



为什么 M1 底部出现

——金融高频数据周报（2024 年 7 月 8 日-7 月 12 日）

2024 年 7 月 14 日

- 6 月 M1 同比增长-5%（前值-4.2%），低于我们-4.4%的预测。但低于预期的数据并没有打破我们对 M1 趋势的判断，6 月 M1 增速虽然环比继续下行，但下行速度已减慢，-5%的水平大概率是年内低点，M1 增速下半年将呈现逐月上行，我们预测全年增速约在-1.6%。M2 与 M1 的剪刀差将在四季度出现较明显的收窄。我们对于 M1 上行趋势的判断主要基于三个支撑：1、禁止手工贴息的影响高峰已过；2、地产销售将在下半年逐步回暖；3、财政逆周期发力带动企业预期改善。
- **本轮 M1 下行压力来自企业活期存款的下行，企业活期存款受到来自中短期和短期的双重影响。**从中期来看，企业预期偏弱，资金活化程度偏低。房地产下行周期销售下行，居民投资、消费意愿较弱，带来居民存款回流企业不畅。从短期来看，4 月开启禁止“手工贴息”，前期贴息对象多为企业活期存款，企业活期存款的流失对 M1 构成短期冲击。
- **禁止手工贴息的影响高峰已过，未来逐渐消散。**存款下行压力较大时，银行往往采取两种方式维持资产负债平衡：负债端发行同业存单稳定负债，资产端减少资金融出。从高频数据来看，银行存款流失的情况有所缓解，量和价两个维度的指标可以相互佐证。

数量维度可以观察三个指标。其一，从存款规模来看，4 月到 6 月，企业当月新增活期存款与过去三年均值的差值分别为-2 万亿元、-1.2 万亿元、-0.6 万亿元；非银行业金融机构存款与过去三年均值的差值分别为-8265 亿元、7060 亿元、2111 亿元，两个差值都在逐月缩小。其二，6 月银行同业存单的发行数量和净融资环比显著回落，说明维稳负债端的压力有所缓解，5 月同业存单的发行量达 3.2 万亿元，净融资额 7124 亿元，均是近两年内最高值，但 6 月净融资额已下降至 2744 亿元。其三，国有商业银行质押式回购数量在 4 月、5 月快速缩减，分别为 58 万亿元、42 万亿元，但 6 月已回升至 45 万亿元。

从价格维度来看，可以观察 R007 与 DR007 的利差。通常流动性会有分层现象，今年 1 季度 R007 与 DR007 的日均利差为 26BP。4 月开始存款流向理财，非银资金相对充裕，带来两者利差的迅速收窄，4 月、5 月日均利差分别为 9BP、3BP，甚至个别时间出现倒挂。6 月出现明显变化，日均利差已上升至 9BP，且未出现倒挂。量和价两个维度均得出禁止手工贴息的影响高峰已过，6 月已出现改善迹象，下半年影响也将逐渐消散。

- **地产销售的逐步回暖将加速居民存款回流企业。**居民购买一手住房，是居民存款回流企业的重要途径，对 M1 的增速有重要影响。6 月居民中长贷环比出现明显改善，30 大中城市商品房销售面积跌幅明显收窄，百强房企 6 月份单月销售总额同比、环比均较 5 月份有所好转。值得关注的是，二手房销售数据在 6 月出现明显回暖。全国二手房出售挂牌量指数上行，深圳和北京二手房成交套数分别创 38 个月和 15 个月新高。二手房销售回暖对一手房有一定带动作用，也可以拉动家电家具等地产后周期消费，加速居民存款回流企业。房地产供需两侧支持政策效果正在逐步显现，未来政策也有可能进一步加码。在此

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

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. 美联储紧缩周期超预期加长的风险

背景下我们预计下半年房地产销售增速将稳步上行,是拉动 M1 上行的重要力量。

- **财政逆周期发力带动企业预期改善。**二季度政府债券的发行明显提速,三季度将迎来供给高峰。如果出现经济增长不及预期,可能出现土地收入和税收收入不及预期,财政可能在四季度的债券发行“空窗期”选择加码,增发超长期特别国债是选项之一。政府项目投资将逐步带动企业投资意愿走强。化债的速度有可能在近期加快,资金将更多流向企业。同时,价格的回升也将带动企业盈利预期的改善。
- **本周市场观察 (2024 年 7 月 8 日-7 月 12 日) :**

公开市场操作: 本周公开市场无净投放, 投放与回笼数量相等。

货币市场利率小幅回落: SHIBOR007 和 DR007 分别收于 1.8010% (-1BP)、1.8047% (-0BP)。GC007 收于 1.8300% (-5BP)。R007 收于 1.8346% (-2BP), 与 DR007 利差 3BP。

