

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁斯 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

社融增速缘何与 M2 增速

持续背离？*

社融和 M2 是衡量实体经济融资情况的核心指标，也是货币政策调控的重要依据。但 2022 年下半年以来，社融增速持续下行的同时 M2 增速却连创近年新高，呈现出明显的“剪刀差”现象，引发各界关注。本文从 M2 和社融统计口径差异入手，分析了二者出现背离的原因。研究发现，本次 M2 和社融增速背离的主因在于债市波动加大导致债券等非贷款融资项目的疲弱以及疫情影响下居民预防性储蓄动机增强。居民消费动力不足不利于经济加快恢复，债市波动加大不仅影响企业发债，同时信用利差持续保持高位也增大了货币政策的调控难度。建议：优化政策措施，合理有效提振居民消费意愿，推动居民消费复苏，带动经济加快回暖；有效拉低信用利差，稳定市场预期，多措并举推动债券市场稳定运行，为企业发债融资提供更多支持，恢复企业多渠道资金来源。

社融增速缘何与 M2 增速持续背离？

社融和 M2 是衡量实体经济融资情况的核心指标，也是货币政策调控的重要依据。但 2022 年下半年以来，社融增速持续下行的同时 M2 增速却连创近年新高，呈现出明显的“剪刀差”现象，引发各界关注。本文从 M2 和社融统计口径差异入手，分析了二者出现背离的原因。研究发现，本次 M2 和社融增速背离的主因在于债市波动加大导致债券等非贷款融资项目的疲弱以及疫情影响下居民预防性储蓄动机增强。居民消费动力不足不利于经济加快恢复，债市波动加大不仅影响企业发债，同时信用利差持续保持高位也增大了货币政策的调控难度。建议：优化政策措施，合理有效提振居民消费意愿，推动居民消费复苏，带动经济加快回暖；有效拉低信用利差，稳定市场预期，多措并举推动债券市场稳定运行，为企业发债融资提供更多支持，恢复企业多渠道资金来源。

一、历史上 M2 和社融增速出现两次比较明显的背离

M2 和社融同比增速长期保持高度正相关。M2 和社融主要区别在于统计视角的差异。社融衡量的是实体经济从金融业获得资金的总和，是从资产端进行统计，主要反映金融机构的资金运用；M2 包括现金和银行存款，是从金融机构负债端进行统计，主要反映实体经济的可用资金。因此，可以理解社融和 M2 为一枚硬币的两面，理论上二者增速应当保持高度正相关。但二者在统计口径上也存在一定差异，M2 统计的主要是其他存款类金融机构的负债（主要是商业银行），但社融不仅统计金融机构的资产端，也统计企业以股票和债券等直接融资方式获取的资金。2015 年以来，M2 和社融增速基本同步，但也出现了两次明显背离（图 1）¹。

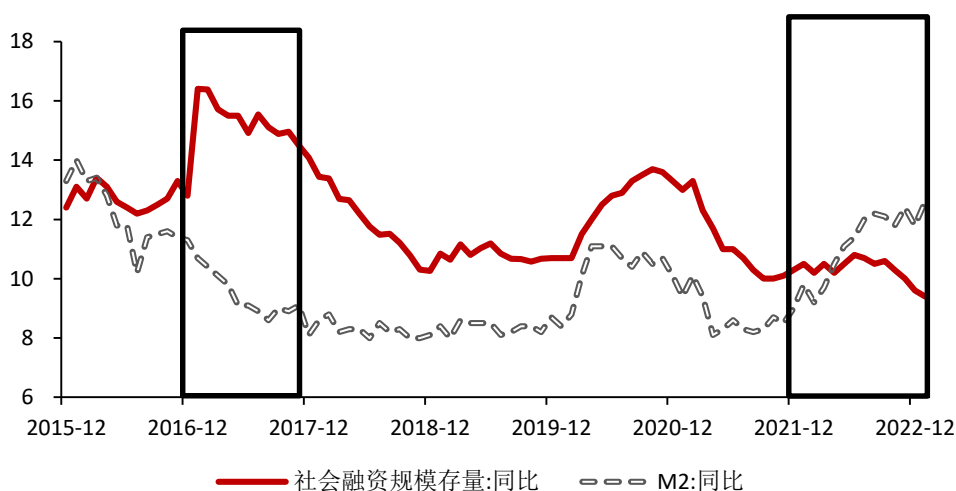
一是 2016 年 7 月-2017 年 7 月。2016 年 7 月起，社融增速出现持续走高，2017 年 2 月一度突破 16%，随后在高位运行近三个月后开始下降。与之相对应，M2 增速则出现持续下滑，直至 2017 年 7 月二者走势基本同步。

