

银行业专题

从货币派生源头构建货币总量（M2+）观测指标

优于大势

核心观点

2022年以来M2增速大幅波动。2022-2023年M2与社融增速阶段性背离，“社融-M2”增速剪刀差甚至倒挂。2024年社融和M2增速明显回落，2022年以来“社融-M2”增速剪刀差与十年期国债收益率相关性也消失。

从货币派生和货币流通视角构建M2和社融增量差异分析框架。我们将影响社融和M2的经济行为划分为三类，（1）同时影响M2和社融：银行向实体部门信用扩张，银行向非银部门投放进入实体部门。（2）只影响社融：股票、债券和表外融资（不包括银行间接持有部分），开立银票，政府债券（假设一级市场全由银行购买）。（3）只影响M2：银行向非银部门投放不进入实体部门，财政净支出，银行买卖外汇，非存贷基及其他派生途径。另外，货币派生出来后在各部门之间流通时，不仅会改变M2结构，有的行为还会带来M2的退出。比如居民拿存款购买理财，理财全部在一级市场购买银行发行的同业存单，则M2会减少。

货币流行为变化是影响此轮M2剧烈波动的重要因素，部分解释了“社融-M2”增速剪刀差与利率相关性为什么消失。2022-2023年上半年广义资管产品回表，推高M2，但回表后债券配置力量减弱，债市利率难以下行。相对应的，2023年下半年以来存款流向广义资管产品，尤其是2024年手工补息被禁止后，存款流向广义资管产品现象加剧，拉低M2，但债券配置需求增加，债市利率下行。另外，财政因素也对此轮社融和M2带来一定扰动：2022年财政净支出规模大，推高M2；2023年政府债券集中下半年发行，加上四季度特别国债发行，带来下半年社融增速小幅上行；2024年上半年政府债券发行和财政支出力度都偏弱，对M2和社融形成拖累。

从货币派生源头构建货币供给总量（M2+）观测指标，消除货币流行为对M2的影响，但M2和M2+都忽略了结构因素对经济 and 利率的影响。总体而言，伴随广义资管产品快速发展且波动加大，M2已不能很好的代表货币总供给。我们构建的M2+增速和M2增速走势基本同步，但M2+波动幅度明显下降。

投资建议：短期高股息策略继续占优，中长期重视绩优股。美联储政策转向渐进，我国逆周期政策空间充足，加上2024年上半年财政力度较弱，预计下半年社融增速企稳，经济复苏预期改善。当前银行板块估值仍处于低位，2024年或是此轮业绩下行周期尾声，维持行业“优于大势”评级。个股方面，短期高股息策略继续占优；同时，建议关注业绩反转确定性较高且成长性较好的个股，如常熟银行、瑞丰银行、宁波银行和招商银行。

风险提示：经济复苏不及预期，不良暴露和净息差下行拖累业绩。

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
601128.SH	常熟银行	优于大势	7.02	212	1.42	1.67	4.9	4.2
002142.SZ	宁波银行	优于大势	20.96	1,384	4.03	4.35	5.2	4.8
601528.SH	瑞丰银行	优于大势	4.78	94	0.99	1.11	4.8	4.3
600036.SH	招商银行	优于大势	31.70	7,995	6.13	6.65	5.2	4.8
601288.SH	农业银行	优于大势	4.57	15,994	0.78	0.81	5.9	5.6

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

优于大势 · 维持

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

联系人：刘睿玲 021-60375484
liuruilin@guosen.com.cn

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

- 《TLAC非资本债发行点评-有助于优化大行资本结构，提升盈利能力》——2024-08-01
- 《规模站稳30万亿元之后——2024年上半年银行理财半年报点评》——2024-07-31
- 《银行理财2024年7月月报-存款搬家近尾声，大行蓄力更明显》——2024-07-07
- 《银行业专题-2024年或是此轮业绩下行周期尾声》——2024-06-29
- 《银行理财2024年6月月报-手工补息整顿，理财喜忧皆现》——2024-06-06

内容目录

核心结论	4
2022 年以来 M2 和社融的背离与波动	4
从货币创造和流通来理解 M2	5
社融和 M2 背离分析框架	7
2022 年以来社融和 M2 差异来源	10
社融和 M2 增量差异数据拆解分析	10
货币流通和二级投资行为对 M2 的影响	11
政府债券和财政净支出的差异	14
从货币派生源头构建广义货币 M2+ 指标	15
货币流通行为对 M2 影响扩大	15
从货币创造源头构建广义货币 M2+	16
投资建议	16
风险提示	17

图表目录

图 1: 社融和 M2 增速走势	5
图 2: 社融和 M2 增速差与十年期国债收益率走势	5
图 3: M2 构成	6
图 4: 各因素对 M2 增速的贡献	6
图 5: 货币的派生和流通	6
图 6: 居民购买理财, 理财在一级市场购买同业存单对应的银行资产负债变化	7
图 7: 社融和 M2 增量差 (单季度)	8
图 8: 各类经济行为对 M2 和社融的影响	9
图 9: 各类经济行为对 M2 和社融的影响 (简化)	10
图 10: 理财资金不同配置行为对银行资产负债表的影响	12
图 11: 2022-2023 年理财资金回表明显	13
图 12: 理财资金资产配置结构	13
图 13: 大银行放贷、小银行买债对社融和 M2 的影响	13
图 14: 银行对非银金融机构债权规模同比增速	14
图 15: 政府债券和财政净支出	15
图 16: 2022 年财政收入下降	15
图 17: 政府债券发行节奏	15
图 18: 财政净支出节奏	15
图 19: 从货币创造构建广义货币 M2+	16
图 20: 社融与 M2+ 增速差与十年期国债收益率相关性	16
表 1: M2 派生途径拆解	7
表 2: 2021 年以来新增社融和 M2 差异数据拆分 (半年度)	10

核心结论

社融和 M2 增速长期趋势大致保持一致，且社融增速往往高于 M2 增速。但 2022 年以来 M2 增速出现剧烈波动，与社融增速出现阶段性背离，2022-2023 年“社融-M2”增速剪刀差甚至出现倒挂，2024 年以来剪刀差转正，但社融和 M2 增速都大幅下行。期间“社融-M2”增速剪刀差与十年期国债收益率相关性也消失。