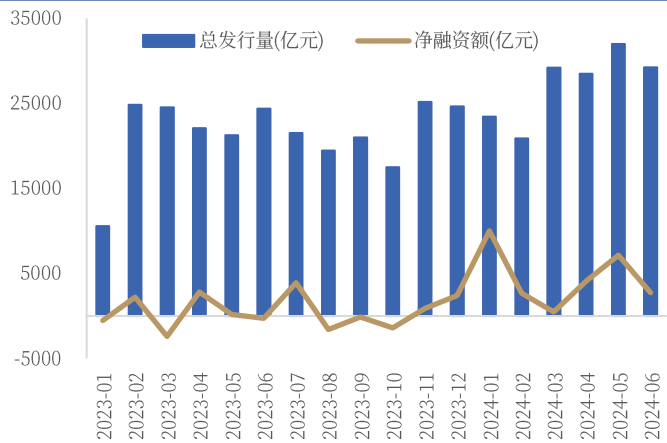
银行间质押式回购日均成交量快速上升: 从上周的约 6.6 万亿上升至约 7 万亿。

长债收益率小幅下行: 30 年中债国债收益率收于 2.4921% (-2BP); 10 年期收于 2.2604% (-2BP); 1 年期收于 1.5390% (+1BP)。

同业存单发行利率结束下行, 转为上行: 1 年期国有银行同业存单发行利率收于 1.97% (+3BP)。

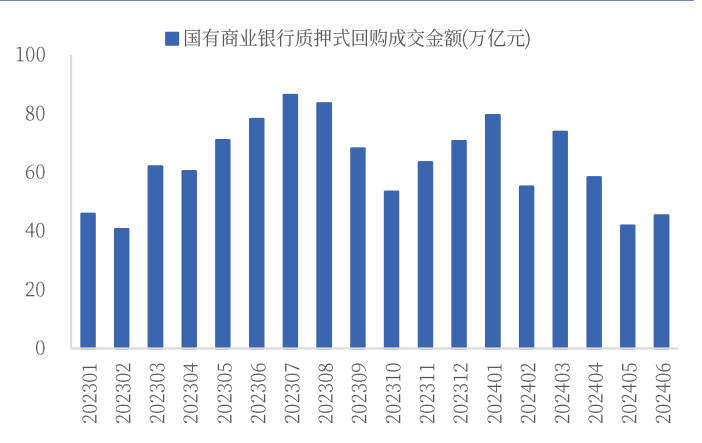
美元指数继续回落, 收于 104, 非美货币升值: 人民币即期汇率升值 0.12%, 收于 7.2585 (-89pips), 日元+1.85%、韩元+0.05%、欧元+0.61%、加元+0.02%、澳元+0.56%、英镑+1.33%。

图1: 同业存单月度发行量和净融资额



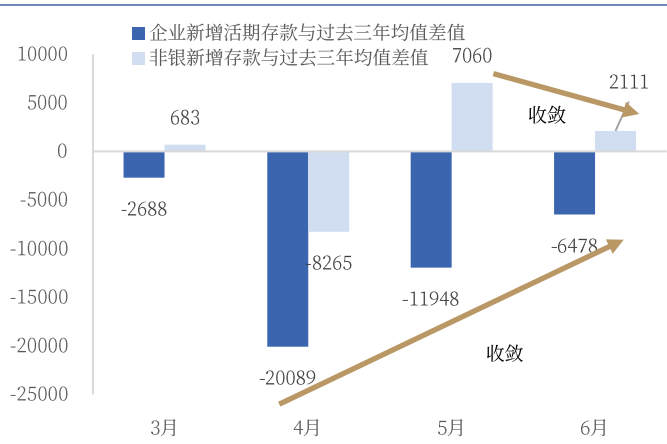
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 国有商业银行质押式回购成交金额



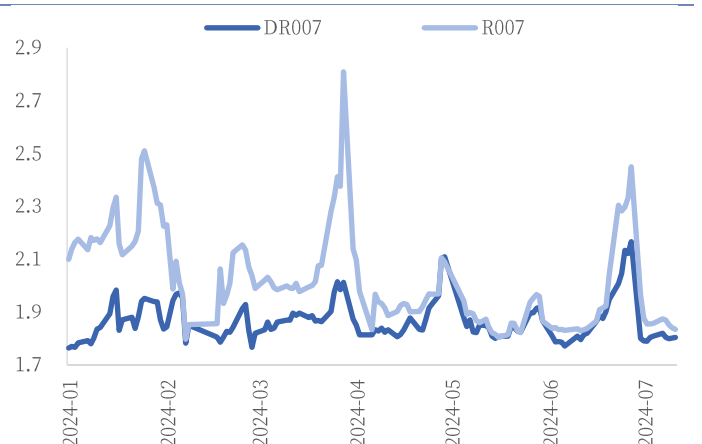
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 企业新增活期存款、非银新增存款与过去三年均值差值 (亿元)