¹ 社融同比增速在 2015 年以前只有年度数据，没有月度数据。

二是 2022 年 4 月至今。2022 年下半年以来，社融同比增速出现持续下降，2022 年 12 月降至 9.6%，为有该项数据统计以来首次跌破 10%。2023 年 1 月，在新增人民币贷款创历史新高背景下，社融同比增速继续降至 9.5%，再创历史新低。与之相对应，2022 年以来 M2 增速则出现持续上升，2023 年 1 月达到 12.6%，为 2016 年 2 月以来最高，出现明显的“剪刀差”现象。

历史上社融增速大都高于 M2 增速，但从 M2 和社融增速两次背离情况看，第一次为社融增速走高但 M2 增速低，本次为社融增速走低但 M2 增速走高，且二者相差接近 3 个百分点。近年来，我国在加快探索构建现代货币政策调控框架，而优化货币政策中介目标的锚定方式是其中的重要内容。2022 年中央经济工作会议提出：“保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。M2 和社融增速的背离可能会导致中介目标的参考价值受到干扰，从而影响货币政策调控。

图 1：M2 和社融同比增速变化（%）



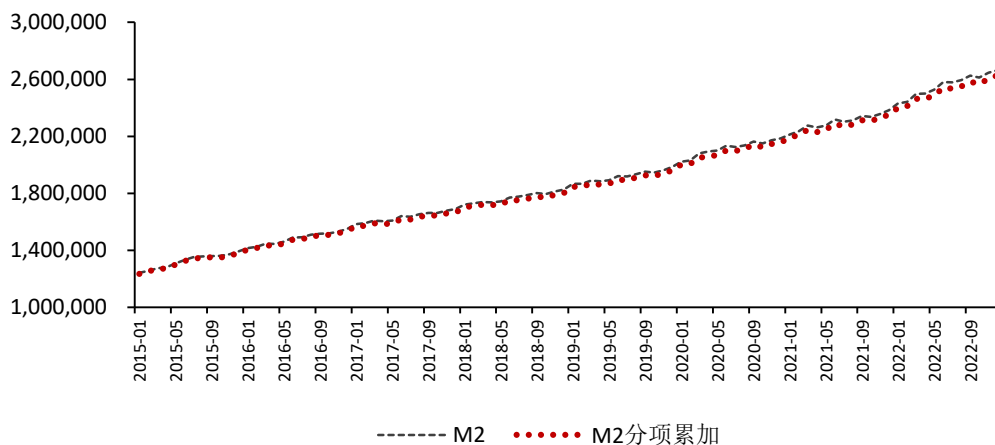
二、社融和 M2 增速两次背离的原因及影响

第一次背离：2016 年 7 月-2017 年 7 月

由于人民银行并未直接公布 M2 的组成项目，为此以其他存款性公司信贷收支表为数据样本进行估算。人民银行对 M2 的统计口径进行过多次调整，其中，住户存款、非金融企业存款以及非银金融机构存款占比较大。根据 M2 的定义，可近似以住户存款+