报告从货币派生和货币流通视角构建了 M2 和社融增量差异来源的分析框架。分析结果显示，货币流行为变化是带来此轮 M2 剧烈波动的重要因素。2022 年至 2023 年上半年广义资管产品回表后，M2 高增，但资管产品回表后债券配置需求减弱，债市利率难以下行。相对应的，2023 年下半年存款流向广义资管产品后，M2 下降，但债券配置需求增加，债市利率下行。由于 2022 年以来居民申赎广义资管产品对 M2 的影响较往年明显放大，因此“社融-M2”增速剪刀差与十年期国债收益率相关度下降。

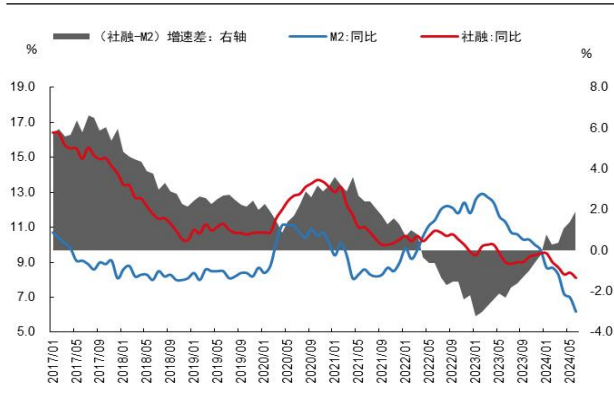
总体而言，伴随广义资管产品快速发展且波动加大，M2 已不能很好的代表货币总供给。我们从货币创造源头构建了广义货币供给 M2+观测指标，整体上，M2 增速与构建的 M2+增速走势基本同步，但 2022 年以来 M2+增速波动幅度明显下降，因为 M2+指标消除了货币流行为对 M2 总量的影响。但 M2 和 M2+指标都忽略了结构因素对经济和利率的影响。

2022 年以来 M2 和社融的背离与波动

2022 年以来 M2 增速剧烈波动，且常与社融增速出现背离，2022-2023 年“社融-M2”增速剪刀差甚至出现倒挂。金融数据一直是市场关注的焦点，其中社融和 M2 是最受关注的总量指标。从基础概念看，社融规模是指实体经济从金融体系获得的资金量，M2 是指广义货币的供应量，在我国间接融资为主的经济体中，在大部分情况下两者为一体两面，互为因果，这也是 M2 和社融增速走势长期大致保持一致的原因。2017-2021 年数据也显示出了两者的一致性，并且社融增速往往高于 M2 增速（因为部分社融项目不派生 M2）。但 2022 年之后社融和 M2 增速却阶段性出现了明显背离，其中 M2 波动性明显加大。具体来看，2022-2023 年上半年 M2 增速大幅提升，但之后又出现快速回落，该阶段社融增速则呈现小幅下行态势。绝对水平来看，2022-2023 年“社融-M2”增速剪刀差出现了明显倒挂，即 M2 增速高于社融增速。2024 年初以来“社融-M2”增速剪刀差转正，但社融和 M2 增速都出现大幅下降，不过 M2 增速降幅更大。

2022 年以来“社融-M2”增速剪刀差与十年期国债收益率相关性失效。市场常常通过观测社融和 M2 走势来判断当前经济和货币环境，并预判未来政策走向。一般而言，社融代表了实体部门的融资总量，M2 代表了广义货币供给总量。因此，“社融-M2”增速剪刀差反映了实体部门融资缺口，缺口扩大表明实体部门的实际融资总量高于货币总量，金融市场流动性偏紧，利率一般会上行；缺口下降则代表金融市场流动性宽松，利率一般会下行。2017-2021 年“社融-M2”增速剪刀差确实与十年期国债收益率呈现明显的正相关性，但 2022 年之后两者相关性失效。2022-2023 年上半年“社融-M2”增速剪刀差大幅下降且出现倒挂，但该阶段十年期国债收益率基本保持稳定。2023 年下半年以来“社融-M2”增速剪刀差趋势上行且在 2024 年恢复正增长，但该阶段十年期国债收益率且大幅下行。

图1: 社融和 M2 增速走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 社融和 M2 增速差与十年期国债收益率走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

本报告主要聚焦 M2 和社融差异的来源, 以此来解释为什么 2022 年以来 M2 和社融增速走势会出现明显背离, 以及为什么“社融-M2”增速剪刀差和十年期国债收益率相关性会消失。由于 M2 统计流通中的现金和银行存款, 是货币创造和流通后最终存在的一种形式, 也就是说各种经济行为发生后的最终结果, 社融统计的是实体部门的各种融资渠道。因此, 为了理解不同经济行为对社融和 M2 影响的差异, 首先需要把 M2 拆解为各类经济行为对其的影响。

从货币创造和流通来理解 M2

从 M2 指标构成来看, 主要包括流通中的现金以及银行存款。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), 这意味着非银金融机构 (货币基金) 也可以创造货币。

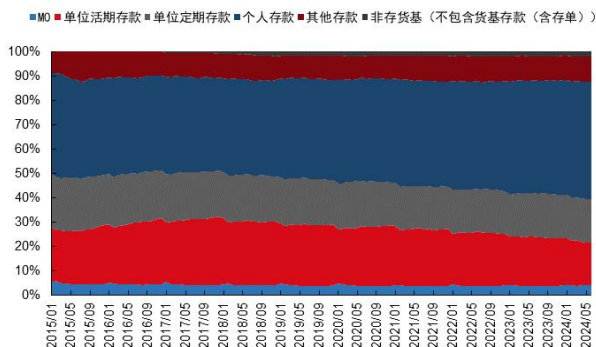
$M2 = M1 (M0 + \text{企业活期存款}) + \text{准货币} (\text{企业定期存款} + \text{居民储蓄存款} + \text{其他存款} + \text{非存货基})$

考虑到其他存款性公司披露的纳入广义货币的其他存款是包含了货基存款 (含存单), 因此 M2 构成改为:

$M2 = M1 (M0 + \text{企业活期存款}) + \text{准货币} [\text{企业定期存款} + \text{居民储蓄存款} + \text{其他存款} + \text{非存货基} [\text{不包括货基存款 (含存单)}]]$

