

宏观经济专题研究

“重构”M2：与社融的差异从哪来？

核心观点

社融与M2均是观察我国广义信用派生的重要指标。一般认为，它们是一个硬币的两面，但由于出发点不同，两者的统计口径存在一定差异。这种口径差恰恰为观察我国金融市场运行提供了一个窗口。实际使用中的主要难点在于，基于存款规模的M2定义只显示了货币派生的结果，对理解M2的来源和与社融各科目间的差异帮助有限。

本文从存款类金融机构信贷收支表出发，从派生渠道的角度“重构”M2，并与社融进行比较，进而构建一个较为系统的社融和M2差异的归因分析框架，用于理解不同时期两者相对变化的来源。

整理各派生渠道对社融和M2的影响时，我们遵从两个主要的逻辑：一是只有新增的实体融资增加社融。例如新发贷款和一级市场直融增加社融，但非实体融资和二级市场交易不在此列；二是银行直接持有资产可以派生存款，而非银不具备货币创造能力，无法改变M2规模。

经过整理，我们将广义信用派生渠道对社融和M2的影响归为三类：社融M2同时增加、社融增加M2不变和社融不变M2增加。

社融和M2同时增加的情况主要包括：银行投放实体贷款，银行在一级市场购买信用债，银行购买政府债券，银行购买资管产品投向实体部分等。

社融增加M2不变（或社融增幅大于M2）主要包括：非银主体购买国债，非标（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票），实体企业直融。

社融不变M2增加（或社融增幅小于M2）主要包括：银行投放非银贷款，银行在二级市场购买信用债，银行购买资管产品未投向实体部分，外汇占款，财政净投放等。

这其中，单独影响社融和单独影响M2的派生渠道会构成社融和M2的差异，进而帮助我们理解两个指标的走势差和金融市场的运行情况。下一篇专题我们将把实际金融数据“代入”这一公式，分析近一段时间社融与M2增速剪刀差持续负向扩张的原因。

风险提示：疫情出现反复，中国出现疫后通胀，经济复苏不及预期。

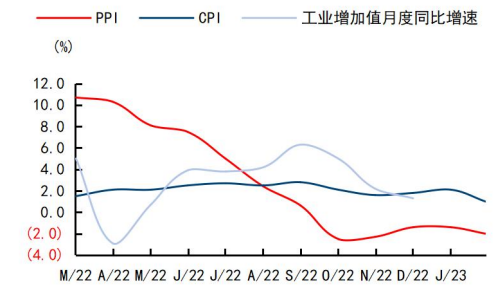
经济研究·宏观专题

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.90

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

- 《宏观经济专题研究-从地方财政举措看稳增长力度》——2023-02-28
- 《宏观经济专题研究-生产要素系列研究一：中国人口发展的趋势与影响（上篇）》——2023-02-27
- 《宏观经济专题研究-疫情期间中国实物产能稳步增长，疫后经济修复的关键在就业》——2023-02-17
- 《宏观经济专题研究-房地产的经济贡献分析》——2023-02-16
- 《美国经济增长专题研究-美国M2增速历史性转负，是否意味着经济衰退？》——2023-02-15

内容目录

社融的结构	4
M2 的“重构”	4
社融与 M2 差异的归因	7
各项贷款	7
债券投资	7
股权及其他投资	9
只影响 M2 的渠道	9
小结：聚焦“偏心”的派生渠道	10

图表目录

图 1: 社融余额结构绝对值	4
图 2: 社融余额结构占比	4
图 3: 存款类金融机构信贷收支表概览 (2022 年 12 月)	5
图 4: 拟合 M2 余额结构绝对值	5
图 5: 拟合 M2 余额结构占比	5
图 6: M2 同比增量拟合效果	6
图 7: 社融与拟合 M2 各项对应关系 (占比为 2022 年 12 月数据)	6
图 8: 社融与拟合 M2 贷款项目变化幅度相近	7
图 9: 商业银行贷款创造存款	7
图 10: 购买信用债券对社融和 M2 的影响	8
图 11: 国债发行时央行资产负债表变化	8
图 12: 非银机构购买国债导致承销行缩表	8
图 13: 国债融资对社融和 M2 的影响	9
图 14: 信用派生渠道对社融和 M2 影响分类	10

