

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

大厦B座

邮编：100031

## M2 增速出现双重背离的原因

2024年11月12日

- 10月金融数据中，有两点内容值得注意，一是M2同比增速出现双重背离，二是10月金融数据出现的结构性亮点。
- **第一重背离：社融、信贷低增遇上M2回升。**今年上半年社融增速和M2增速持续回落，自8月起M2增速开始回升而社融增速持续偏弱。10月这一局面依旧延续，10月社融存量同比增速在9月基础上继续回落，主要归因于政府债融资受到去年同期特殊再融资债集中发行抬高基数的影响。同期，各项贷款余额同比增速微降，信贷“挤水分”效果持续显现继续令贷款余额的同比表现承压。
- **第二重背离：M2回升和存款回落并存。**M2增速和存款余额增速走势往往相似，然而10月存款同比和M2同比走势出现分叉——M2同比增速继续回升，而存款同比增速却出现回落，我们认为二者背离主要是财政存款的扰动。去年10月地方政府特殊再融资债券密集发行后募集的资金以及资金暂时存放使得财政存款增多。今年10月财政存款不及去年一半，扣除财政存款后的存款余额增速与M2走势基本一致，我们认为**财政发力节奏错位影响了财政存款节奏，而财政存款解释了存款同比和M2同比的分离。**
- **此外，信贷低增下也出现了结构性亮点。**今年信贷低增是常态，相比之下信贷低增下的结构性亮点更加值得重视。第一，居民端的短贷和中长贷都出现了改善。10月中旬起，30城商品房成交面积基本赶上去年同期表现，我们认为10月房地产市场景气度略有回升，购房需求的小幅回暖带动了住房贷款规模的改善。第二，流向理财产品的存款回流，也在助推M2增速持续回升。第三，M1同比增速为年内首次回升，这或是投资者风险偏好改变从而促使存款从“定”向“活”转变。居民端贷款边际改善，反映政策效果初显，若后续政策持续发力，或有更多积极影响。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

## 目录

一、M2 增速出现双重背离.....	3
二、信贷低增下的结构性亮点.....	5
风险因素 .....	8

## 图目录

图 1: 10 月新增人民币贷款同比继续创新低.....	3
图 2: 10 月新增社融的主要支撑项仍是政府债 .....	4
图 3: 财政存款解释了存款同比和 M2 同比的分离.....	4
图 4: 10 月财政存款较去年同期下滑较多 .....	5
图 5: 居民贷款出现同比多增.....	5
图 6: 10 月中旬起, 30 城商品房成交面积追赶上去年同期 .....	6
图 7: M1 同比增速为年内首次回升 .....	7

