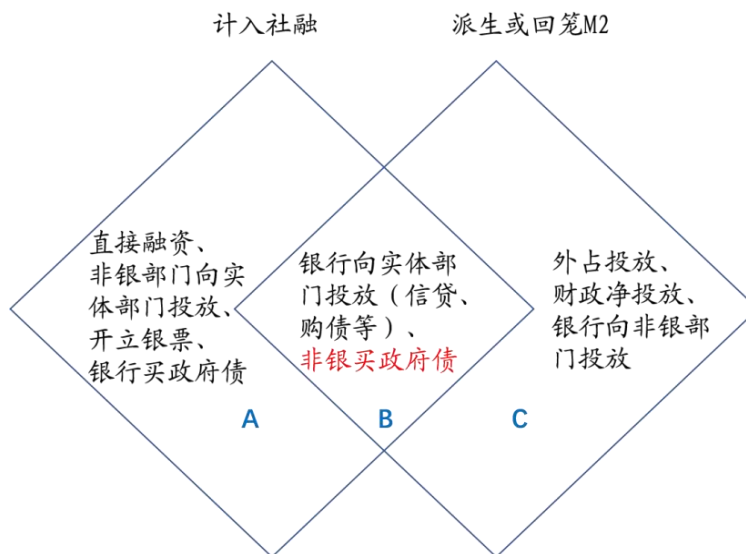


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: M2 为余额环比增加值, 社融为人民银行披露的增量数据。

要理解社融和 M2 增量差异的来源, 就需要理解各类经济活动如何影响社融和 M2。我们将影响社融和 M2 的经济活动归为三类 (图 9), B 部分是既计入社融又能派生 M2 的活动, A 部分是计入社融但不派生 M2 的, 而 C 部分是会派生 M2 但不计入社融。值得注意的是, 2018 年 1 月, 人民银行调整了货币基金的统计方法, 用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款 (含存单), 意味着非银金融机构也可以创造货币。但 M2 派生渠道分析中我们暂时不考虑该因素, 因此

图中的 M2 指的是剔除了货基部分的广义货币。

图9: M2 和社融的差异



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 非银金融机构或实体部门在一级市场购买政府债, 会计入社融, 但会回笼 M2 (图中红字部分), 但这个量很少, 政府债券一级市场参与者主要是银行, 因此后面的讨论忽略该行为, 即假设一级市场政府债券全由银行购买。(2) 图中的 M2 指的是剔除了货基的广义货币。

社融和 M2 (不包括货基) 的差异, 主要来自于 A、C 两个部分。根据各类经济活动对 M2 和社融增量的贡献结果来看 (表 2), 今年 4 月 M2 大幅下降主要是银行投向非银金融机构的资金出现了明显的压缩。具体投放方式方面, 4 月非银贷款新增 2607 亿元, 那么则意味着 4 月银行投向非银的非信贷资金出现了明显的压缩, 这也体现在 4 月大型银行的买入返售资产出现了大幅下降。

买入返售业务是同业业务的重要表现形式之一, 是指两家金融机构之间按照协议约定先买入金融资产, 再按约定价格于到期日将该项金融资产返售的资金融通行为。市场上主要是中小银行和非银金融机构采用该方法向大型银行融入资金, 因此大型银行买入返售资产大幅下降意味着中小银行或非银金融机构偿还了大量融入资金。我们认为主要是手工补息被叫停后, 部分存款流向了非银金融机构, 非银金融机构资金充裕主动偿还了融入的资金, 或许也考虑到当前债市交易难度加大而主动降低杠杆。另外, 手工补息被叫停后, 大型银行资金缺口压力增大, 因此预计大型银行也会减少资金融出。

另外, 由于银行投向非银部分是轧差项, 因此这里除了体现非银金融机构的信用扩张外, 像存款流向理财或者理财产品回表等因素对 M2 的影响也会体现在这个科目。结合 4 月份实际情况, 存款流向理财现象比较明显, 也会带来 M2 的下降, 因为理财资金在一级市场购入利率债、银行发行的二永债及同业存单等行为也会回笼非银存款, 从而降低 M2。