社融与 M2 均是观察我国广义信用派生的重要指标。一般认为，它们是一个硬币的两面，但由于出发点不同，两者的统计口径存在一定差异。这种口径差恰恰为观察我国金融市场运行提供了一个窗口。实际使用中的主要难点在于，基于存款规模的 M2 定义只显示了货币派生的结果，对理解 M2 的来源和与社融各科目间的差异帮助有限。

本文从存款类金融机构信贷收支表出发，从派生渠道的角度“重构”M2，并与社融进行比较，进而构建一个较为系统的社融和 M2 差异的归因分析框架，用于理解不同时期两者相对变化的来源。

社融的结构

社融聚焦实体部门的负债端，也是金融部门的资产端，统计了实体部门从金融部门获得的融资额。2011 年央行首次对外发布后，历经数次调整，社融目前的主要构成可归为四大类：

贷款融资（人民币贷款+外币贷款+贷款核销+存款类金融机构 ABS）

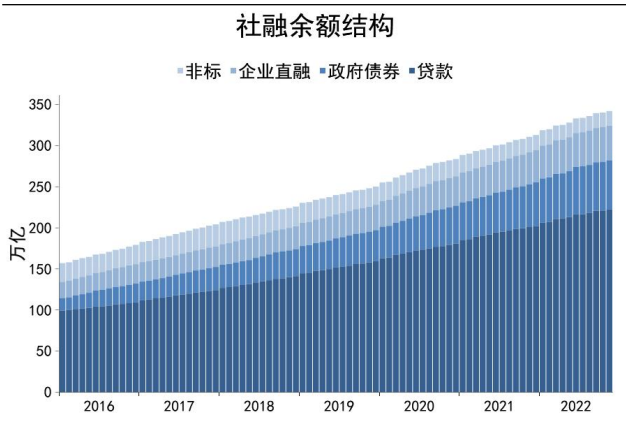
政府债券（政府债券）

企业直融（企业债券+非金融企业境内股票）

非标融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）

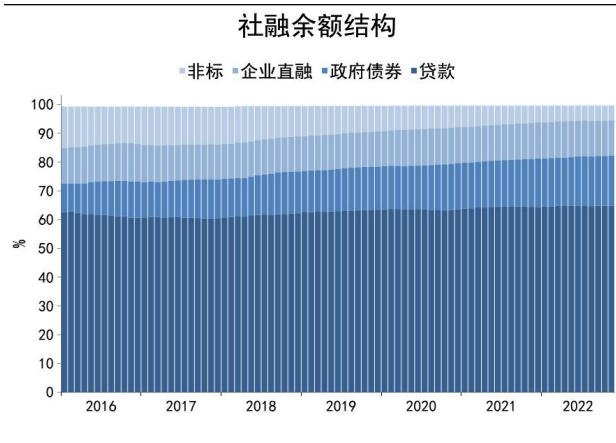
从近期社融数据看，作为间接融资的信贷仍是我国实体融资的主力（65.0%）；直接融资手段中，政府债券占比稳步提升（17.5%），企业直融较为稳定（12.1%），非标融资持续压降（5.1%）。

图1：社融余额结构绝对值



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：社融余额结构占比



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

M2 的“重构”

M2 聚焦金融部门的负债端，也是实体部门的资产端，统计广义货币的派生。M2 的定义较为简单：主要包括流通中货币（M0）、单位活期存款（M1）、个人存款、单位定期存款和其他存款，但剔除了财政存款。然而，这个定义只显示了货币派生的最终结果，对理解 M2 的来源和与社融各科目间的差异帮助有限。这里我们尝试结合央行公布的存款类金融机构人民币信贷收支表拆解 M2 的派生渠道。

图3: 存款类金融机构信贷收支表概览 (2022年12月)

项目	规模	占比	项目	规模	占比
运用方项目	亿元	%	来源方项目	亿元	%
一、各项贷款	2148222	68.67	一、各项存款	2590896	82.82
(一) 境内贷款	2138431	68.36	(一) 境内存款	2573905	82.28
1. 住户贷款	741951.8	23.72	1. 住户存款	1203384	38.47
2. 企(事)业单位贷款	1344055	42.97	2. 非金融企业存款	745189	23.82
3. 非银行类金融机构贷款	52423.66	1.68	3. 机关团体存款	329814.2	10.54
(二) 境外贷款	9791.44	0.31	4. 财政性存款	50012.02	1.60
二、债券投资	577790.2	18.47	5. 非存款类金融机构存款	245505.3	7.85
三、股权及其他投资	179959.3	5.75	(二) 境外存款	16991.12	0.54
四、黄金占款	3106.57	0.10	二、金融债券	128381.8	4.10
五、中央银行外汇占款	214712.3	6.86	三、流通中货币	104706	3.35
六、在国际金融机构资产	4387.03	0.14	四、对国际金融机构负债	5.04	0.00
			五、其他	304188.9	9.72
资金运用总计	3128178	100	资金来源总计	3128178	100