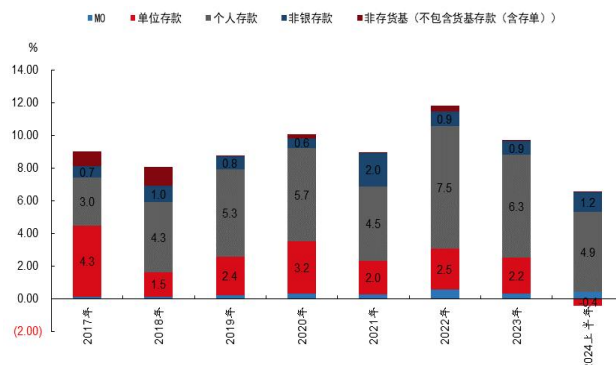
2024 年 6 月末, 我国 M2 余额 305 万亿元, 结构为: M0 占 3.9%、单位活期存款占 17.8%、单位定期存款占 17.8%、个人存款占 48.2%、其他存款占 10.4%、非存货基 (不包括货基存款 (含存单)) 占 1.8%。2022 年以来 M2 增速波动较大, 主要是个人存款对 M2 增速的贡献发生了较大波动, 同时, 2024 年企业存款对 M2 增速贡献降为负也带来非常大的扰动。

图3: M2 构成



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 各因素对 M2 增速的贡献

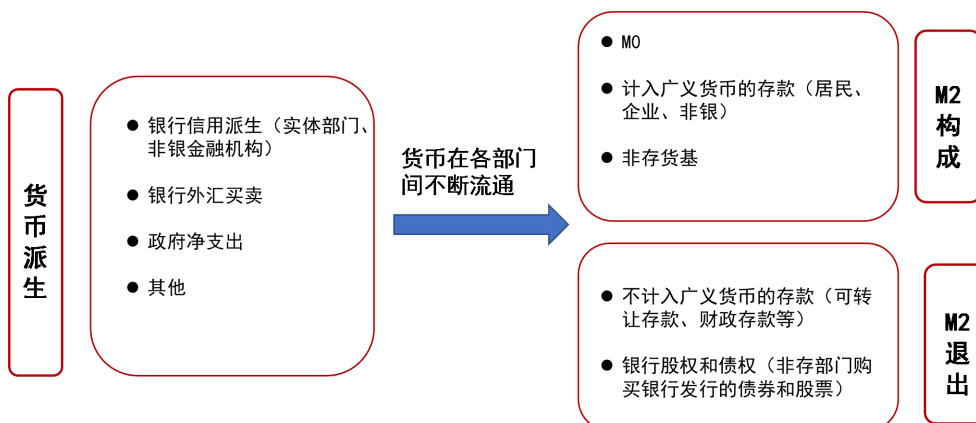


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

为了理解 M2 的变化, 从 M2 派生的源头进行拆解。我们将 M2 派生途径总结为: (1) 银行向实体部门的信用扩张, 包括发放贷款 (加回核销和 ABS) 以及在一级市场购买企业债券; (2) 银行向非银金融部门的信用扩张, 非银贷款和同业投资 (如购买广义资管产品等); (3) 银行外汇买卖; (4) 财政净投放; (5) 其他途径。但是由于同业投资复杂且透明度低, 因此数据拆解时将银行向非银金融机构的投放合并到“其他途径”项目, 属于轧差项。另外, 2018 年后非存货基纳入 M2 的调整意味着货基也具备货币派生能力。

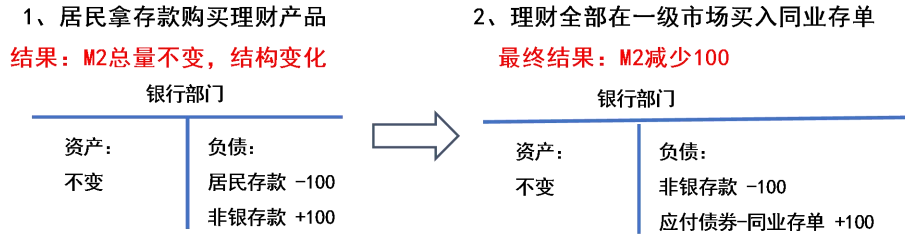
货币派生出来后, 通过转移和支付的方式, 货币在居民、企业、金融机构和政府部门之间不断流通, 但流通中有的经济行为会带来 M2 的退出。比如, 居民用 100 元存款购买理财产品, 理财机构全部在一级市场购买银行发行的同业存单, 则 M2 会减少 100 元 (图 6)。但是货币流通行为复杂, 数据可得性不足, 对 M2 的影响难以追踪测算, 因此, 我们将其对 M2 的影响放到轧差项中。总体而言, 分析框架中的轧差项不仅体现了银行向非银金融机构投放此类货币派生行为, 还体现了货币流通行为对 M2 的影响。

图5: 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

图6: 居民购买理财, 理财在一级市场购买同业存单对应的银行资产负债变化



资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所整理。注: 不考虑缴纳法定存款准备金, 下同。

按照上述方法, 2017 年以来 M2 增量派生结果见表 1, 银行向实体部门的信用扩张是主要派生途径, 财政净支出 (仅统计一般公共预算和政府性基金预算两本账, 下同) 也投放了大量货币。但轧差项 (银行向非银部门投放以及货币流通行为的影响等) 形成了比较大的拖累, 我们认为主要是部分货币流通行为会带来 M2 的退出; 另外, 2017 年以来金融去杠杆延续, 银行向非银部门信用投放持续压缩也会拖累 M2。

表1: M2 派生途径拆解

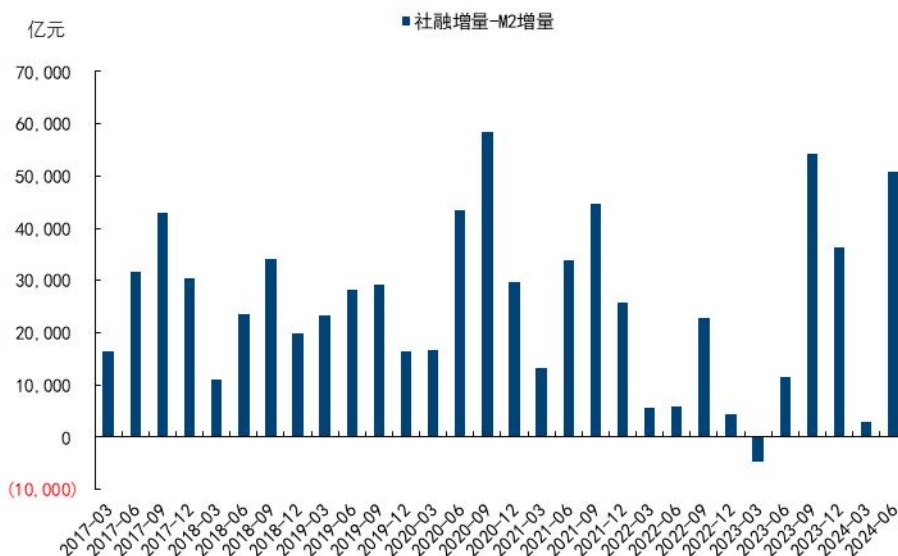
单位: 亿元	M2 增量	净结汇	银行向实体部门 信用扩张 (信贷、 购债)	财政净支出	轧差项 (银行向非银 派生等途径以及货 币流通行为的影响)	非存货基 (不 包括货基存款 (含存单))
2017 年	140, 169	-4, 637	122, 669	30, 001	-22, 326	14, 462
2018 年	136, 509	-2, 232	162, 028	42, 711	-85, 353	19, 355
2019 年	159, 745	-239	195, 477	55, 341	-91, 326	492
2020 年	200, 307	-1, 009	236, 221	87, 203	-126, 932	4, 824
2021 年	196, 104	1, 559	196, 814	59, 420	-62, 876	1, 187
2022 年	281, 421	1, 845	214, 466	89, 610	-32, 699	8, 199
2023 年	258, 392	5, 742	215, 432	88, 424	-51, 971	766
2023 上半年	208, 703	3, 021	157, 401	34, 406	6, 812	7, 063
2024 下半年	127, 448	1, 446	130, 322	36, 342	-47, 785	7, 123

