

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。

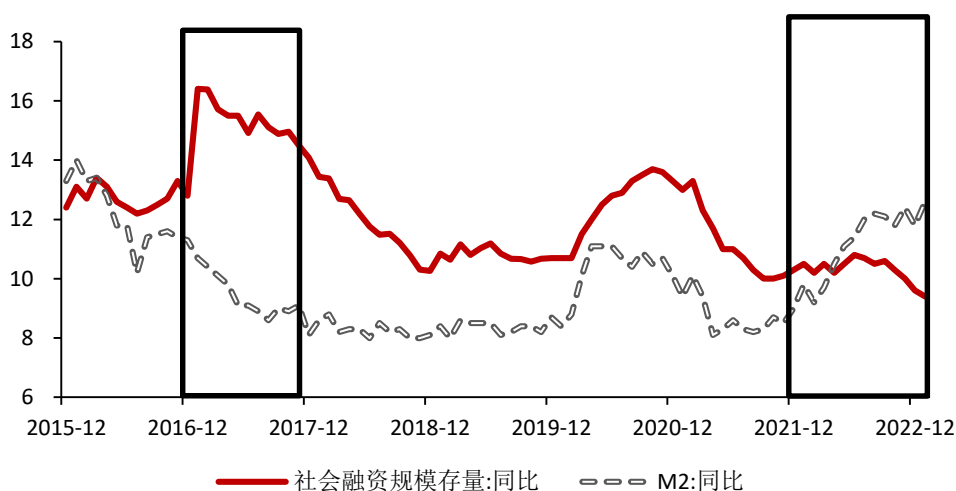
一是 2016 年 7 月-2017 年 7 月。2016 年 7 月起，社融增速出现持续走高，2017 年 2 月一度突破 16%，随后在高位运行近三个月后开始下降。与之相对应，M2 增速则出现持续下滑，直至 2017 年 7 月二者走势基本同步。