非金融企业存款+机关团体存款+非银金融机构存款+流通中的现金之和表示。从拟合结果看，二者走势基本同步，且误差不超过1%（图2）。

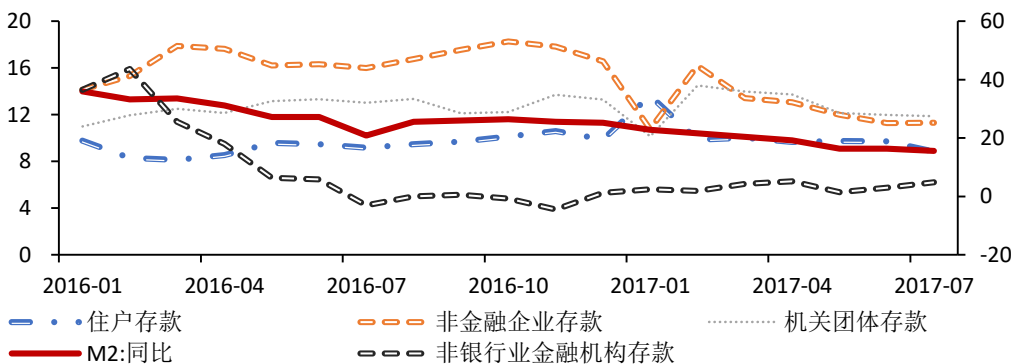
图2：对M2的拟合及与M2走势



资料来源：作者计算

从M2内部结构看，各类存款增速均出现普遍下行，趋势上与M2保持一致，但非银金融机构存款出现大幅下降是导致M2增速走低的主因。具体看，住户存款、非金融企业存款增速大都与M2增速基本保持同步，但非银金融机构存款增速下降速度较快，由2016年2月最高的43.67%一路降至2016年11月的-4.5%，是M2增速的主要拖累因素（图3）。

图3：M2主要科目余额同比增速变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

表外融资快速上行是推动社融增速持续走高的主因。2015 年以来，社融中占比最高的人民币贷款增速大体保持稳定。信托贷款、委托贷款等表外融资科目增速出现持续走高，二者增速在 2016、2017 年间长期保持在 20% 以上，信托贷款余额增速更是一度达到 36%。但自 2017 年下半年起，二者增速同步出现放缓，一度降至个位数甚至 0% 以下。

社融和 M2 增速第一次出现背离经历了近一年左右的时间。从统计视角看是由于内部科目变动导致整体增速出现差异，但其背后有着深刻的历史背景。

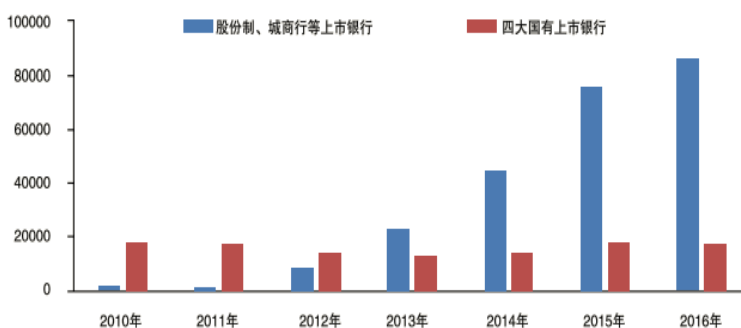
一是部分主体资金需求渠道受限导致金融业务的无序扩张。贷款等传统融资渠道管理严格、业务链条短，因此更加透明。但 2010 年以来，随着针对房地产、地方融资平台等主体融资政策趋严，金融机构开始积极引入各类非银渠道，即通过通道合作“绕道”为不符合信贷投向要求的主体提供资金支持。例如，银行通过银银合作、银证合作、银信合作等同业渠道大量投向非标准化资产，其实质与贷款没有本质区别，但由于引入了非银金融机构，便可以通过不计入贷款项目的方式投放资金。

二是社融并未将所有金融机构资产科目纳入统计范围，去杠杆政策对 M2 和社融的影响存在时差。银行存款增减会受资产项目增减变化的影响，银行购买债券或进行其他投资业务也会在负债端创造出等额存款，结果与贷款一致。不论金融业务如何创新，其结果均会体现为经济主体可用资金（M2）的增加。但社融统计口径中并未包含所有金融机构资产科目，从而在统计上造成了二者的差异。在以非标准债权类等影子银行业务大幅扩张背景下，金融风险开始不断积累，对金融稳定带来严重隐患。为此，2016 年以来，监管部门开始强力推动去杠杆，加快对各类不规范金融业务的整治。例如将表外理财纳入广义信贷考核、规范资管业务发展、限制通道业务、禁止资金池操作等。同业业务、理财业务等受到重点整治，银行资产端除贷款外的不少科目增速出现大幅下降。