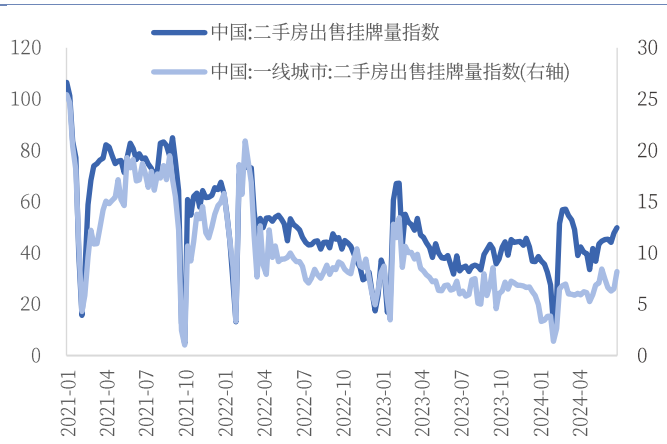
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: R007 与 DR007 利差在逐渐扩大 (%)



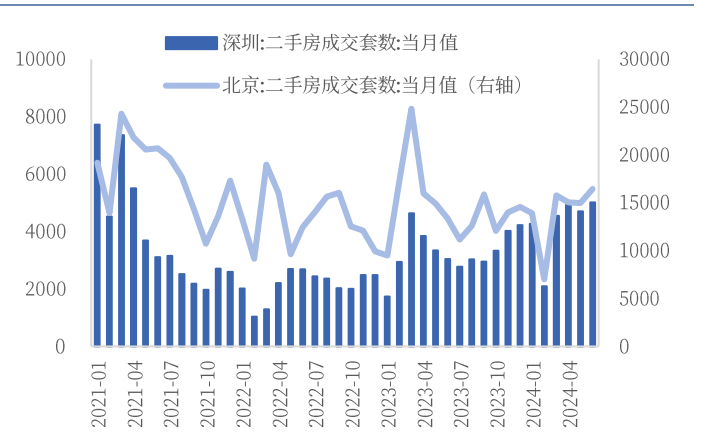
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 二手房挂牌量指数



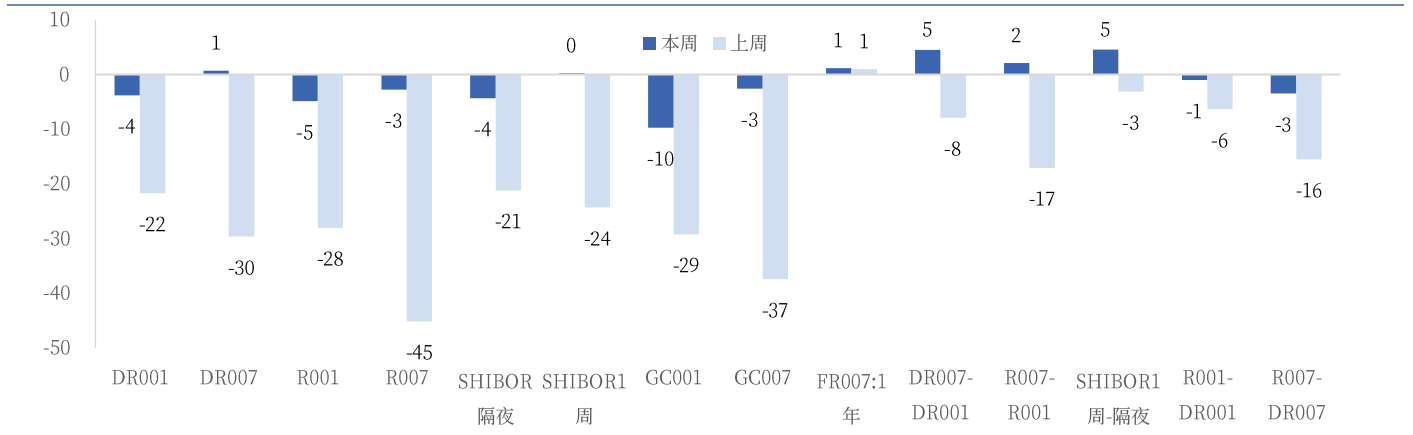
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 深圳和北京二手房成交套数 (套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