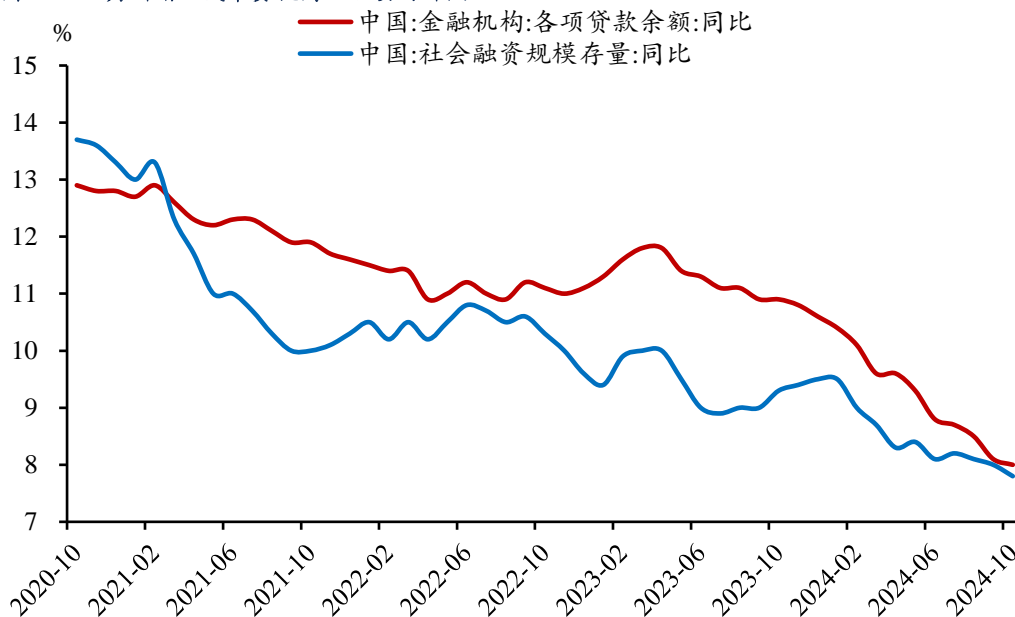
## 一、M2 增速出现双重背离

10 月新增社融和人民币贷款分别从去年同期的 1.844 万亿元和 7384 亿元降至 1.396 万亿元和 5000 亿元（图 2 和图 5），均不及市场预期，而 10 月 M2 增速继续回升，M2 增速出现了双重背离。

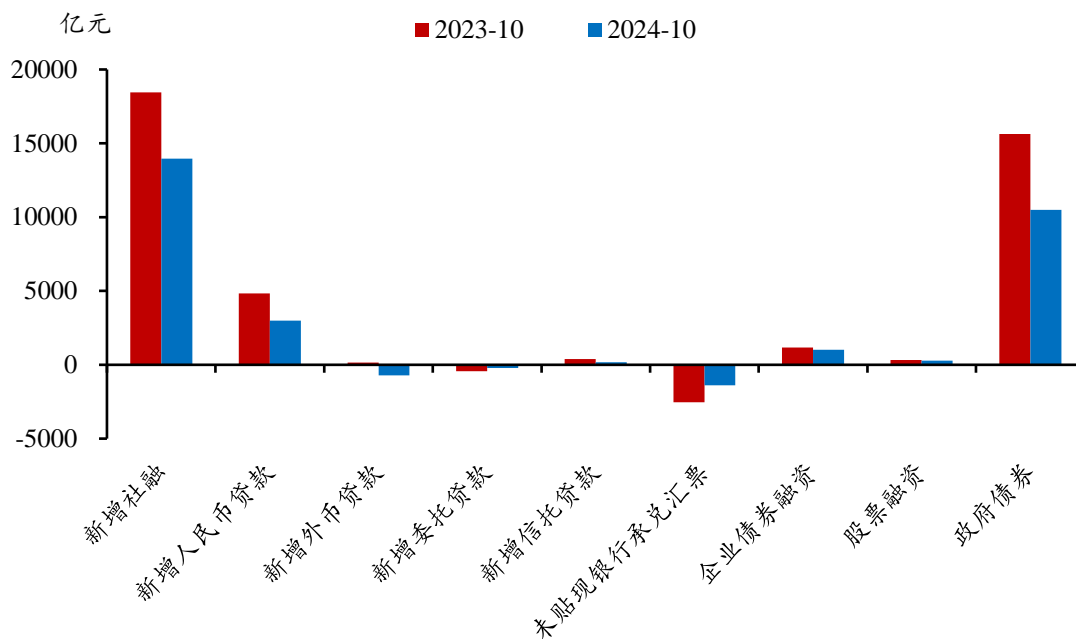
**第一重背离：社融、信贷低增遇上 M2 回升。**10 月社融存量和贷款余额继续创新低，而 M2 同比增速从 6.8% 回升至 7.5%。10 月社融存量同比增速从 9 月的 8.0% 回落至 7.8%，这主要归因于政府债融资受到去年同期特殊再融资债集中发行抬高基数的影响。同期，各项贷款余额同比增速从 8.1% 微降至 8.0%，信贷“挤水分”效果持续显现继续令贷款余额的同比表现承压。信贷“挤水分”效果持续显现和基数的影响，令社融存量和贷款同比增速继续创新低。

**第二重背离：M2 增速不仅与社融背离，也与存款增速出现分叉。**M2 增速和存款余额增速走势往往相似，然而 10 月存款同比和 M2 同比走势出现分叉——M2 同比增速继续回升，而存款同比增速却出现回落，我们认为二者背离主要是财政存款的扰动。2023 年 10 月地方政府特殊再融资债券密集发行，这些债券发行后募集的资金会先存入财政账户，导致财政存款增加。而资金从募集到实际拨付使用需要一定的时间，资金暂时存放在财政存款账户也使得财政存款增多。我们认为，正是财政发力节奏错位影响了财政存款节奏，而财政存款解释了存款同比和 M2 同比的分叉。