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 财政净支出统计一般公共预算和政府性基金预算两本账, 下同。

社融和 M2 背离分析框架

由于增速会受到存量基数的影响, 报告主要分析社融和 M2 增量差异的来源。2022-2023 年“社融-M2”增速剪刀差倒挂, 其中, 2022 年一季度至 2023 年二季度社融和 M2 增量差值明显下降, 且 2023 年一季度社融增量低于 M2 增量。2023 年下半年社融和 M2 增量差恢复到较高水平, 但社融增速仍低于 M2 增速, 主要是存量增速为“过去 12 个月累计增量/去年同期存量余额”, 上半年 M2 的高增拉高了全年增速。

图7：社融和 M2 增量差（单季度）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

结合上文 M2 派生途径和社融统计口径，我们将影响社融和 M2 的各类经济行为分为三部分（图 8）：B 部分是既计入社融又派生 M2 的行为，A 部分是计入社融但不派生 M2 的行为，而 C 部分是派生 M2 但不计入社融的行为。具体来看：

B 部分：既计入社融又派生 M2 的经济行为（忽略非银部门在一级市场购买政府债券行为，假设一级市场政府债券全由银行购买）。

- ✓ 银行向实体部门发放贷款以及在一级市场购买企业债券。
- ✓ 银行向非银部门投放，流向实体部门。

A 部分：只计入社融不派生 M2 的经济行为。

- ✓ 直接融资和表外融资（不包括 B 部分中的银行持有部分）。比如，信托公司发行一个信托产品，募集的资金全部投向企业。如果信托产品由实体部门或者非银金融机构购买，则计入该项目，为存量 M2 的转移，不派生 M2。如果信托产品由银行购买，则计入 B 部分中的“银行向非银部门投放，流向实体部门”。
- ✓ 开立银票。
- ✓ 银行一级市场购买政府债券。政府债券发行回笼 M2，计入社融（需要待财政支出时才能投放 M2，但那时不影响社融，计入 C 部分）。

C 部分：只派生 M2 但不计入社融的经济行为。

- ✓ 银行向非银部门投放，但不进入实体部门的部分，主要包括资金在二级市场投资行为，除正常二级市场投资外还包括空转部分(后文通称为“二级投资”)。
- ✓ 财政净支出。
- ✓ 银行买卖外汇。
- ✓ 非存货基及其他一些派生途径。

图8: 各类经济行为对 M2 和社融的影响

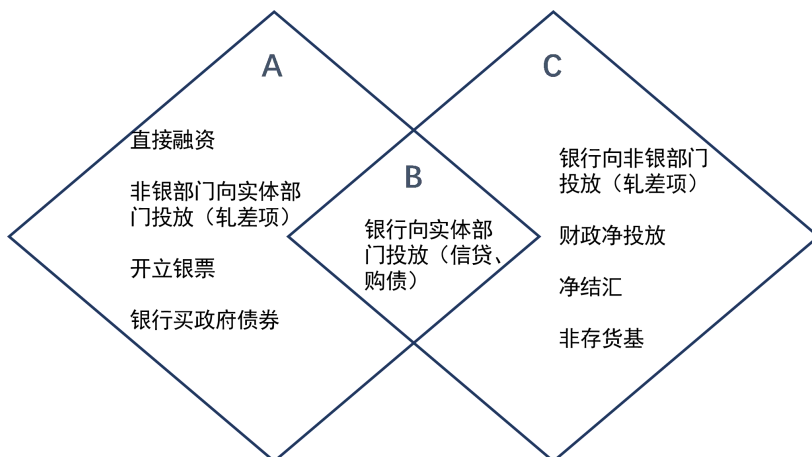
计入社融 (A+B)		计入M2 (C+B)
A	B	C
<ul style="list-style-type: none"> ● 直接融资：股票融资和企业债券（不包括银行持有部分） ● 开立银票 ● 非银部门向实体部门投放（不包括银行投向非银部分） ● 银行买政府债券 	<ul style="list-style-type: none"> ● 银行向实体部门投放（信贷、购债） ● 银行向非银部门投放（流向实体部分） ● 非银购买政府债 	<ul style="list-style-type: none"> ● 银行向非银部门投放（不流向实体） ● 财政净投放 ● 净结汇 ● 非存货基

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：非银金融机构和实体部门在一级市场购买政府债，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。

但在实际分析中，银行向非银部门投放渠道复杂，且资金是否流向实体部门也难以追踪，因此在分析时我们将 M2 和社融差异简化为图 9。其中，银行向非银部门的投放是轧差项，并且忽略银行向非银部门的投放是否流向了实体经济。但上文分析也指出，由于数据是轧差出来的，所以货币流通行为对 M2 的影响也会计入轧差项。因此，图 9 中 C 部分银行向非银部门的投放（轧差项）主要体现了两个因素，（1）银行向非银部门的投放；（2）货币流通行为对 M2 的影响。

总体而言，M2 和社融的差异主要来自于两部分：（1）社融统计了实体部门直接融资部分，但该部分并不会派生 M2。M2 则统计了银行向非银部门的投放（未流向实体部分），但该部分并不计入社融。另外，一些货币流通行为会带来 M2 的退出，但不会影响社融。比如，前文我们指出的居民购买理财，理财在一级市场买入银行发行的同业存单。（2）银行一级市场购买政府债券计入社融，不影响 M2，待财政支出时再投放 M2；实体部门纳税等也会回笼 M2，待财政支出时再投放 M2。但财政收入、政府债券发行、财政支出三者存在时间差，会对 M2 和社融带来阶段性扰动。并且有的年份财政净支出和政府债券净融资规模也会存在比较大的差异，比如，2017 年大规模置换债券发行、2023 年四季度特别国债发行等会推高社融，拉低 M2。