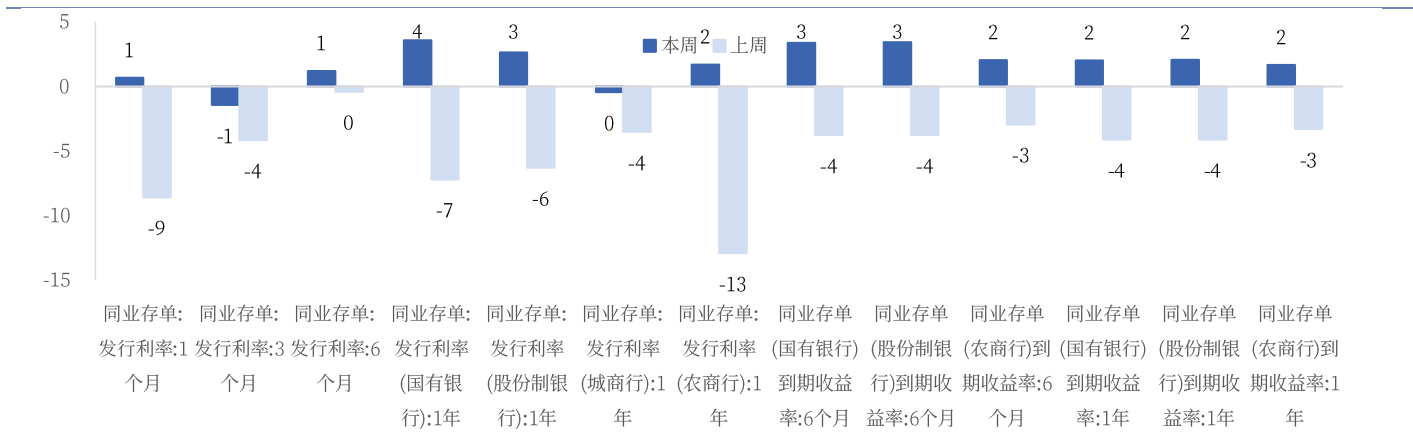
图7: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本周: 7月8日-7月12日, 上周: 7月1日-7月5日, 上上周: 6月24日-6月28日

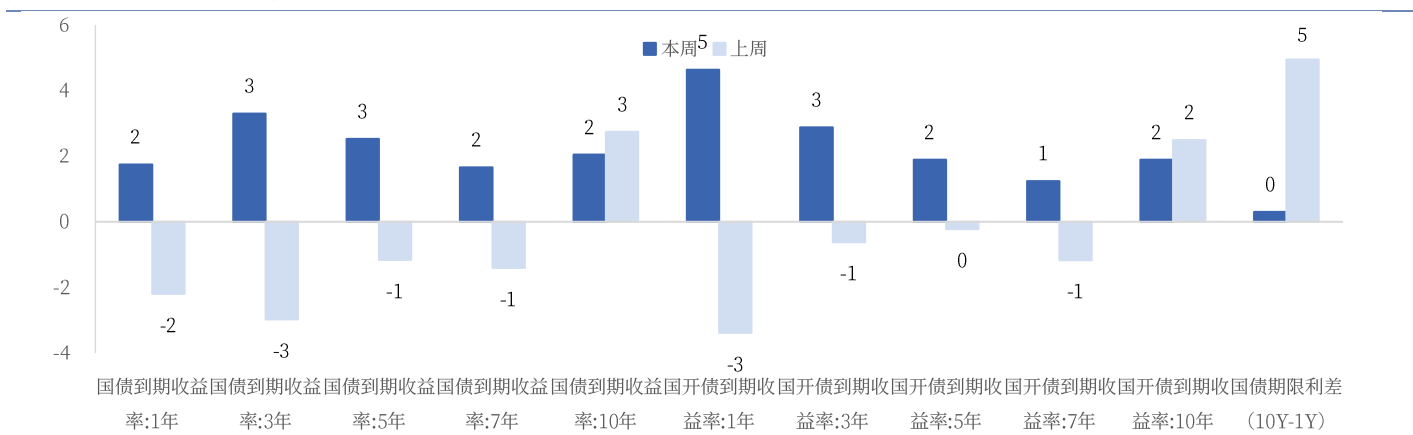
图8: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本周: 7月8日-7月12日, 上周: 7月1日-7月5日, 上上周: 6月24日-6月28日