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（%）



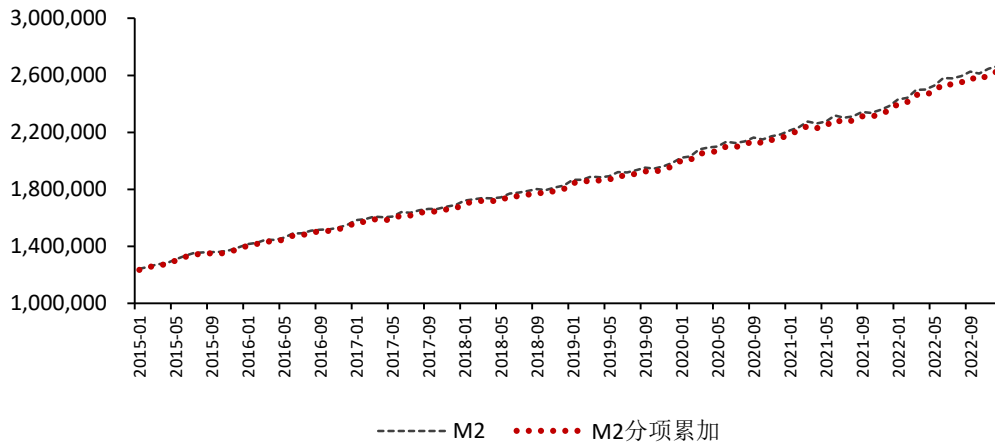
二、社融和 M2 增速两次背离的原因及影响

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）。

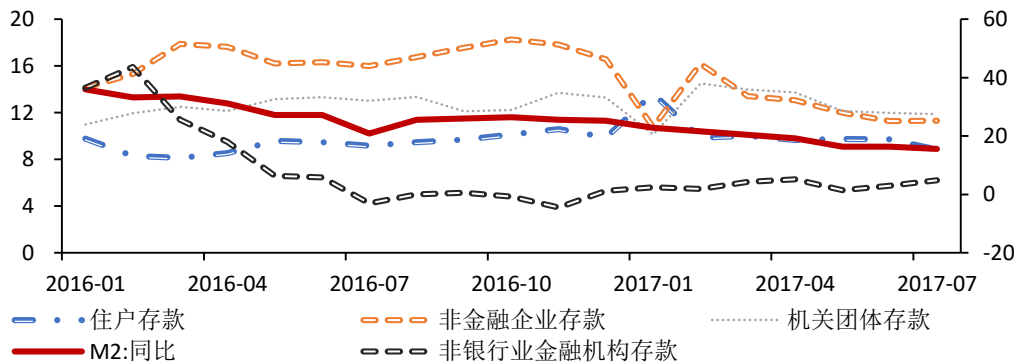
图2：对M2的拟合及与M2走势



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。

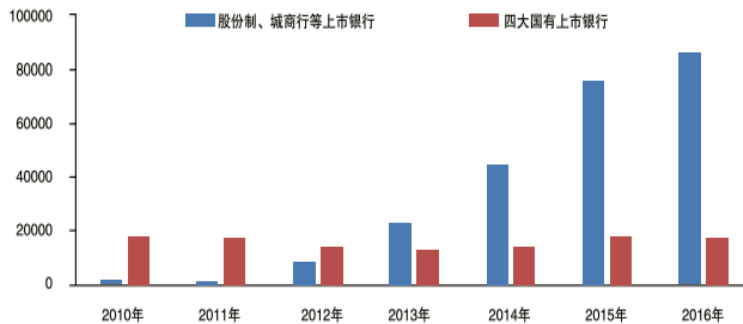
一是部分主体资金需求渠道受限导致金融业务的无序扩张。贷款等传统融资渠道管理严格、业务链条短，因此更加透明。但 2010 年以来，随着针对房地产、地方融资平台等主体融资政策趋严，金融机构开始积极引入各类非银渠道，即通过通道合作“绕道”为不符合信贷投向要求的主体提供资金支持。例如，银行通过银银合作、银证合作、银信合作等同业渠道大量投向非标准化资产，其实质与贷款没有本质区别，但由于引入了非银金融机构，便可以通过不计入贷款项目的方式投放资金。

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）。

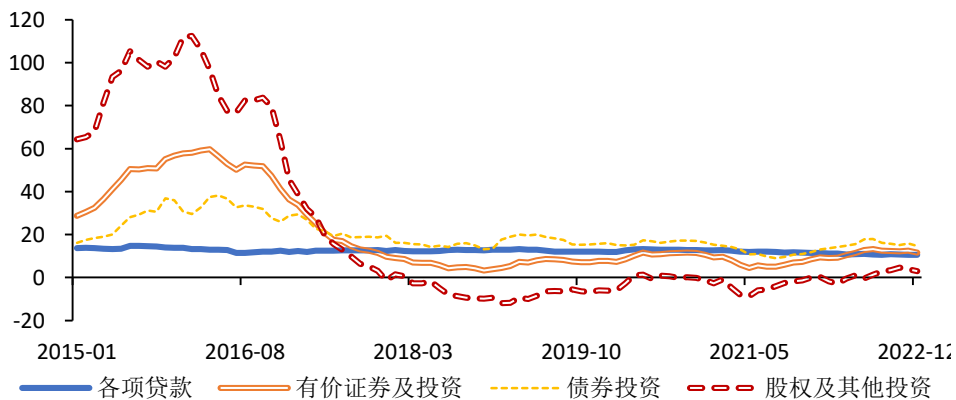
图4：部分银行应收账款科目大幅扩张（亿元）



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

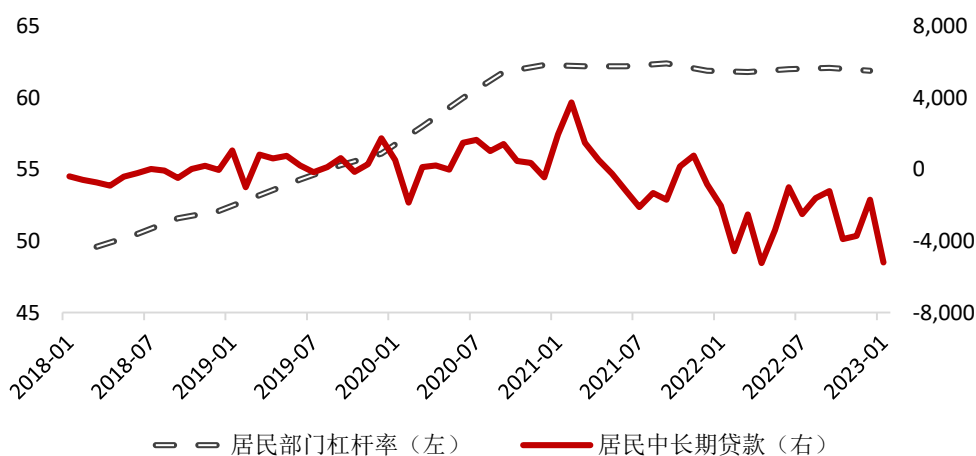
私人部门存款增速持续上升是 M2 持续走高的主因。2022 年以来，住户存款及非金融企业存款增速出现持续上行，与 M2 增速基本保持同步，是导致 M2 持续走高的主要原因。值得关注的是，2022 年三季度以来，非金融企业存款增速已经掉头向下，但住户存款增速依然出现持续攀升，2022 年 12 月末达到 17.32%，同比上升近 7 个百分点。住户存款余额增速持续走高的原因包括：