图9：各类经济行为对 M2 和社融的影响（简化）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2022 年以来社融和 M2 差异来源

社融和 M2 增量差异数据拆解分析

根据上文分析框架，2021 年以来拆分结果见表 2，2022 年以来两者的差异又可以分为两个阶段，（1）2022 年至 2023 年上半年，新增“社融-M2”差值明显下降，社融和 M2 增速倒挂；（2）2023 年下半年以来新增“社融-M2”差值高增。但 2023 年下半年社融增幅小幅上行，2024 年有所回落，M2 增速则从 2023 年下半年开始持续回落。

表2：2021 年以来新增社融和 M2 差异数据拆分（半年度）

单位： 亿元	B 部分		A 部分					C 部分					A-C 部分		
	新增社融	新增 M2	银行向实体部门投放	股票融资	企业债券(剔除银行自营购买部分)	政府债券	未贴现银行承兑汇票	非银投向实体部门部分(轧差项, 不包括债券途径)	A 部分合计	外汇投放	财政净支出	银行投向非银部分以及货币流通行为的影响(轧差项)		M2 中货币变动	C 部分合计
2021H1	177,998	130,992	125,093	4,954	24,896	24,533	-54	-1,424	52,905	822	7,181	-2,640	536	5,900	47,006
2021H2	135,410	65,111	71,721	7,179	23,640	45,623	-4,863	-7,890	63,689	737	52,239	-60,237	651	-6,609	70,299
2022H1	210,162	198,552	137,845	5,029	21,442	46,532	-1,767	1,081	72,317	320	50,524	151	9,711	60,707	11,610
2022H2	109,937	82,870	76,622	6,729	2,154	24,696	-1,645	1,381	33,315	1,525	39,086	-32,851	-1,512	6,248	27,067
2023H1	215,507	208,703	157,401	4,595	13,490	33,783	855	5,383	58,106	3,021	34,406	6,812	7,063	51,302	6,804
2023H2	140,292	49,690	58,031	3,336	14,263	62,262	-2,636	5,036	82,261	2,720	54,018	-58,783	-6,297	-8,341	90,603
2024H1	147,993	95,793	107,872	1,060	7,149	24,913	-319	7,318	40,121	1,807	22,513	-44,780	8,381	-12,079	52,200

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：（1）C 部分轧差项除了体现银行向非银部门投放因素外，还体现了货币流通缓解对 M2 的影响因素，比如上文指出的资管产品在一级市场购买同业存单会带来 M2 退出等行为。（2）非存货基不包括货币基金（含存单）。

（1）2022-2023 年上半年新增“社融-M2”差值大幅下降，数据拆分结果如下：

- ✓ 2022-2023 年上半年 C 部分（只影响 M2）异常高增是主要因素。C 部分，2022 年全年增加 6.7 万亿元，2023 年上半年增加 5.1 万亿元，较 2021 年同期分别多增 6.8 万亿元和 4.4 万亿元。从 C 部分明细来看，主要是财政净支出多增以及轧差项（银行向非银投放以及货币流通行为带来 M2 的变化）拖累下降。

这表明银行向非银部门投放有所增加，或者货币流行为带来的 M2 退出明显下降。另外，2022 年财政净支出规模较大，主要是 2022 年土地出让金大幅下降，但疫情冲击下财政支出保持了较大力度，带来较高的财政赤字。

- ✓ 另外，2022 年 A 部分（只影响社融）略有少增拉低了“社融-M2”增量差值。A 部分，2022 年全年增加约 10.6 万亿元，2023 年上半年增加 5.8 万亿元，较 2021 年同期分别少增 1.1 万亿元和多增 0.52 万亿元。从 A 部分明细项来看，主要是 2022 年企业债券（不包括银行持有部分）融资规模少增拖累。该阶段信贷供给充足，且贷款利率大幅下降后，企业债券融资性价比下降，企业债券融资规模下降。

(2) 2023 年下半年以来新增“社融-M2”差值明显高增，数据拆分结果如下：

- ✓ 2023 年下半年 A 部分的高增是主要因素，主要是 2023 年政府债券发行节奏后移以及四季度特别国债发行，下半年政府债券规模高增。
- ✓ 2024 年上半年社融和 M2 增量都有所下降，但 M2 降幅更大。新增社融下降主要是政府债券和企业债券（不包括银行持有部分）有所少增，新增 M2 大幅下降主要是财政净支出下降和轧差项（银行向非银信贷投放以及货币流行为带来 M2 的变化）大幅下降形成明显拖累。这表明 2024 年上半年银行向非银投放下降，或者货币流行为造成 M2 的退出明显增加。同时，2024 年上半年财政净支出力度相对较弱，政府债券发行节奏也有所后移。

通过数据拆分分析，2022 年以来社融和 M2 的差异可以归纳为三个因素：财政因素、企业债券（不包括银行持有部分）、二级投资行为（银行向非银投放不流向实体部分）和货币流行为对 M2 的影响。其中，企业债券融资一直呈疲软态势，对社融带来拖累，但不是主要因素。因此，我们重点分析二级投资行为和货币流行为、财政因素对 M2 和社融的影响。

货币流通和二级投资行为对 M2 的影响

上文分析结果表明，2022 年以来二级投资行为和货币流行为对 M2 的影响是此轮带来 M2 剧烈波动的核心因素。2022-2023 年上半年，二级投资行为增加或者货币流行为带来 M2 退出规模下降推高了 M2，但 2023 年下半年以来该因素转向，对 M2 带来了较大拖累。背后反映了实体部门风险偏好和监管政策的变化，2022-2023 年上半年实体部门风险偏好处在低位，消费和投资意愿疲软，广义资管产品回表明显，推高 M2。另一方面，稳增长政策引导下，信贷供给充裕且利率处在低位，给资金套利提供温床，资金套利行为增多。同时，由于实体部门信贷需求不强，银行也是主动加大了对非银部门的投放。但 2023 年下半年以来理财资金回表明显缓解，且严监管下资金空转套利现象也得到改善。尤其是今年二季度由于手工补息被禁止，存款流向理财等广义资管产品现象加剧，银行负债端阶段性压力凸显，因此银行主动减少了向非银的投放；同时，由于套利空间的压缩，非银部门也主动降低了杠杆，导致 M2 增量大幅下降。