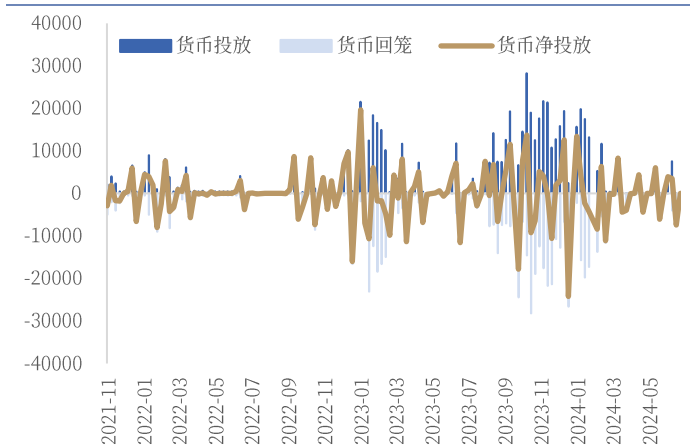
图9: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

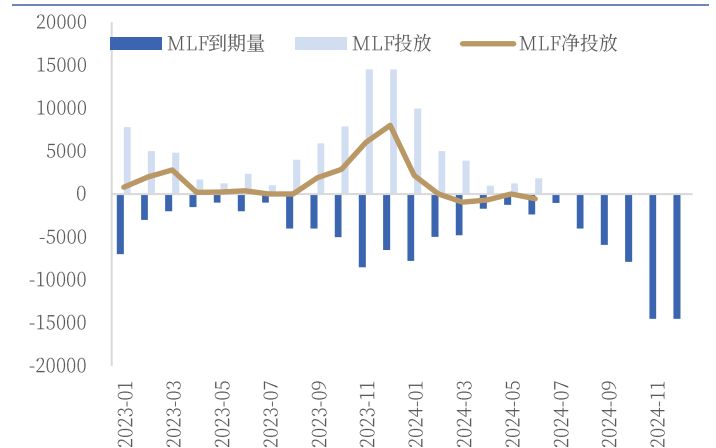
本周: 7月8日-7月12日, 上周: 7月1日-7月5日, 上上周: 6月24日-6月28日

图10: 央行公开市场净回笼0亿元(仅逆回购) (亿元)



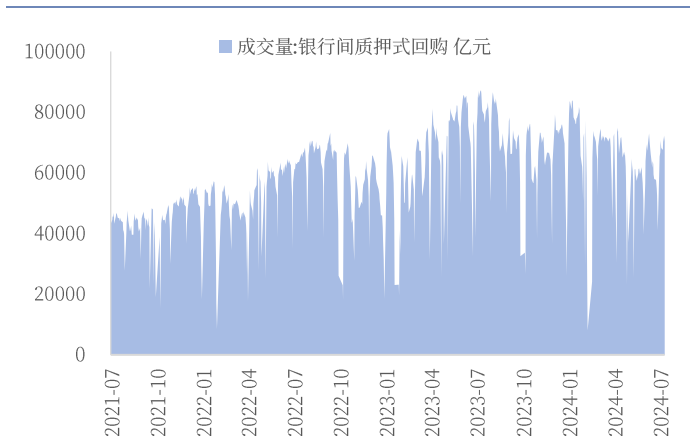
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 7月MLF到期量1030亿元(亿元)



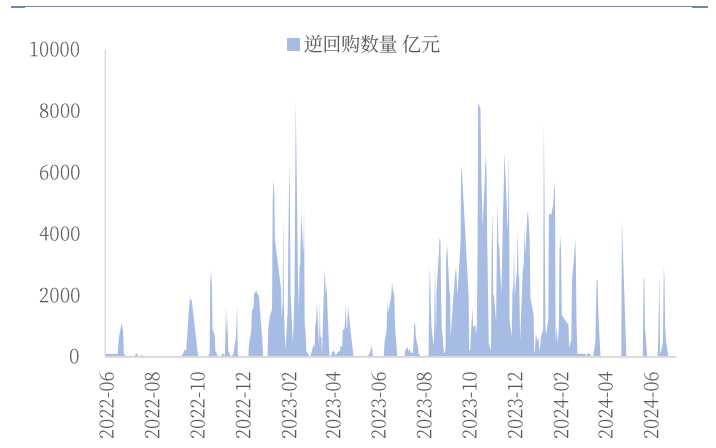
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 银行间质押式回购日均成交量上升至7万亿



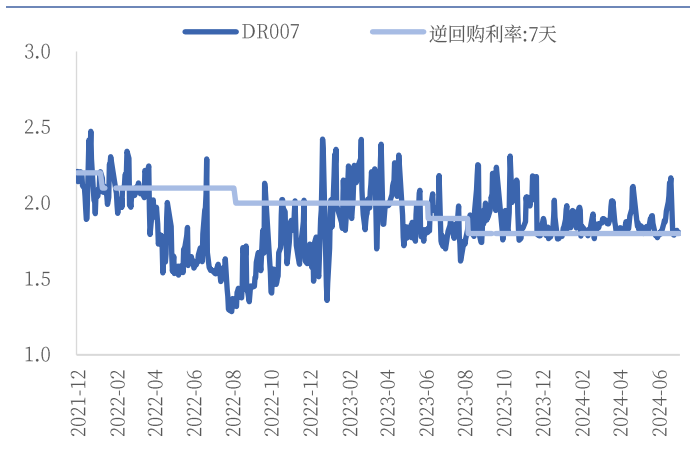
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 7天+14天逆回购规模本周合计100亿