资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

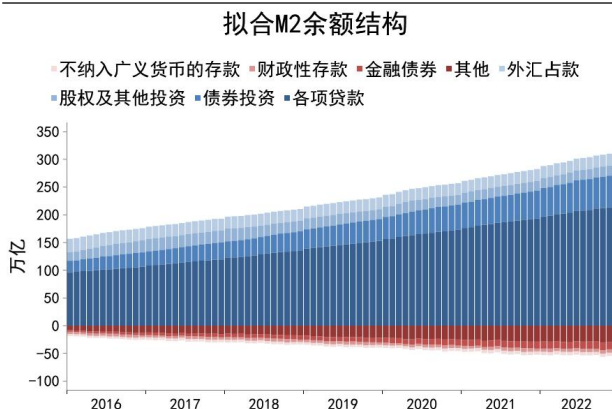
从 M2 定义可得:

$$M2 \approx \text{各项存款} + \text{流通中货币} - \text{财政性存款} - \text{不纳入广义货币的存款}$$

其中不纳入广义货币的存款剔除了各项存款中不纳入 M2 的余额。根据信贷收支表资金来源与资金运用相等的原则, 将各项存款用其余科目替代, 并剔除规模较小的对国际金融机构负债、对国际金融机构资产和黄金占款后, 可以得到:

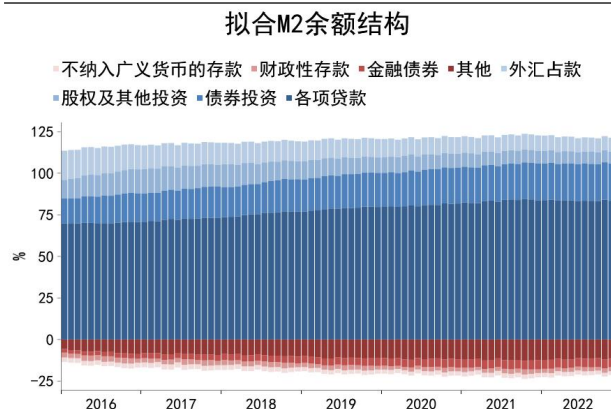
$$M2 \approx (\text{各项贷款} + \text{债券投资} + \text{股权及其他投资} + \text{中央银行外汇占款} - \text{金融债券} - \text{其他}) - \text{财政性存款} - \text{不纳入广义货币的存款}$$

图4: 拟合 M2 余额结构绝对值



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 拟合 M2 余额结构占比



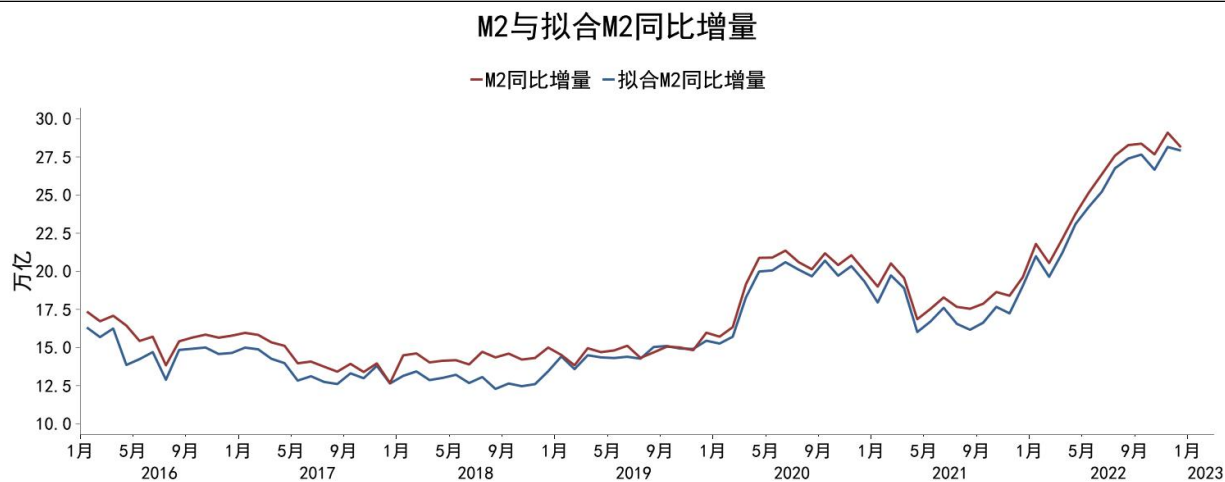
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