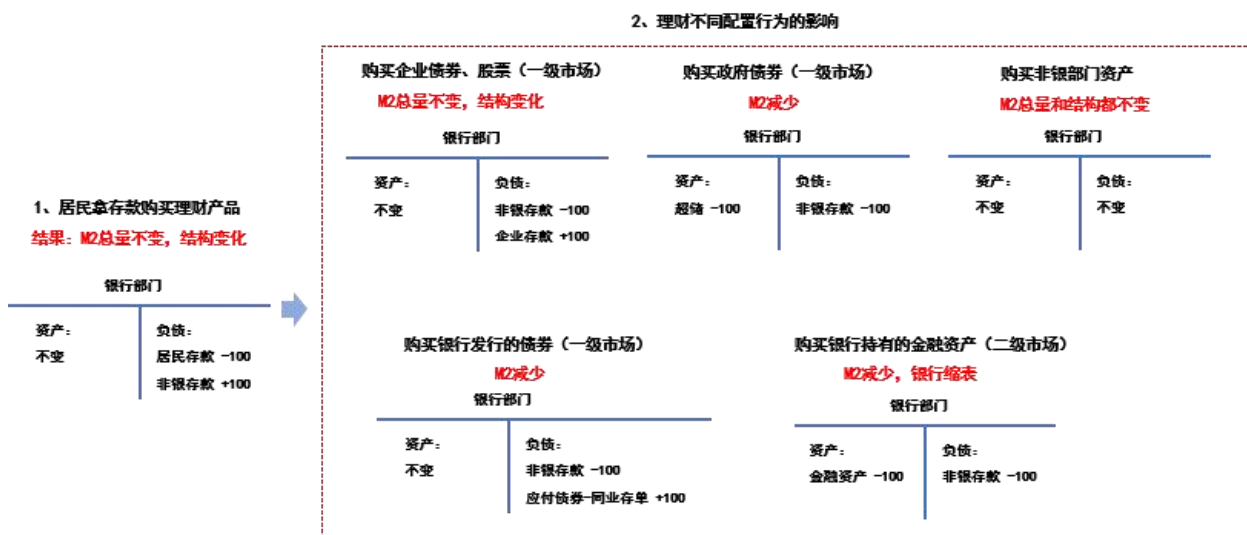
■ 居民申赎广义资管产品如何影响 M2？

央行在 2023 年一季度货政报告专栏 2 中指出“居民理财资金回流为表内存款，推升了 M2 增速”。居民拿存款购买理财，理财不同配置行为对 M2 的影响是不同的：

- (1) 如果理财交易对手是非银部门和企业部门，不影响 M2 总量。交易对手是实体部门时，M2 结构会变化，非银存款减少，企业存款增多。交易对手是非银部门时，M2 总量和结构都不会变化。
- (2) 如果交易对手是政府部门，即在一级市场购买政府债券，则会回笼 M2。
- (3) 如果交易对手是银行，购买银行存款不影响

M2 总量。但如果在一二级市场购买银行发行的股票和债券（二永债和同业存单等），或者在二级市场购买银行持有的各类债券，都会带来 M2 减少。前者是银行负债项下的非银存款变为应付债券（同业存单）或者所有者权益，资产负债规模不变，后者则体现为银行资产负债缩表。

图10: 理财资金不同配置行为对银行资产负债表的影响

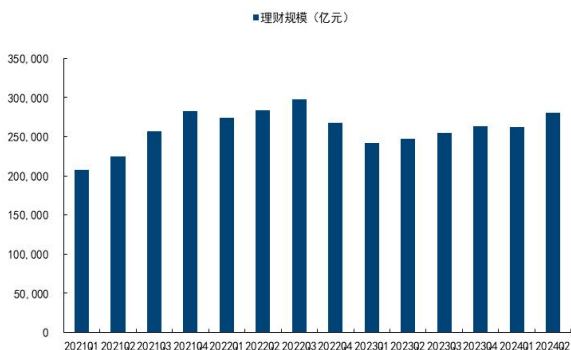


资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所整理

综上, 广义资管产品交易对手如果是实体部门和非银金融部门, 则 M2 总量不变, 如果交易对手是政府部门或者银行部门(购买银行存款除外), 则 M2 减少。因此, 居民申赎广义资管产品对 M2 的影响规模主要取决于: (1) 居民申赎广义资管产品规模。(2) 广义资管产品的配置行为。

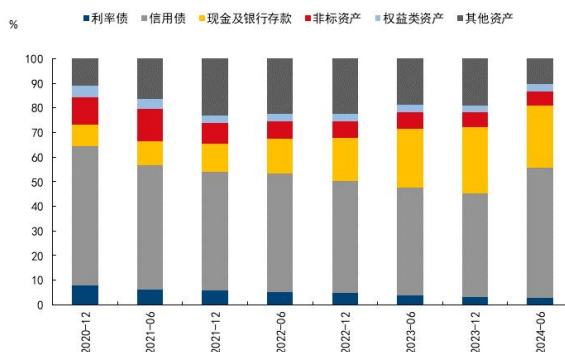
2022-2023 年上半年理财资金回流银行表内存款现象明显, 但 2023 年下半年以来该现象明显改善, 理财资金呈稳步增长态势, 2024 年二季度受手工补息被禁止影响, 存款出表现象加剧, 理财规模扩张较快。因此, 从居民申赎广义资管产品角度来看, 2022-2023 年上半年居民赎回理财会推高 M2, 2023 年以来居民申购理财又会拉低 M2。从理财配置行为来看, 2024 年 6 月末, 理财配置债券(包括同业存单)的比例 55.6%, 但其中交易对手是银行和政府的比例难以确定, 因此理财申赎对于 M2 影响的具体规模难以测算。