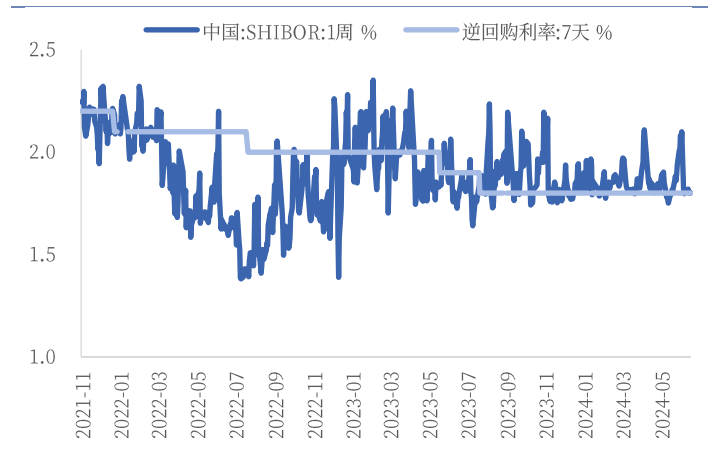
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: DR007 回落至1.8047% (%)



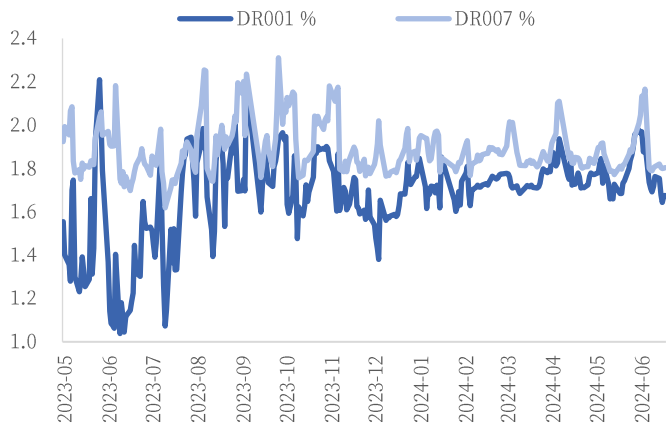
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: SHIBOR007 回落至1.8010%



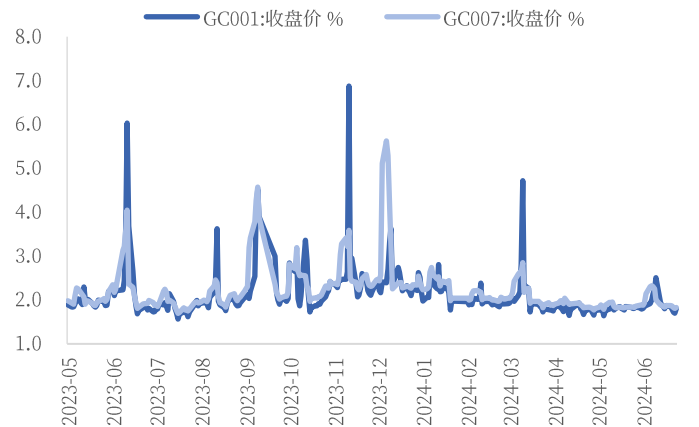
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: DR007 与 DR001 利差上行至 13BP



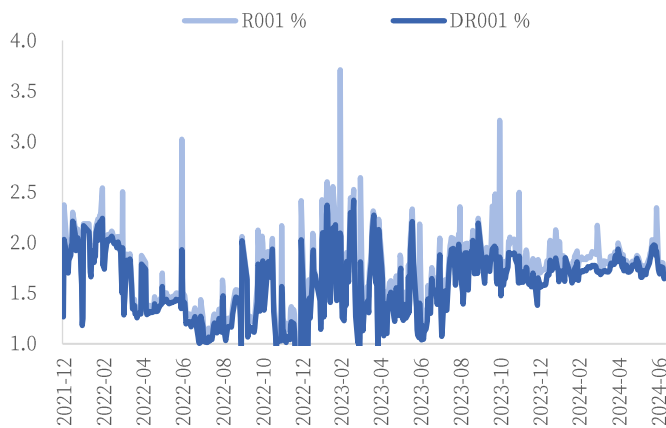
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 上证所国债回购利率