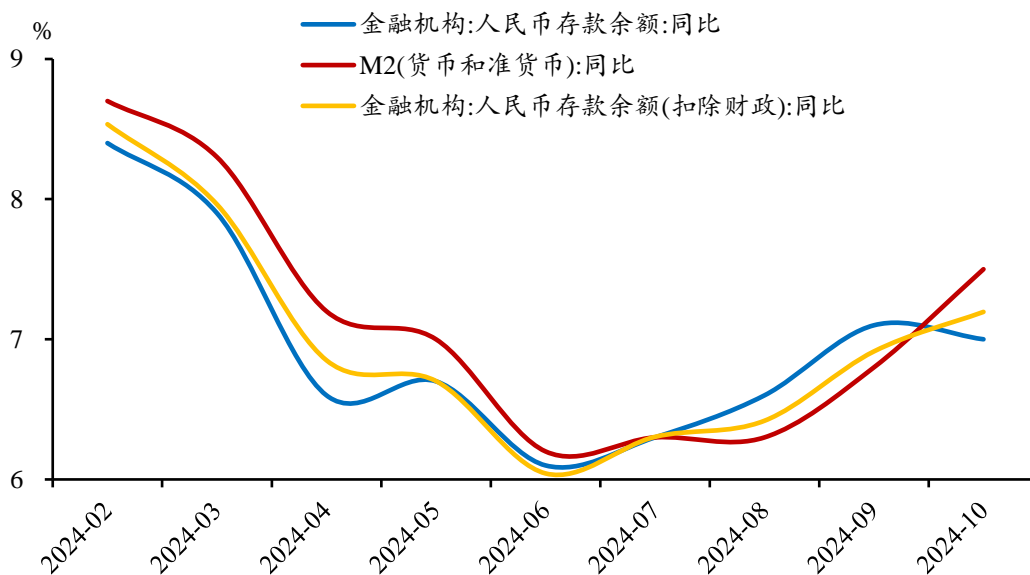
图 1：10 月新增人民币贷款同比继续创新低



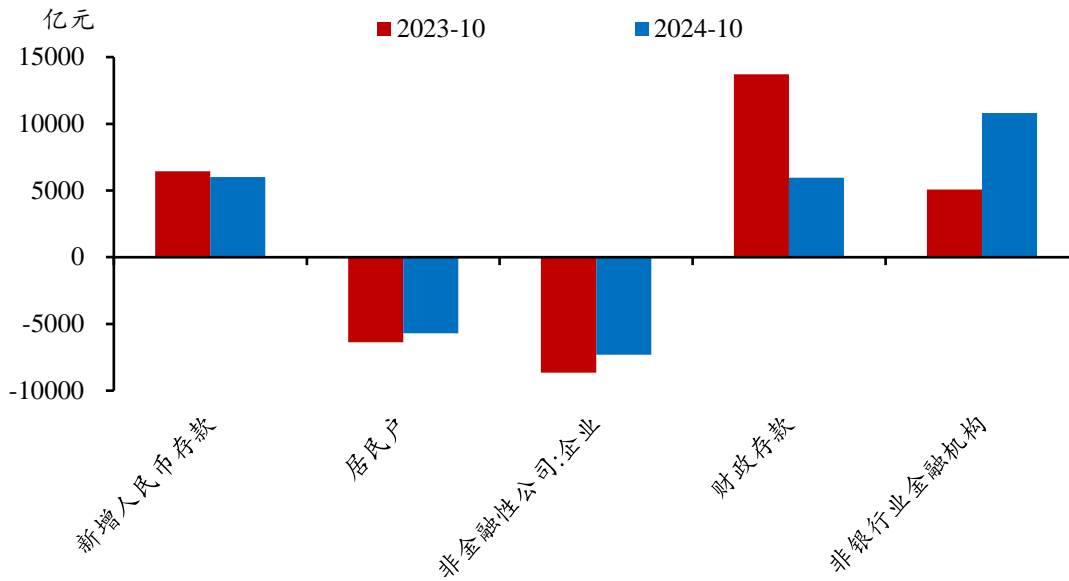
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：10 月新增社融的主要支撑项仍是政府债**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 3：财政存款解释了存款同比和 M2 同比的分离**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