图11: 2022-2023 年理财资金回表明显



资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理

图12: 理财资金资产配置结构

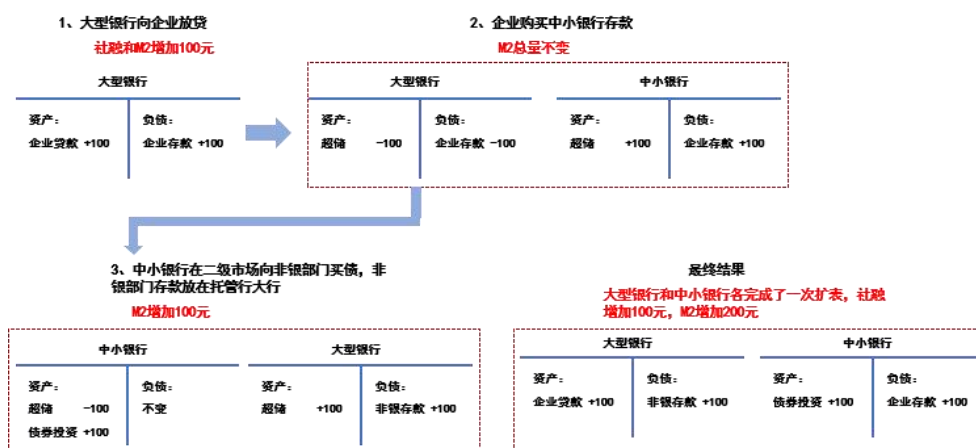


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 二级投资行为对 M2 和社融的影响

本文讨论的二级投资行为指的是, 银行向非银部门投放但不进入实体部门的部分, 包括正常的二级市场投资行为以及资金空转套利行为。比如此轮比较典型的“大银行放贷, 小银行买债”行为, 实体部门从中大型银行拿到低息贷款, 然后再去购买中小银行的高息存款, 中小银行再在二级市场购买债券, 对应的大小银行资产负债表变化如图 13。在整个资金运转中, 大型银行和中小银行各完成了一次扩表, 大型银行完成了贷款投放任务, 中小银行拉到了企业存款, 并且在二级市场买债获得了收益。最终, 社融增加 100 元, M2 增加了 200 元, 但该行为实质上属于资金空转套利行为, 并没有拉动经济。

图13: 大银行放贷、小银行买债对社融和 M2 的影响



资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所整理。注: 不考虑缴纳法定存款准备金。

2018-2022 年银行对非银金融机构债权余额同比持续负增, 主要是大资管新规征求意见发布后, 金融去杠杆延续, 银行向非银信用扩张规模持续压缩。但 2022-2023 年银行对非银金融机构债权余额同比增速转正, 一方面是业务调整进入尾声, 影响已比较小。另一方面, 实体部门信贷需求较弱, 银行加大了对非银部门的投放, 但资金最终多少流向实体部门难以追踪。2024 年以来银行对非银金

融机构债权余额增速持续下降并在 4 月之后转负，这也印证了手工补息被禁止后银行负债端面临阶段性压力，减少了对非银部门的投放。同时，套利空间压缩后，非银金融部门业主动降低了杠杆。

图14: 银行对非银金融机构债权规模同比增速



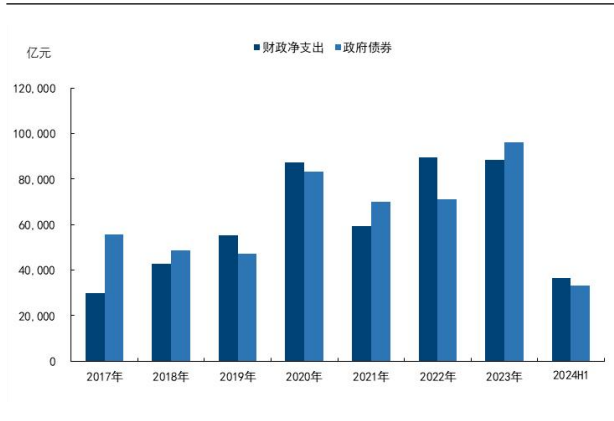
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

政府债券和财政净支出的差异

上文分析指出,2022 年财政净支出规模扩大也是推高 2022 年 M2 高增的重要因素。2022 年财政净支出 8.96 万亿元,较 2021 年多增 3.02 亿元,但当年政府债券净融资 7.12 亿元,与 2021 年基本持平。2022 年财政净支出异常高增主要是土地出让金下降拖累财政收入,但疫情冲击下财政支出保持较大力度,形成了比较大的财政赤字。虽然当年央行上缴利润超过 1.0 万亿元,但并没有抵消政府性基金收入大幅下降的拖累。

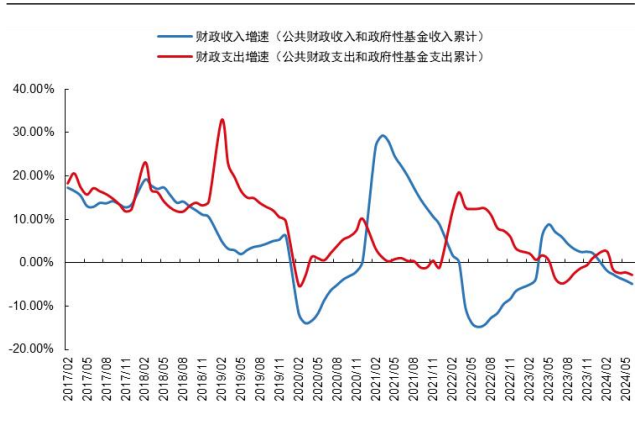
2023 年政府债券发行节奏后移,加上四季度增发了 1 万亿元特别国债,因此下半年在银行向实体部门信贷投放增速有所回落的情况下,社融增速仍实现了小幅上行。但 2023 年下半年存款流向广义资管产品等行为拉低了 M2,因此 2023 年下半年新增“社融-M2”差值处于高位。2024 年上半年由于政府债券发行和财政支出力度都偏弱,对 M2 和社融都形成拖累。同时,由于存款进一步流向广义资管产品,尤其是 4 月份手工补息行为被禁止后,二季度存款搬家行为加剧,因此 M2 降幅进一步扩大且明显高于社融降幅。

图15: 政府债券和财政净支出



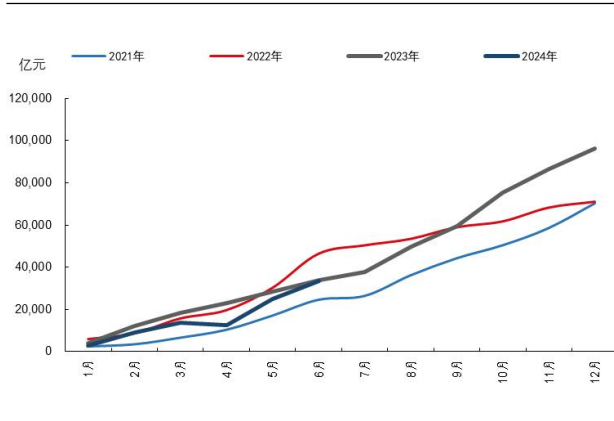
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: 2022 年财政收入下降