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（%）

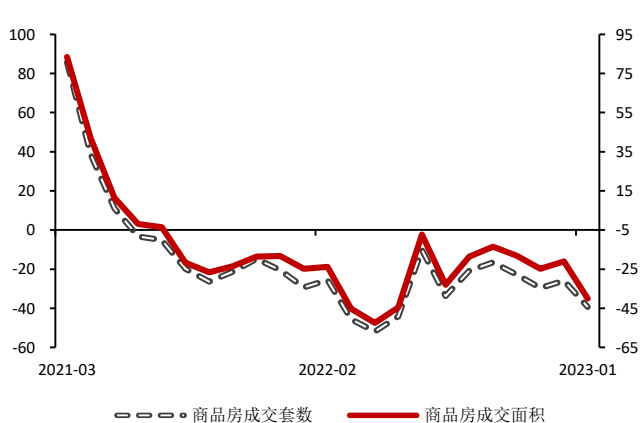
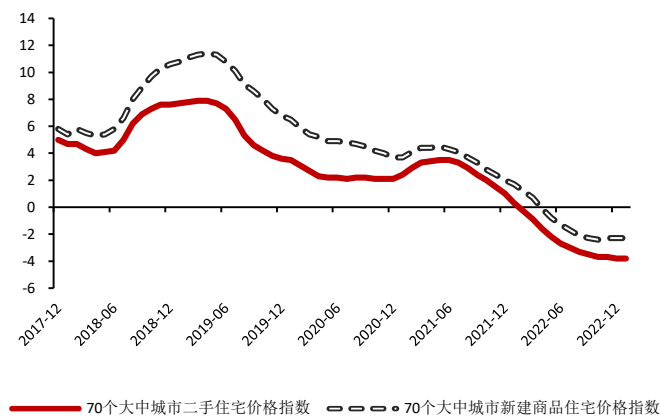


图 8：70 个大中城市新建、二手住宅价格指数（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，疫情对居民的消费行为产生了影响。2020 年至今，疫情已持续三年，在轮番的封控、放松循环影响下，失业率明显上升，居民的现金流预期受到干扰，这导致消费持续低迷，储蓄动机增强。从相关数据看，2022 年以来城镇调查失业率、31 个城市调查失业率在 5 月份一度上升至 5.9% 和 6.9%，后者为历史最高，特别是 16-24 岁人口调查失业率在 7 月一度升至 19.9%。受此影响，消费信心指数在 4 月份骤降至 86.7，出现断崖式下跌，此后持续维持在 90 以下（图 9）。2022 年，消费同比增速为 -0.2%，为改革开放以来次低，住户贷款、消费性贷款同比增速降至 5.4%、4.1%，为有统计以

来最低（图 10）。与之相对应，2022 年新增居民存款 17.84 万亿元，同比多增 7.94 万亿元，二者均创下历史最高，居民对未来经济增长和收入的预期悲观，带动储蓄意愿明显增强（图 11）。特别地，人民银行《2022 年第四季度城镇储户问卷调查报告》显示，居民储蓄意愿仍然较强，倾向于“更多储蓄”的居民占 61.8%，这一比例为有统计以来的最高值。在四季度疫情防控措施大幅优化背景下，居民储蓄意愿仍然保持在较高水平，疫情对居民的影响仍未明显缓解。