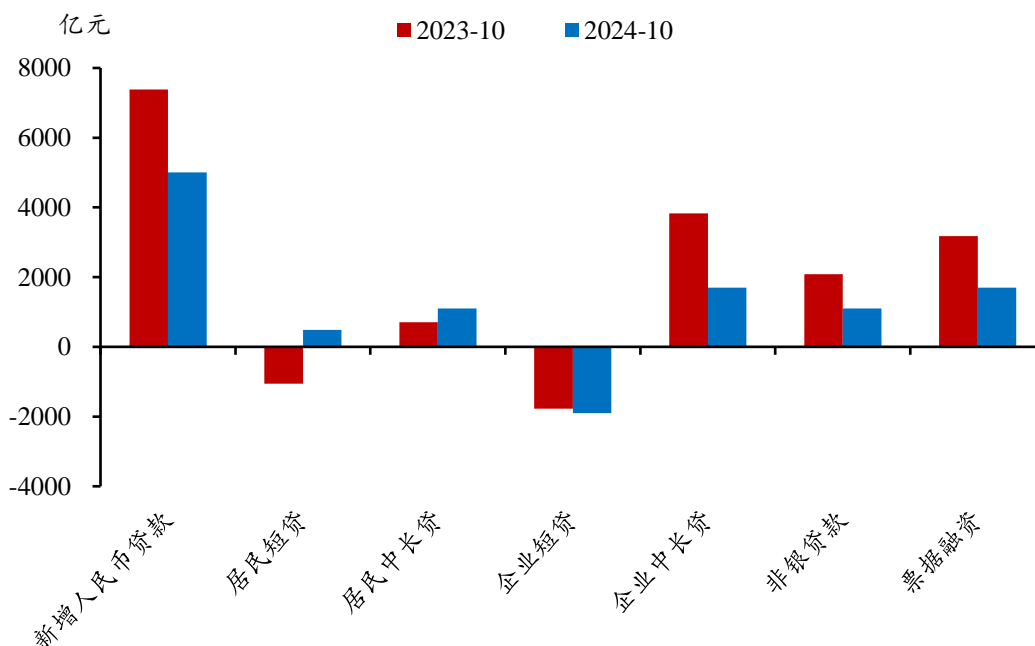
**图 4：10 月财政存款较去年同期下滑较多**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