进一步将各科目归类为 5 个与实体经济活动相关的“派生项”和剩下 3 个“配平项”，最终得到：

$$M2 \approx (\text{各项贷款} + \text{债券投资} + \text{股权及其他投资} + \text{中央银行外汇占款} - \text{财政性存款}) - (\text{金融债券} + \text{其他} + \text{不纳入广义货币的存款})$$

比较拟合 M2 与真实 M2 的同比增量数据，发现两者在变化的幅度和方向上都较为接近，指向拟合 M2 可以作为真实 M2 的代理指标。

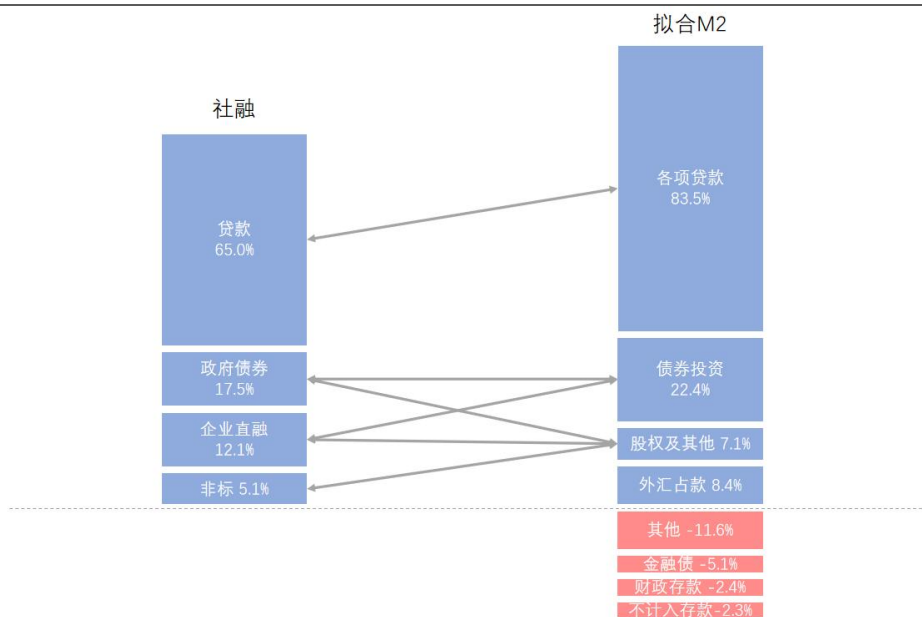
图6: M2 同比增量拟合效果



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

目前为止，仅将 M2 的定义按派生渠道重构，就已经可以大致整理出 M2 与社融各分项的对应关系，并理解这两大统计指标高度相关的原因：**社融的各个科目均与拟合 M2 的某个派生来源均存在对应，而且占比较高的贷款类与债券类（政府债+信用债）科目在社融和拟合 M2 中均占有较高比重。**

图7: 社融与拟合 M2 各项对应关系（占比为 2022 年 12 月数据）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

社融与 M2 差异的归因

接下来，我们将梳理各类信用及货币派生渠道对社融和 M2 的影响。考虑到社融的主要项目在拟合 M2 中均有对应，为使梳理的过程更加清晰，我们以 M2 派生渠道为线索和起点进行整理。

我们遵从两个主要的逻辑：一是只有新增的实体融资增加社融。例如新发贷款和一级市场直融增加社融，但非实体融资和二级市场交易不在此列；二是银行直接持有资产可以派生存款，而非银不具备货币创造能力，无法改变 M2 规模。

各项贷款

贷款类科目基本不构成社融与 M2 的差异。根据贷款派生存款的理论，商业银行向非银主体发放贷款事实上是银行扩表的过程。社融和 M2 等额增加：银行资产端对不同部门的债权增加，负债端存款增加。