图 9：消费总额增速及消费者信心指数（%）

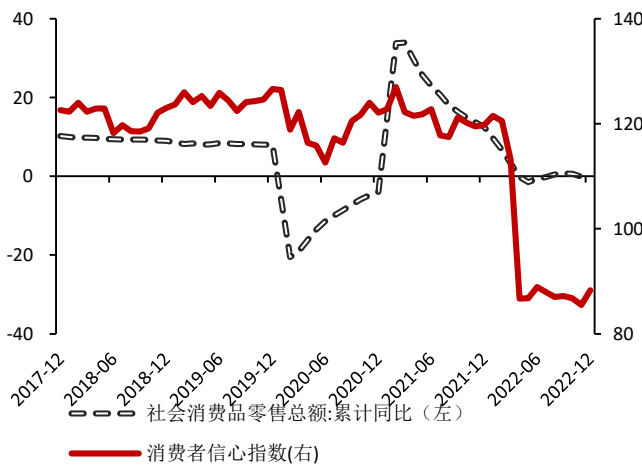
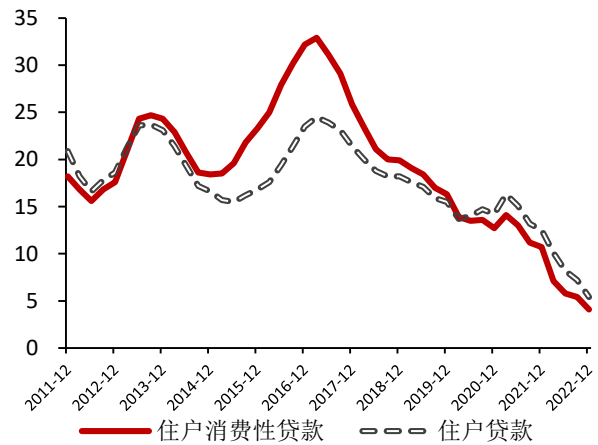
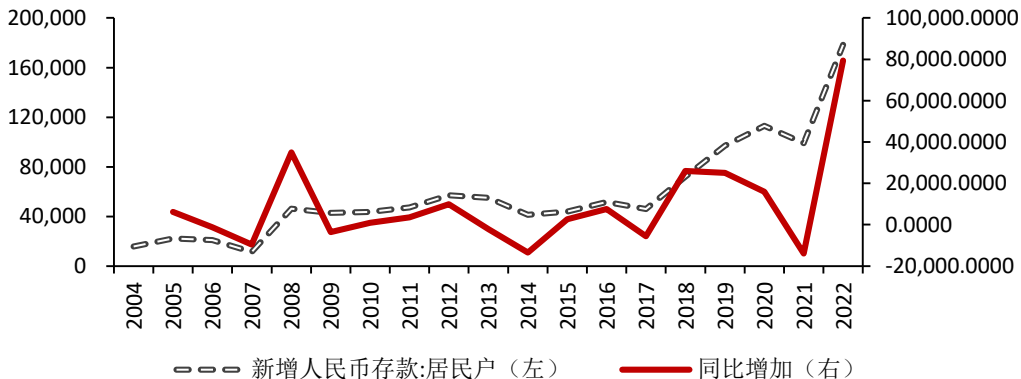