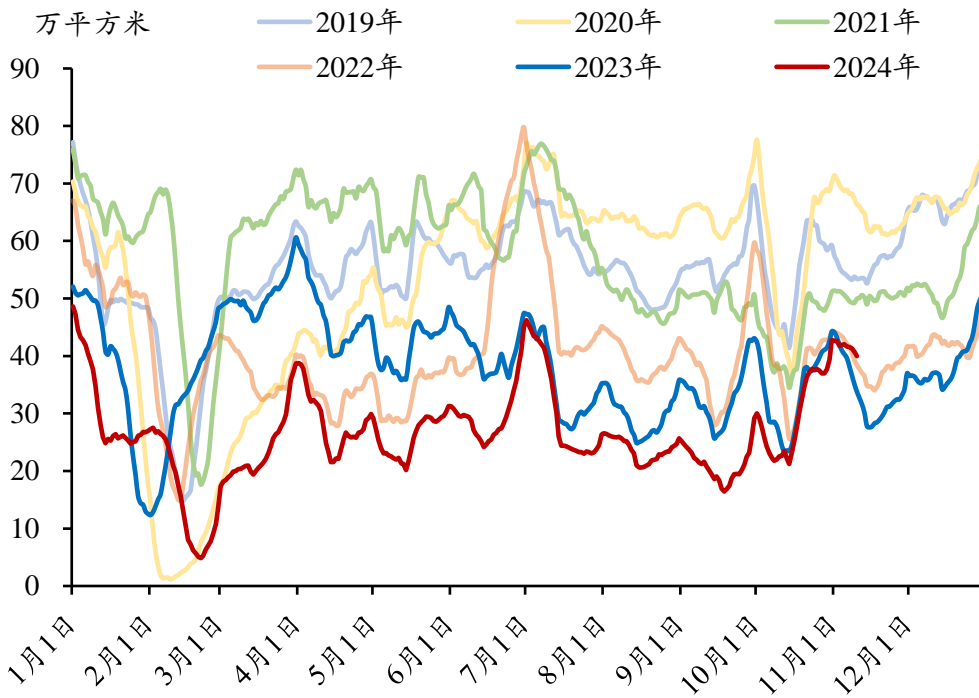
## 二、信贷低增下的结构性亮点

央行发布的 10 月金融数据中，尽管新增社融和新增信贷都略不及预期，但 10 月的金融数据也出现了几个结构性亮点。

**第一，居民端的短贷和中长贷都出现了改善。**10 月居民贷款同比多增是今年 1 月以来的首次，短贷和中长贷都实现了同比多增。不仅如此，10 月份个人住房贷款规模也明显好于前两年同期的水平。10 月中旬起，30 城商品房成交面积基本赶上去年同期表现，我们认为 10 月房地产市场景气度略有回升，购房需求的小幅回暖带动了住房贷款规模的改善。

**图 5：居民贷款出现同比多增**


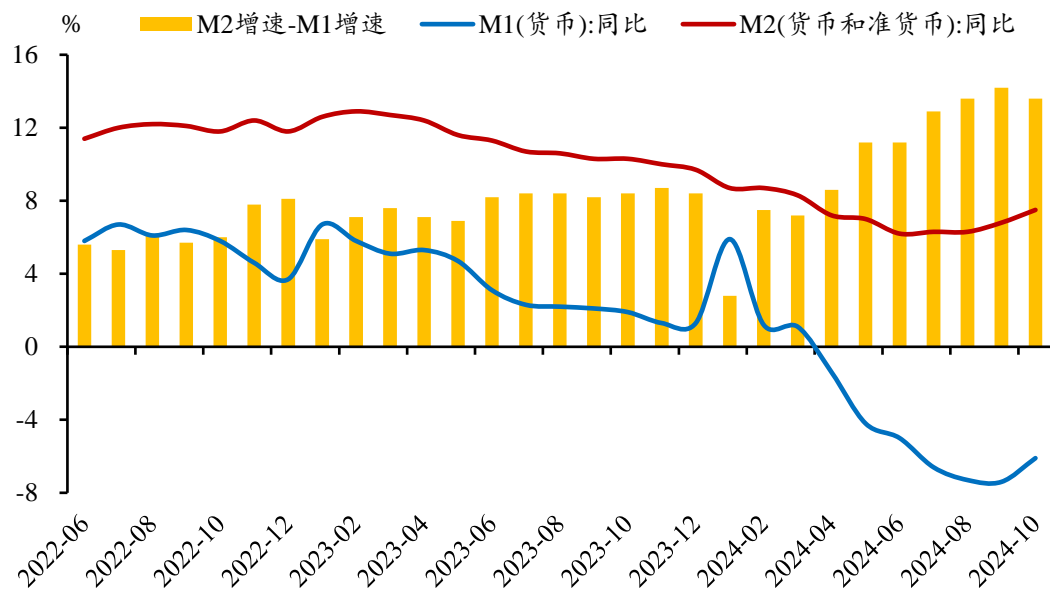
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：10 月中旬起，30 城商品房成交面积追赶上去年同期**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**第二，流向理财产品的存款回流，助推 M2 增速持续回升。**10 月 M2 增速为 7.5%，高于市场预期的 7.0%（同花顺统计），较 9 月回升 0.7 个百分点。这是 M2 增速自 6 月低点以来持续回升的第 4 个月，整个三季度处于 M2 改善的状态，这和 Q3 货政报告里面提及的存款回流相一致。进入 9 月份，一揽子增量政策措施发布后，预期改善，股票市场回升，部分理财等资管产品资金又向计入 M2 的证券公司客户保证金存款回流，9 月末 M2 增速也回升至 6.8%。可见，M2 的回升主要受两方面因素的影响，一是前期流向理财产品的存款回流，二是财政发力带来的影响。

**第三，M1 同比增速为年内首次回升。**今年 1-9 月 M1 同比持续下降，10 月 M1 同比录得-6.1%，这是今年 M1 同比陷入负增以来，降幅首次出现收窄。和 9 月数据相比，M1 同比下降幅度减少了 1.3 个百分点。我们认为，这或是投资者风险偏好改变从而促使存款从“定”向“活”转变。

**图 7：M1 同比增速为年内首次回升**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。