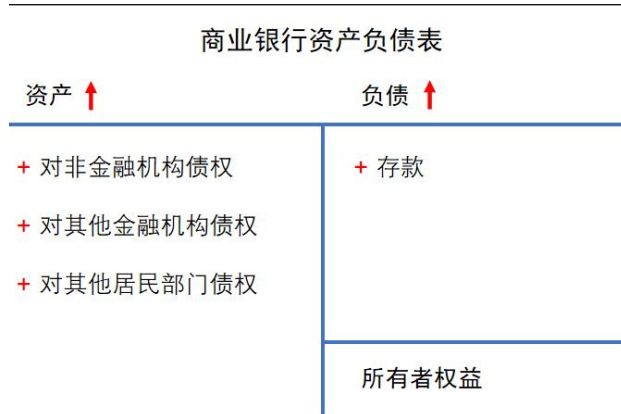
M2 拆解后的各项贷款科目大体可以对应社融的贷款融资类项目，两者同向变动，幅度相近。小幅差异主要在于社融仅包括投向实体部门的贷款，且补回了贷款核销和存款类金融机构 ABS 这两项不计入贷款余额，但仍反映实际信贷投放的统计科目。

图8：社融与拟合 M2 贷款项目变化幅度相近



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图9：商业银行贷款创造存款



资料来源：国信证券经济研究所整理

债券投资

债券投资科目主要指银行持有的利率债和信用债，部分对应社融的政府债券和企业债券科目。

信用债的派生逻辑较为简单，大致可以分为三类情况：

银行在一级市场购买信用债时，相当于对该企业发放了一笔贷款，银行与企业同时扩表。银行资产端对非金融机构债权增加，负债端存款增加。企业资产端存款增加，负债端应付债券增加。这种情况社融与 M2 同时增加，不构成社融与 M2 的差异。

银行在二级市场向非银购买信用债情况类似，只是扩表的对象变为非银。这种情况社融不变，M2 增加。值得注意的是，银行购买信用债以配置盘为主，银行之间

的信用债交易较少，且既不增加社融也不增加 M2。

非银主体没有创造存款的能力，无法改变 M2。因此非银购买信用债只能导致存款的归属出现变化。区别在于，在一级市场购买时，社融增加；在二级市场购买时，社融不变。

图10: 购买信用债券对社融和 M2 的影响

	一级市场	二级市场
银行	社融 增加 ，M2 增加 不构成两者差异	社融 不变 ，M2 增加 构成两者差异
非银	社融 增加 ，M2 不变 构成两者差异	社融 不变 ，M2 不变 不构成两者差异

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

政府债的情况相对复杂，包含发行、交易和政府支出三个步骤，以国债为例：

国债招标发行时，由 40 家银行组成的国债承销团通过竞争性投标承接全部发行的债券。这一过程在央行的资产负债表完成，银行将超额存款准备金上缴国库，央行资产负债表负债端其他存款性公司存款下降，政府存款上升。由于资金流动仅限于基础货币层面，因此虽然社融增加，但 M2 规模不会改变。

承销团随后在二级市场售出国债时，不创造社融，对 M2 的影响具体分为两种情况。当购买方为非承销银行时，出售方获得备付金，减计国债，资产负债表规模不变；购买方做相反记录，资产负债表规模同样不变，M2 不变。当购买方为非银机构时，导致银行缩表：资产端对政府债权减少，负债端存款等额下降，M2 下降。这与私人部门缴税行为有类似之处。

图11: 国债发行时央行资产负债表变化

人民银行资产负债表	
资产	负债
	- 其他存款性公司存款
	+ 政府存款

资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图12: 非银机构购买国债导致承销行缩表

商业银行资产负债表	
资产 ↓	负债 ↓
- 对政府债权	- 非银存款
	所有者权益

资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

到这一步为止（发行+交易），社融增加，但当政府债的最终持有方为存款类金融机构时，M2 不变；而最终持有方为非银主体时，M2 下降。

最后，政府将发行债券融得的资金全部支出后，私人部门存款上升，M2 回升。M2 相较国债发行前的净增加额等于银行体系的持有量。背后的逻辑是，政府发行债券融资时，“抽走”的 M2 仅是非银支付的部分。因此当政府支出时，净增加的 M2 为：政府融资额-非银持有额（相当于“返还”）=银行持有额。因此，政府融资全部计入社融，但只有银行持有的部分增加 M2，最终带来的社融增加额大于 M2，构成社融与 M2 的差异。