图 10：住户贷款与消费性贷款同比增速（%）



资料来源，Wind，中国银行研究院

图 11：居民部门存款新增及同比变化（亿元）



资料来源，Wind，中国银行研究院

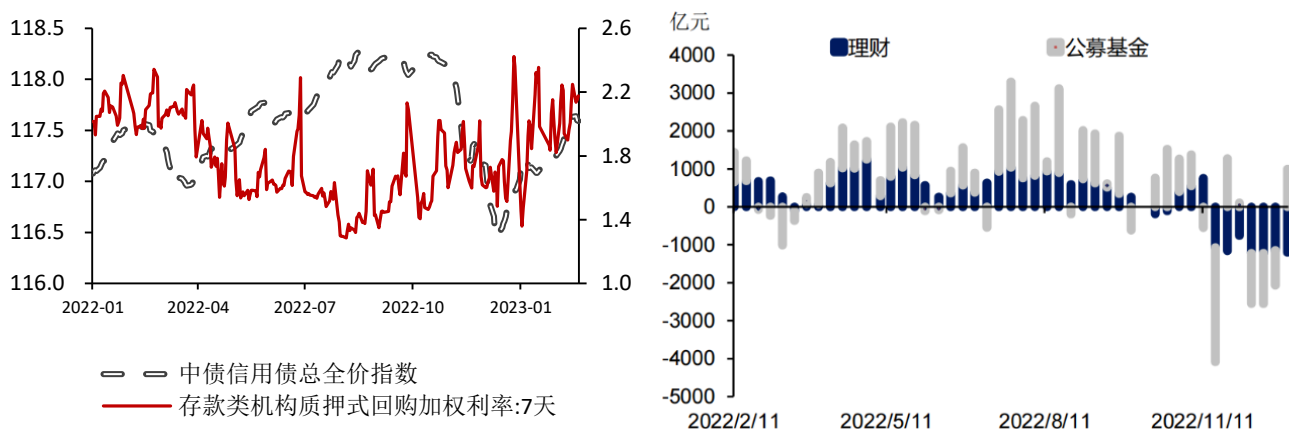
从社融角度，债券融资增速快速下降对其形成拖累。2022 年上半年末，社融增速

依然高达 10.8%。但进入半年后，社融增速便出现持续下降。从内部看，债券融资，特别是企业债券融资余额增速降幅较大，由 2022 年 4 月的 10.7% 一路降至 2023 年 1 月的 1.9%，这同步导致社融增速出现持续下降。债券融资增速下行与 11 月份以来债券市场出现大幅震荡，企业发债意愿下降有关。

经济预期转暖叠加市场预期修正，导致债券市场波动有所加大。2022 年以来，在轮番的疫情封控以及房地产市场运行疲弱等因素影响下，居民和企业资金需求意愿明显不足。自 4 月份以来，DR007、R007 等关键货币市场利率品种持续低位运行，信贷市场资金需求不足的情况反映至货币市场。从货币政策调控角度，货币市场基准利率围绕政策利率波动，反映出流动性供求大体稳定，但 DR007、R007 等持续低于政策利率说明流动性供大于求，这容易引发市场加杠杆，继而推升资产价格。

从数据看，在货币市场利率持续保持低位影响下，债市价格不断走高，中债信用债总全价指数由 2022 年 3 月的 116 左右上升至 9 月的 118 左右，直至 11 月初一直维持在 118 上下，已有到顶迹象，但市场并未意识到相应风险。11 月以来，随着疫情防控措施优化，经济预期转暖，企业资金需求意愿增强，货币市场利率开始上移，流动性环境与上半年相比出现边际收紧，以信用债为代表的各类债券价格开始下跌，市场波动加大，这导致公募基金、理财等净值下跌并引发了大规模赎回，债市的自反馈效应开始推动市场加速调整，中债信用债总全价指数快速跌至 116 以下（图 12、图 13）。

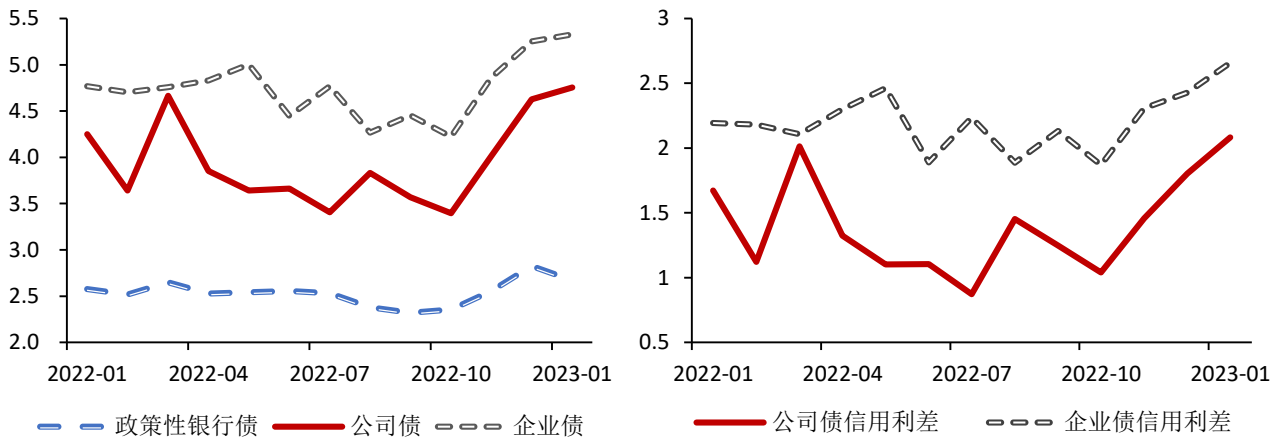
图 12：中债信用债总全价指数与 DR007 (%) 图 13：理财和公募基金现券增持情况 (亿元)