除贷款外，金融机构资产端涉及货币创造的科目同比增速出现明显的“大起大落”。从银行资产端主要科目余额同比变动情况看，贷款增速长期保持稳定。在影子银行业务加速发展背景下，有价证券投资、债券投资及股权及其他投资增速出现快速

上升，特别是股权及其他投资增速在2016年2月一度达到112.46%。股权及其他投资主要包括买入返售金融资产、应收款项类投资等与金融同业相关的科目。2016年部分银行应收账款类融资甚至超过了贷款发放额（图4）。

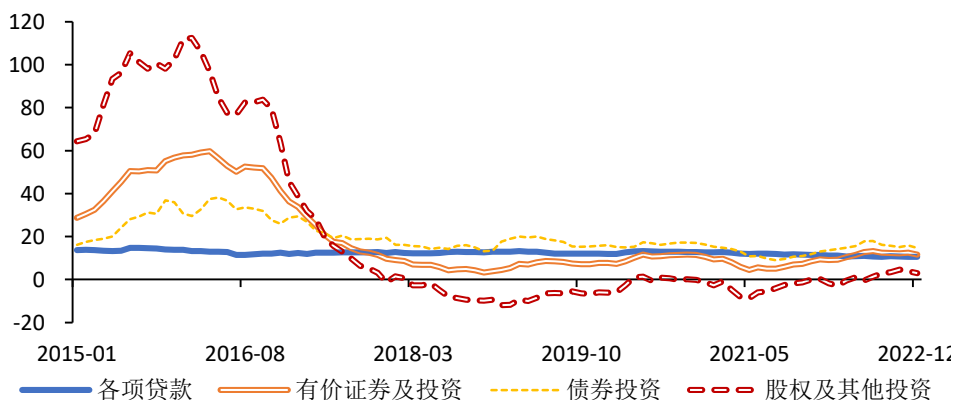
图4：部分银行应收账款科目大幅扩张（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2016年上半年，有价证券投资、债券投资及股权及其他投资增速先后达到最高点后开始出现下滑。股权及其他投资余额同比增速一度降至0%以下，有价证券投资同比增速最低降至3%左右（图5）。股权及其他投资、有价证券投资等资产科目同比增速的下降，意味着商业银行资产端在缩表，这会导致资产负债科目同步抵消。由于银行资产端不少科目大都未体现在社融中，这也导致去杠杆政策对社融的影响相对滞后，因此导致了二者增速出现暂时性的背离。

图5：其他存款类金融机构资产端主要科目余额增速变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二次背离：2022 年 4 月至今

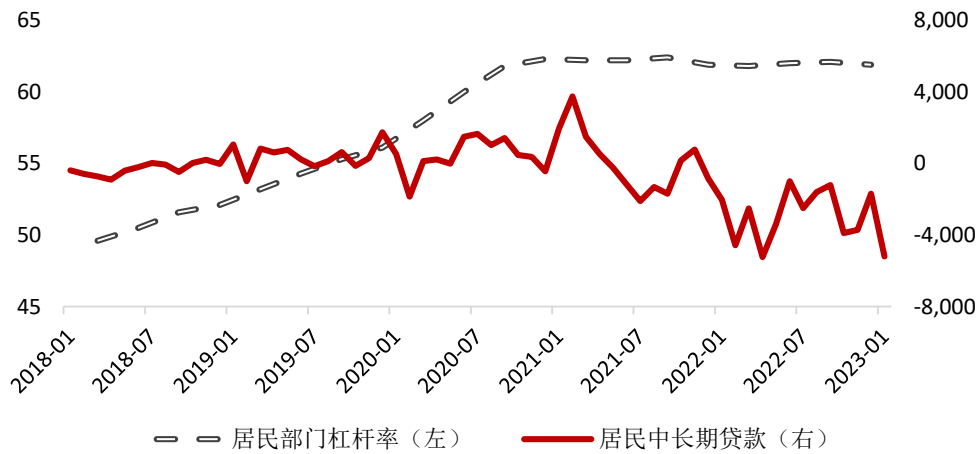
私人部门存款增速持续上升是 M2 持续走高的主因。2022 年以来，住户存款及非金融企业存款增速出现持续上行，与 M2 增速基本保持同步，是导致 M2 持续走高的主要原因。值得关注的是，2022 年三季度以来，非金融企业存款增速已经掉头向下，但住户存款增速依然出现持续攀升，2022 年 12 月末达到 17.32%，同比上升近 7 个百分点。住户存款余额增速持续走高的原因包括：