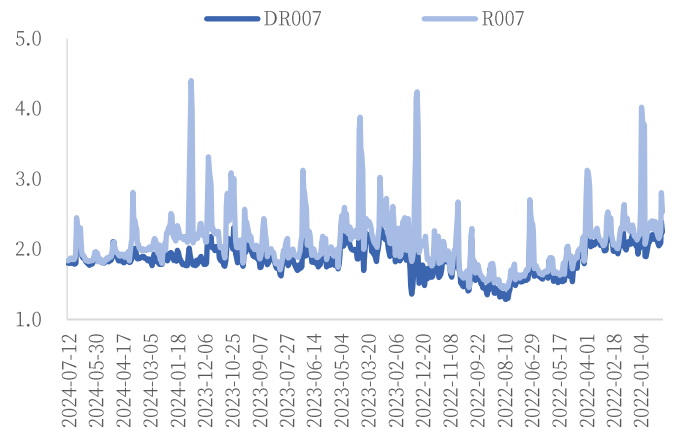
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: R001 和 DR001 利差保持在 4BP



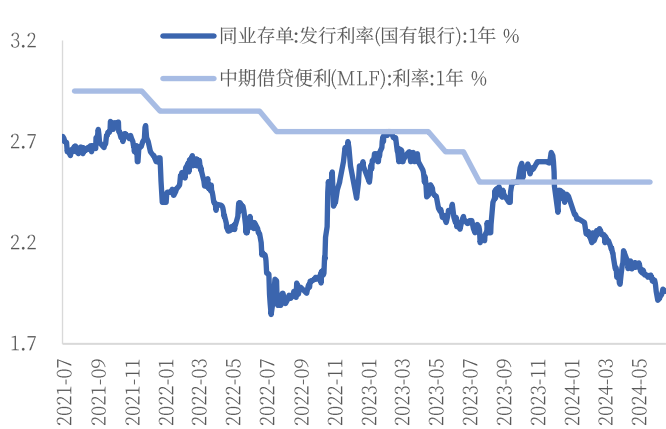
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: R007 和 DR007 利差回落至 3BP (%)



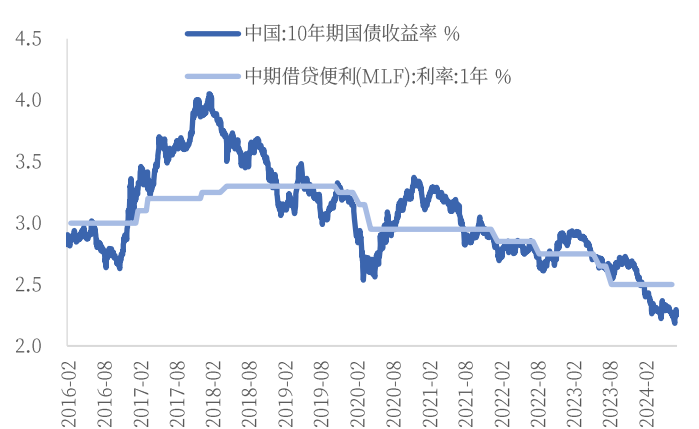
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 同业存单发行利率与 MLF 利率



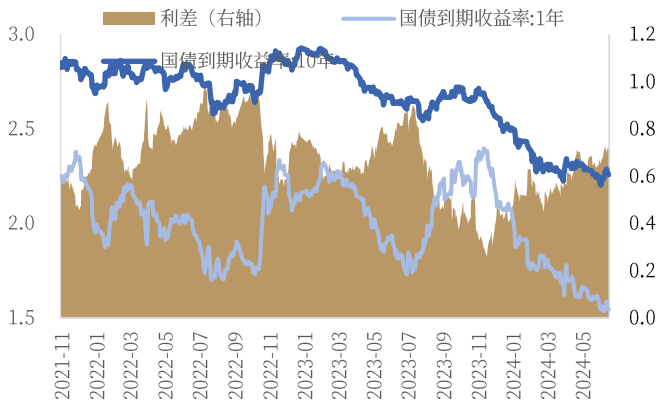
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 10 年期国债收益率与 MLF 利率



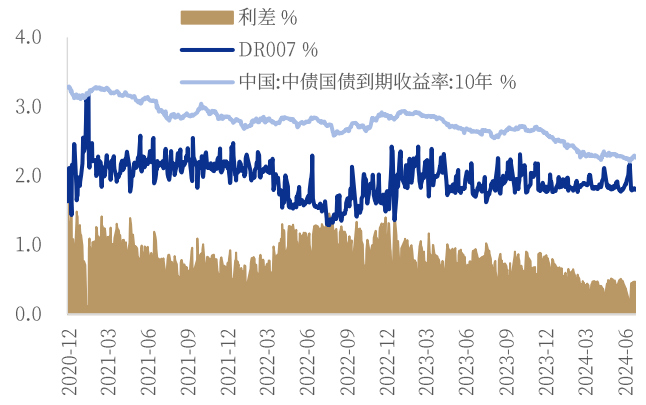
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 国债收益率期限利差缩小至 71BP (%)