资料来源：Wind，中国银行研究院

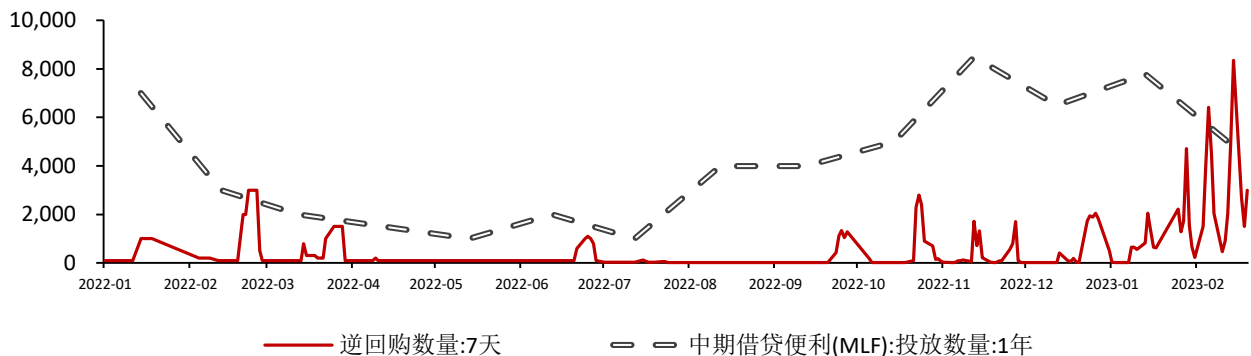
债市波动加大推升企业发债成本，不仅影响了企业发债融资意愿，也降低了货币政策调控效率。一方面，随着债市波动加大，企业发债成本明显上行，信用利差持续走阔。企业债、公司债（除AAA级债券外）发行利率在2022年11月达到4.01%和4.86%，2023年1月进一步上升至4.75%和5.33%（图14）。同时，在政策性银行债利率稳中有降背景下，企业债、公司债的信用利差（企业债、公司债发行利率与政策性银行债发行利率之差）反而由2022年11月的1.45%和2.30%持续上升至2023年1月的2.08%和2.65%（图15）。虽然人民银行在不断加大公开市场操作，并持续加量续作MLF，但低评级债券发行利率仍在走高，债市波动的负面效应还在继续（图16）。

图14：主要债券发行利率变化（%） 图15：公司债和企业债信用利差（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图16：央行不断加大公开市场操作数量（亿元）

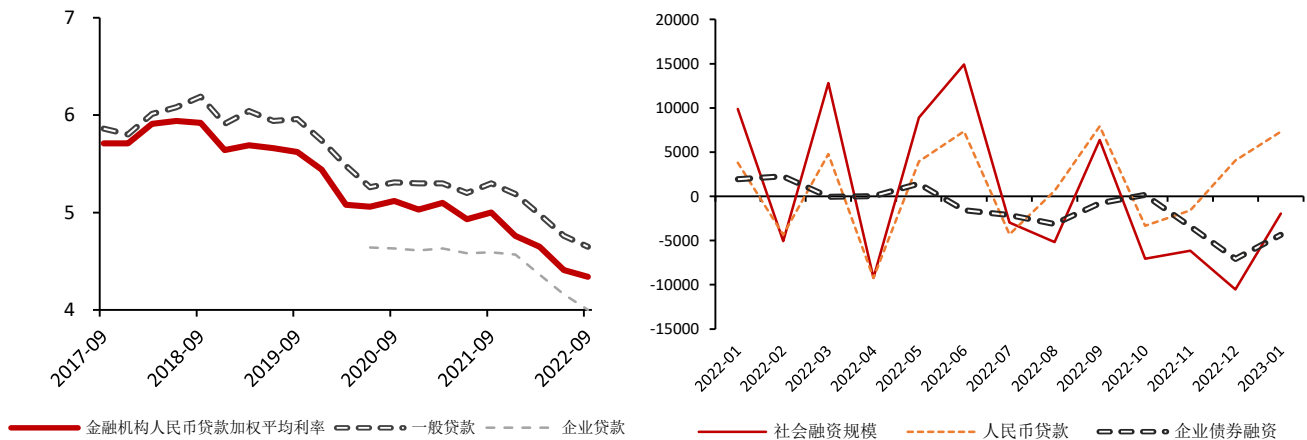


资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，贷款与债券融资利率差距过大影响货币政策调控效果。与债券融资成本持续走高相对应，2022年以来信贷利率保持稳步下行。2023年三季度末，金融机构人民币贷款加权利率已降至4.34%，企业贷款利率更是降至4%（图17），信贷利率和债券发行利率出现明显价差。近年来，在政策引导下，信贷环境整体宽松，本身会对债券融资形成替代，加之二者融资利率存在价差，企业发债融资动力受到严重影响。2022年11月-2023年1月，企业债券净融资合计同比大幅下降1.48万亿元，这与信贷融资规模持续走高形成鲜明对比（图18）。