第一，股市、房地产市场运行持续疲弱影响了居民投资预期。一方面，2022 年以来，受国内外多重因素影响，A 股运行整体疲弱，2022 年末，上证指数收报 3089.26 点，较去年年末下跌幅度超过 15%。虽然股票及其相关资产在居民和企业财富中的占比并不高，但由于近年来资管业务的加速发展，居民持有相关资产占总资产的比重也已超过 20%。在打破刚兑、净值化管理等因素影响下，即使不直接持有股票资产，但 A 股若出现持续性下跌也会影响居民的现金流，加之 11 月份债市出现大幅波动，理财大面积赎回导致金融资产价值明显缩水，居民持币观望意愿增强。

另一方面，房地产市场持续趋冷，居民加杠杆动力不足。2021 年下半年以来，房地产市场交易热情逐步转冷，居民购房热情低迷，中长期贷款同比连续少增，商品房销售面积、销售套数同比增速开始出现负增长。2022 年以来这一现象更是持续发酵。2022 年末，居民部门杠杆率为 61.9%，2021 年以来基本没有变化，居民加杠杆动力明显不足（图 6）。2022 年全年各月居民中长期贷款同比均为负增长，全年同比大幅少增 3.33 万亿元。受此影响，30 个大中城市商品房销售面积、销售套数同比降幅一度超过 50%（图 7）。70 个大中城市新建商品住宅价格指数、二手住宅价格指数持续为负（图 8）。

在需求疲弱带来的预期转换影响下，如果房地产市场预期持续无法逆转，可能会加剧房地产市场下行压力，进一步压缩居民部门加杠杆空间。2023 年年初以来，房地产市场仍未出现明显的企稳迹象，居民加杠杆动力仍然不足。2023 年 1 月居民中长期贷款同比继续大幅少增 5193 亿元，仅次于 2022 年 4 月的 5232 亿元。30 个大中城市商品房销售面积、销售套数同比增速再次降至 40% 以下。

图 6：居民部门杠杆率及中长期贷款增长变动（%、亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 7：30 大中城市商品房成交面积与套数增速 (%)

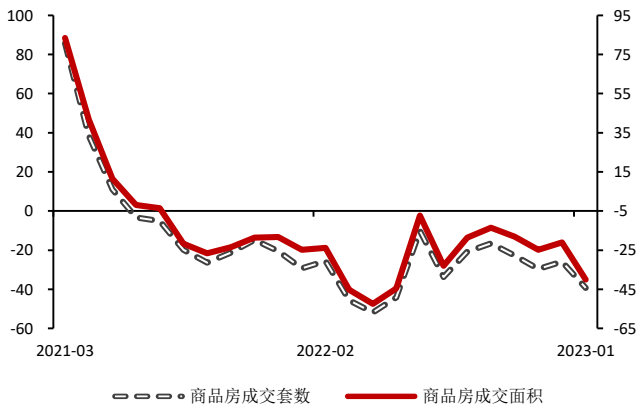
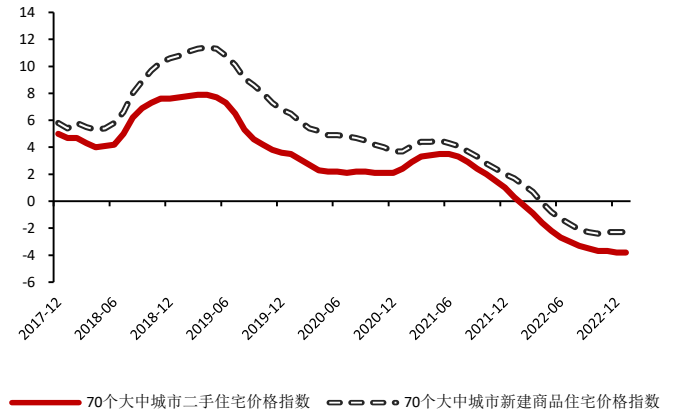


图 8：70 个大中城市新建、二手住宅价格指数 (%)



资料来源：Wind，中国银行研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53351