图13: 国债融资对社融和 M2 的影响



资料来源：国信证券经济研究所整理

股权及其他投资

股权及其他投资主要包括银行购买并持有的非标资产、同业理财、公募基金、券商资管等产品。银行同样可以通过扩表购买上述标的：当资金投向非标时，企业存款增加，M2 和社融等额上升¹。当资金投向其他非银产品时：首先非银存款增加，M2 增加，社融不变；当非银存款的一部分最终投向实体部门后，M2 不变，社融增加。

因此，股权和其他投资的最终效果是银行通过资管产品持有债券和非标等标的，但只有非银机构在一级市场购买实体资产才能增加社融。M2 的增加额大于社融，构成社融与 M2 的差异。

非银主体投资非标可以增加社融，但 M2 不受影响。

只影响 M2 的渠道

单独影响 M2 的渠道共有五项，分别是：中央银行外汇占款、财政性存款、金融债券、其他和不纳入广义货币的存款。这五项均构成社融与 M2 的差异。

中央银行外汇占款科目，记录了商业银行向央行兑换外汇时形成的历史人民币投放规模。这是一个“前置”创造 M2 的过程，主要因为居民和企业先向银行兑换外汇，存款和 M2 增加，商业银行再择机将取得的外汇向央行置换成基础货币。

¹委托贷款和未贴现银行承兑汇票增加社融，但不增加 M2。

财政存款科目，主要包括央行经理的中央和地方国库，以及商业银行通过竞标取得的部分国库定期存款。由于财政存款属于基础货币，不纳入 M2 统计，因此其变化构成对 M2 的反向影响。财政支出时，资金通过商业银行最终流向私人部门，M2 上升。私人部门缴税时，M2 下降，银行超储下降，财政存款上升。从完整的收支周期看，平衡的财政预算尽管会带来波动，但并不会改变 M2 水平，影响 M2 的因素来自于财政“超支”的部分，包括发行债券²和货币当局上缴的结存利润等。

从分析社融与 M2 差异的角度看，金融债券、其他和不纳入广义货币的存款主要的作用是配平。金融债券指银行发行的金融债券，但央行在合并各家银行信贷收支表时，会剔除银行间交叉持有的数额，因此最终体现在存款类金融机构信贷收支表上的金融债券仅反映非银的持有量。非银购买银行金融债会“冻结”存款，与 M2 呈反向关系，且不影响社融。其他科目主要是信贷收支表的轧差项，除发挥配平作用外，也囊括了一些重要性相对较低的科目，如买入贩售资产等。

小结：聚焦“偏心”的派生渠道

综上所述，社融和 M2 的差异主要由银行货币派生能力、新增资金是否投向实体等因素造成。广义信用派生渠道对社融和 M2 的影响可以归为三类：社融 M2 同时增加、社融增加 M2 不变和社融不变 M2 增加。社融和 M2 同时增加的情况主要包括：银行投放实体贷款，银行在一级市场购买信用债，银行购买政府债券，银行购买资管产品投向实体部分等。社融增加 M2 不变（或社融增幅大于 M2）主要包括：非银主体购买国债，非标（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票），实体企业直融。社融不变 M2 增加（或社融增幅小于 M2）主要包括：银行投放非银贷款，银行在二级市场购买信用债，银行购买资管产品未投向实体部分，外汇占款，财政净投放等。

图14：信用派生渠道对社融和 M2 影响分类

影响社融	影响社融与M2	影响M2
实体企业股票融资	银行投放实体贷款	银行投放非银贷款
非银购买实体企业信用债（一级市场）	银行购买实体企业信用债（一级市场）	银行向非银购买实体企业信用债（二级市场）
非银购买政府债	银行购买政府债券	外汇占款/财政净投放/金融债
非标（信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票）	银行购买资管产品（投向实体部分）	银行购买资管产品（未投向实体部分）

资料来源：国信证券经济研究所整理

这其中，单独影响社融和单独影响 M2 的派生渠道会构成社融和 M2 的差异，进而帮助我们理解两个指标的走势差和金融市场的运行情况。下一篇专题我们将把实际金融数据“代入”这一公式，分析近一段时间社融与 M2 增速剪刀差持续负向扩张的原因。

² 如前所述，仅银行持有的政府债在财政投放时带来额外 M2 增长。

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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