图 17：金融机构贷款利率走势（%）

图 18：新增人民币贷款和企业债券同比变动（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

若 M2 和社融增速持续背离，可能会有三方面潜在影响：一是不利于经济加快恢复。受疫情影响，2022 年新增存款创下历史最高，居民储蓄意愿提升。随着经济预期持续转暖，居民消费动力增强，M2 增速大幅上行的态势会有所缓解。但近期披露的《2022 年四季度货币政策执行报告》也指出，疫情演进的扰动影响仍需关注，居民储蓄向消费转化的动能有待观察。因此可适度采取措施提振居民消费意愿，推动消费恢复到正常轨道。二是信用利差长期保持高位会干扰市场预期，同时也不利于企业多渠道获取资金支持。M2 和社融反映实体经济的可用资金与金融业对实体经济的支持，二者出现背离意味着资金供需存在缺口，实体经济资金来源渠道受限，本次社融增速走低也主要是由于债券融资大幅下降所致。特别地，债券市场信用利差保持高位并非企

业信用资质问题，而是市场波动加大造成预期不稳，且已持续较长时间。而债券市场的不稳定也会影响到其他市场的正常运行，例如货币市场的资金拆出和拆入，继而形成货币市场和债券市场的负反馈循环，因此需要采取措施降低债市信用利差，在稳定市场预期的同时助力企业更好发债融资。三是影响政策调控效率。M2 和社融同为货币政策的中介目标，是货币政策政策调控的重要依据。但在“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”锚定要求下，二者如果持续背离，可能会释放错误信号，不利于央行的政策操作。如果社融持续走低，可能会使政策为鼓励金融业加大对实体经济支持力度而过度宽松，导致宏观杠杆率快速上行。

三、相关建议

未来在居民储蓄意愿回归常态后，通过有效拉低债券市场信用利差等方式消除 M2 和社融增速持续背离的现象，逐步引导二者走势稳步趋同，以更加准确地反映金融业及实体经济资金供需情况，为政策调控提供准确依据，更好服务经济发展。

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。在经济稳步回暖背景下，可进一步采取措施提振居民信心，增强居民消费动力。一方面，坚持就业优先导向，建立针对灵活就业人员的保障制度，加大以工代赈力度，确保新增就业岗位完成预期目标，对暂时遇到就业困难的居民，提供过渡性工作岗位、加强素质技能锻炼和培养，同时可考虑在税收安排上给予支持，以增加居民可支配收入，提升消费意愿。另一方面，合理引导居民消费，稳步降低居民储蓄意愿。例如，可通过消费补贴等方式鼓励消费新能源等绿色电力，引导各类用户购买新能源等绿色电力制造产品。同时，鼓励有条件地区开展节能智能家电下乡行动，引导消费者更换或新购绿色节能家电、环保家居等产品，吸引居民主动扩大消费。这既有助于支持绿色产业更好更快发展，加快推动经济转型，也有助于满足相对低收入人群的现代化服务需求，合理释放更多消费潜力。

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。一方面，考虑到债市波动影响尚未

完全消除，根据市场流动性需求情况，综合使用各类期限逆回购工具投放流动性，积极引导市场利率回归至政策利率附近波动。特别地，根据市场流动性供求变化及金融机构信贷投放需要，继续加量续作 MLF 或在合适时机降准，以更好满足金融机构中长期流动性需求，稳定市场预期。同时，在经济加速复苏背景下，金融市场运行整体趋稳。可积极引导理财、资管等机构根据仓位需要适度增加对信用债的配置，合理拉低信用利差，逐步消除债券发行利率和信贷利率之间的价差，稳定市场预期。另一方面，进一步压实中介结构责任，鼓励其做好尽职调查和信息披露等工作，并加大政府、金融机构和企业之间多方协调，做好增信及担保工作，更好为企业发债融资提供支持。