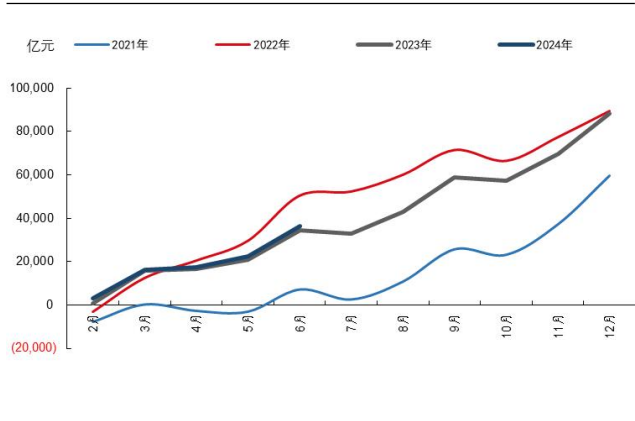
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图17: 政府债券发行节奏



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图18: 财政净支出节奏



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从货币派生源头构建广义货币 M2+指标

货币流行为对 M2 影响扩大

货币流行为变化是带来此轮 M2 剧烈波动的重要因素,也部分解释了“社融-M2”增速剪刀差与利率相关度为什么消失。按照上文的分析,此轮 M2 的剧烈变动很重要的一个因素是,货币派生出来后在各部门(居民、企业、金融机构、政府)之间流通的行为对 M2 的影响有所放大。2022-2023 年上半年理财等广义资管产品资金回流银行表内存款推高 M2,2023 年下半年之后存款流向广义资管又带来 M2 下降。广义资管产品配置债券的比例明显高于商业银行,因此广义资管产品回表后, M2 虽然高增,但债券配置需求减弱,债市利率难以下行。相对应的,存款流向广义资管产品后, M2 下降,但债券配置需求增加,带来债市利率下行。

总体而言,近年来由于广义资管产品的快速发展等原因, M2 总量受居民申赎广义资管产品影响较大,因此 M2 统计口径已经不能很好的代表货币总供给。

从货币创造源头构建广义货币 M2+

考虑到货币流行为复杂，数据可得性不足，不同阶段货币流行为对 M2 的影响规模难以计量，因此我们从货币创造源头构建广义货币供给 M2+ 指标以做参考。上文指出的 M2 派生渠道包括：（1）银行向实体部门的信用扩张，选取其他存款性公司资产负债表中“对其他居民部门债权”和“对非金融机构债权”增量；（2）银行向非银金融部门的信用扩张，选取其他存款性公司资产负债表中“对其他金融机构债权”增量。（3）银行外汇买卖；（4）财政净投放。总体来看，央行披露的 M2 增速与我们构建的 M2+ 增速走势基本同步，但 M2+ 指标波动幅度下降。2022 年以来 M2+ 增速变动幅度明显小于 M2 增速变动幅度，这与上文分析指出的 2022 年以来居民申赎理财等货币流行为发生较大变化，从而对 M2 带来比较大的影响也是相吻合的。

虽然构建的 M2+ 指标消除了货币流行为对 M2 的影响，但 M2 和 M2+ 指标都忽略了结构因素对经济和利率的影响。比如，居民拿存款购买理财，存款在一级市场购买企业债券和在二级市场向非银部门购买金融债券，M2 和 M2+ 总量都不变（结构会变化），但对经济和利率影响完全不一样。因此，我们除了关注总量指标外，还需要关注结构（本文对结构不做讨论）。

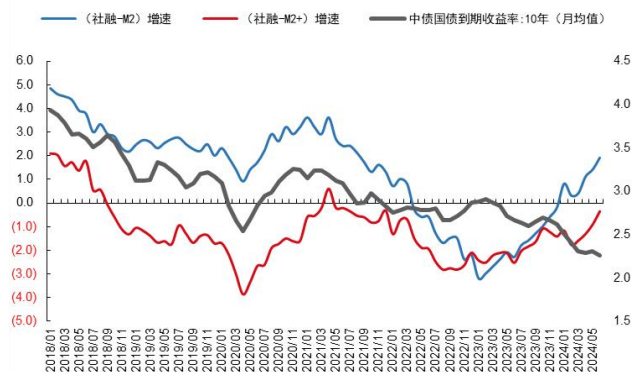
从“社融-M2+”增速剪刀差和十年期国债收益率均值走势来看，2022 年之前两者也呈现明显的正相关性。但 2022 年之后两者相关性也有所减弱，不过较“社融-M2”增速剪刀差的指示意义略有提高，2022 年下半年至 2023 年上半年“社融-M2+”增速剪刀差相对平稳，该阶段十年期国债收益率整体也维持比较稳定。2023 年下半年以来十年期国债收益率大幅下行，但 2024 年以来“社融-M2+”增速剪刀差也有所走扩。“社融-M2+”增速剪刀差代表了实体部门资金需求和货币总供给缺口，反映了金融市场流动性供给。但影响利率的核心因素还有经济，2024 年以来社融增速持续回落，市场对经济预期较为悲观，这也是长债利率处在低位的重要原因。另外，上文我们指出 M2+ 是一个总量指标，虽然消除了货币流行为对 M2 的影响，但 M2+ 指标同样忽略了结构因素。

图19：从货币创造构建广义货币 M2+



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：2017 年 1 月末 M2+ 存量为 2016 年末存量加上 2017 年 1 月货币创造增量，以此类推。

图20：社融与 M2+ 增速差与十年期国债收益率相关性



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资建议

2024 年政府债券发行节奏后移，上半年财政支出力度偏弱，拖累 M2 和社融。手

工补息被禁止后存款搬家进一步加剧，进一步拉低 M2。因此 2024 年上半年社融和 M2 都持续回落，且 M2 回落幅度更大。展望 2024 年下半年，美联储货币政策转向渐进，进一步打开我国货币政策和财政政策空间。下半年伴随逆周期政策发力，预计社融增速企稳，经济复苏预期改善。

当前银行板块估值处于低位，当前政策呵护银行净息差意图明显，预计后续银行业绩增长平稳，2024 年或是此轮银行业绩下行周期尾声。个股方面，由于出口担忧加剧，提振内需政策效果显现仍需要时间，市场或需要等到社融、PMI 等关键数据的企稳验证，因此短期我们判断高股息策略继续占优。中长期维度上，建议关注业绩反转确定性较高且成长性较好的个股，如常熟银行、瑞丰银行、宁波银行和招商银行。

风险提示

经济复苏不及预期，LPR 和新发放贷款利率降幅都超过预期，带来 2025 年净息差进一步收窄。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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