表2: 4月各类经济活动对M2(不包括货基)和社融增量的贡献

A部分:	4月变动 (亿元)	B部分:	4月变动 (亿元)	C部分:	4月变动 (亿元)
股票融资	186	银行投向实体贷款(包括ABS和核销)	1,902	外汇投放	-231
企业债券(剔除银行自营购买部分)	1,099	银行自营购买企业债券(一级市场)	608	财政净支出	888
政府债券	-937			银行投向非银部分(轧差项)	-43,427
未贴现银行承兑汇票	-4,488				
非银投向实体部门部分(轧差项)	910				
合计	-3,230	合计	2,510	合计	-42,771

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 忽略银行在二级市场购买企业债券的行为, 假设银行企业债均在一级市场购买。(2) 假设一级市场政府债券全由银行购买。

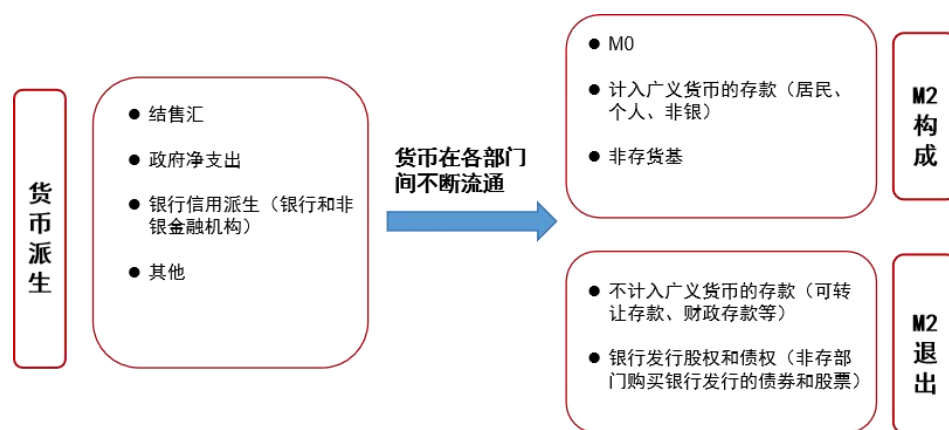
表3: 不同类型银行类各资金运用途径新增规模

单位: 亿元	全国大型银行	全国中小银行
各项贷款	4,562	4,466
债券投资	-2,110	977
股权及其他投资	350	5,103
买入返售资产	-34,654	-2,919
存放中央银行存款	-4,426	-4,539
银行业存款类金融机构往来(运用方)	-522	-1,453
人民币: 资金运用总计	-36,798	1,636

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

但从M2构成来看, 4月M0新增100亿元, 实体部门计入广义货币的存款减少了3.86万亿元, 非银存款减少了1744亿元。因此, 最终结果体现为, 从货币派生渠道来看, M2下滑主要是非银金融部门信用扩张出现了大幅下降, 但最终持有形式却体现为实体部门存款的下降, 这反映了资金运转过程中存款流向了理财。

图10: 货币的派生和流通



资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

1-4月资金运转结果表明实体部门目前信心仍不足，政策仍需进一步发力提振实体部门信心。居民部门，融资需求大幅回落，但居民存款仍保持高增长态势，虽然边际上有所缓解，但幅度有限，反映了居民消费和投资意愿依然疲软。企业部门，手工补息被禁止带来企业存款流向理财等产品，但企业部门投资扩张的动力仍不强。但手工补息等高息揽存行为被禁止后，信贷虚增部分被挤出，资金空转套利现象缓解，这有利于提高货币政策传导效果。同时，从近期房地产相关政策等来看，预计稳增长防风险仍是主线，我们判断市场对于政策和经济的预期会朝着有利方向变化。

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，如常熟银行；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

若稳增长力度较弱带来宏观经济复苏不及预期，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行导致不良贷款增加等。

# 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.CSI）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