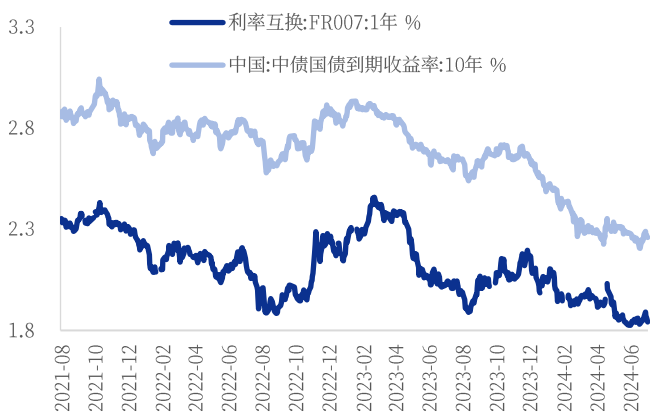
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 10年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 46BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 1年期 FR007 利率与 10年国债收益率利差扩张至 41BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 一年期 FR007 下行至 1.8421%



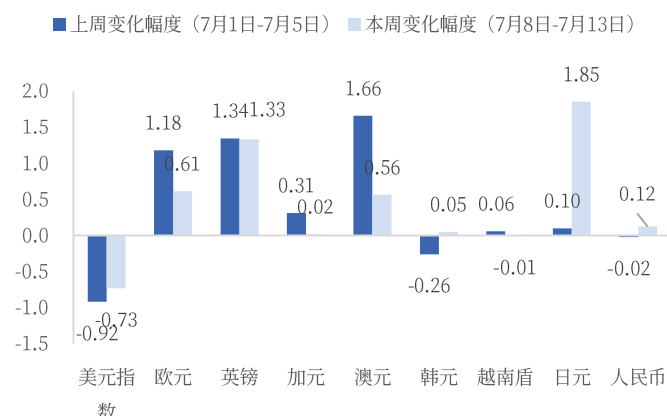
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 美元指数下行至 104



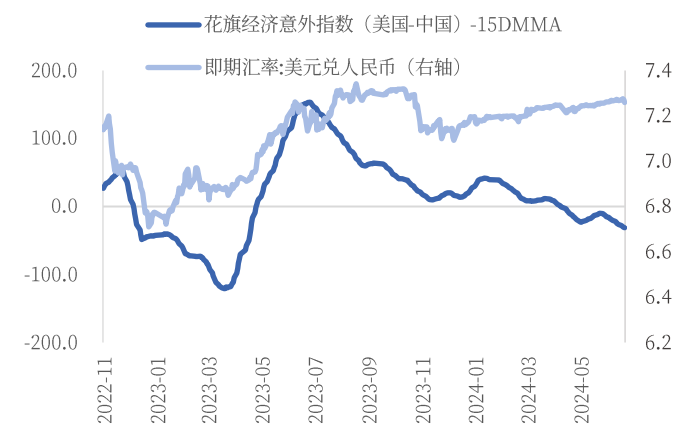
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 非美货币 (%)



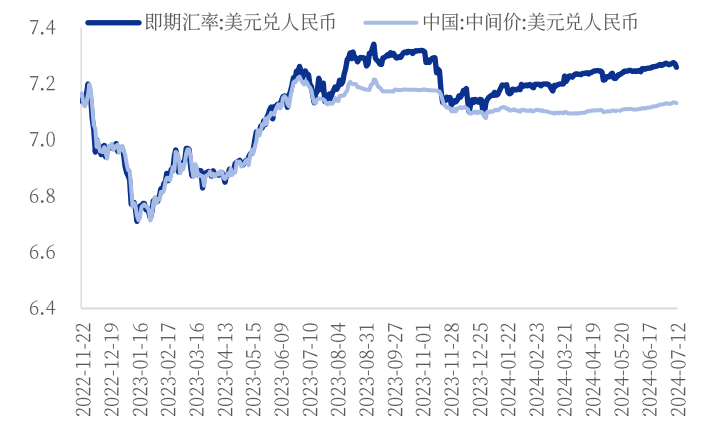
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 花旗经济意外指数下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 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

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. 美联储紧缩周期超预期加长的风险

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，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn