

为什么社融增速与 M2 增速持续背离？

证券研究报告
2020 年 09 月 16 日

作者

推动社融高增的因素主要来自四个方面,一是政府赤字的大幅扩张,二是实体经济活跃度的提升,三是资本市场改革带来的中长期变化,四是表外融资的短期波动甚至透支。

社融超预期高增的同时, M2 增速反而下滑,二者走势连续两个月背离,主要因素来自三个方面。一是表外融资需求旺盛,信托贷款和未贴现票据存量增速持续回升;二是政府债券融资大幅增长,但财政收入转化为财政投放的效率不高,较多滞留在财政存款中;三是监管要求结构性存款压降,银行尤其是中小银行的负债端压力加大。

往后看,社融和 M2 走势持续背离的概率比较低,社融增速继续小幅回升 2 个月左右后开始回落的概率更大。信用扩张见顶后的回落速度,今年 4 季度和明年 1 季度可能比较平缓,明年 2 季度后可能开始加速。

利率债对 8 月数据对的反应基本完成,预计短期重新进入震荡观察阶段。如果 4 季度明确信用扩张的下行拐点,政府债券的供给压力也明显回落,利率债的压力可能有所缓解。

信用扩张的下行速度暂时平缓,基本面延续复苏,权益市场短期的下行风险有限。如果不确定性事件抑制风险偏好,则“经济温和复苏+流动性紧平衡”作为概率较高的方向,可能触发市场风格进一步再平衡。

风险提示: 货币政策超预期变化;经济复苏强度超预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



8月金融数据超市场预期，社融新增 3.58 万亿，比 WIND 一致预期高 9000 亿，存量同比增速升至 13.3%；社融口径信贷新增 1.42 万亿，存量增速连续 4 个月保持在 13.3% 的高位；但 M2 同比增速超预期回落至 10.4%，连续第 2 个月增速回落。

一、推动社融高增的四个主要原因

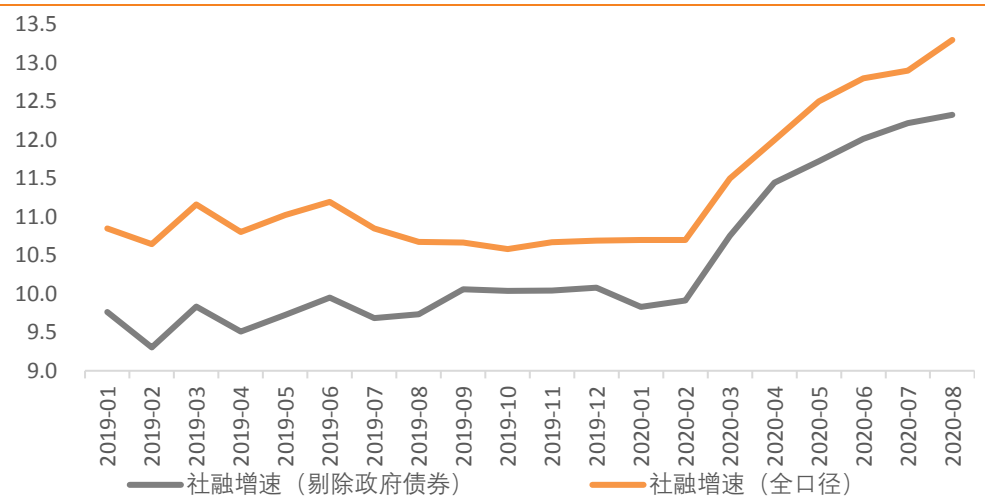
一是政府赤字的大幅扩张。政府债券净融资规模高达 1.38 万亿，同比多增 8700 亿，是推动社融高增长的最重要因素之一。8 月存量社融同比增速从 7 月的 12.9% 升至 13.3%，上升 0.4%；剔除政府债券后，同比增速从 7 月的 12.2% 升至 12.3%，上升仅 0.1%。

二是实体经济活跃度的提升。企业中长期贷款新增 7252 亿，企业资本开支意愿好于预期，对应 8 月当月固定资产投资增速从 7 月的 6% 上升至 7.5%，其中制造业当月投资增速从 -3.1% 大幅上升至 5%，房地产开发投资则继续保持 11% 以上的单月增速。其次是居民短期贷款新增 2844 亿，居民消费意愿小幅回升，对应 8 月社零同比增速今年首次转正至 0.5%。相应的，8 月 M1 增速从 7 月的 6.9% 升至 8%。

三是资本市场改革带来的中长期变化。2016 年之后股票融资在社融中的占比从接近 7% 下滑到 2% 以下，随着股市活跃度提升、注册制改革等政策红利释放，今年以来股票融资规模逐渐走高，7-8 月增量都在千亿以上，占比快速提升。

四是短期的波动甚至透支。信托贷款负增仅 316 亿，可能与预期即将出台的“三四五”房企融资监管政策有关。根据用益信托网的消息，在融资收紧预期之下，8 月特别是下半月，房企境内外融资出现全面井喷。未贴现票据净增 1441 亿，可能与出口外贸景气度较高、中小企业经营活跃度提升有关。

图 1：剔除政府债券后的社融增速环比上升 0.1%（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

二、社融增速与 M2 增速连续背离的原因

8 月 M2 增速下行至 10.4%，社融增速则上行至 13.3%，连续两个月背离。二者历史走势相当接近，因为社融和 M2 相当于一个硬币的两面，分别描述了金融机构资产端和负债端的情况。但二者走势也不尽相同，因为社融和 M2 在统计范围和渠道等方面存在一定差异，实际上今年 5 月以来社融增速持续强于 M2 增速。

图 2：社融与 M2 的交集和非交集

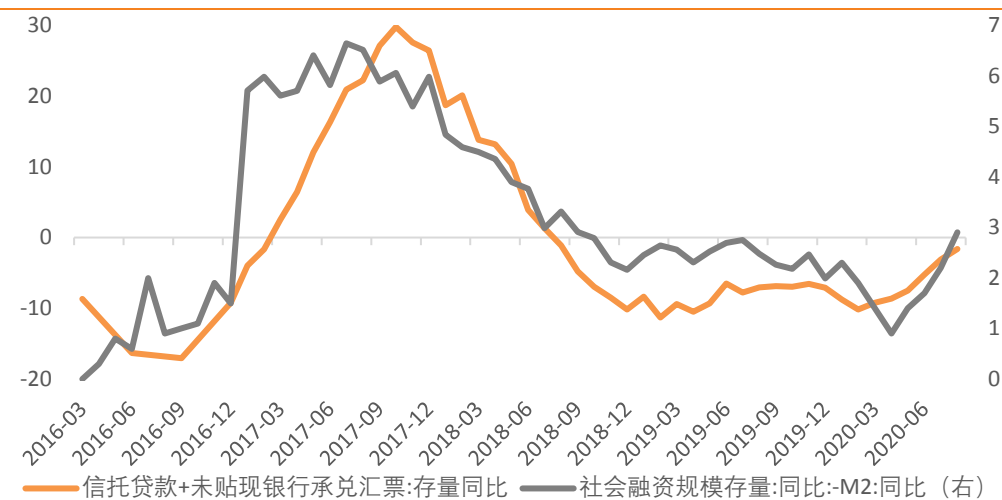
新增社融		派生M2
1. 企业债券融资（非银行持有部分）	1. 银行发放人民币贷款	1. 外汇占款变动
2. 非金融企业境内股票融资	2. 企业债券融资（银行持有部分）	2. 财政投放
3. 未贴现银行承兑汇票	3. 银行投放非银（投向实体经济部分）	3. 银行投放非银（未进入实体经济部分）
4. 信托贷款		4. 货币概览的其他负债
5. 政府债券		
6. 存款类金融机构资产支持证券		
7. 贷款核销		

资料来源：天风证券研究所整理

二者的交集部分，也是对新增社融和派生 M2 贡献最大的部分“银行向实体经济发放的人民币贷款”（社融口径信贷）的存量增速已经自 5-8 月连续 4 个月保持在 13.3% 不变，因此非交集部分的差异化走势比较容易造成二者走势的背离。就当前而言，主要是三方面因素。

一是表外融资需求旺盛，信托贷款和未贴现票据存量增速持续回升，从今年 2 月的低点 -10.2% 升至 8 月的 -1.6%。这一过程中出资者的存款转化为融资企业的存款，没有派生 M2 但会计入社融。

图 3：表外融资是影响社融和 M2 增速差的重要因素（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

二是政府债券融资大幅增长，但财政收入转化为财政投放的效率不高，较多滞留在财政存款中，尚未充分转化为对实体经济的支持，8 月金融机构财政存款同比多增 5244 亿。这一过程中政府债券融资计入社融，但形成的财政存款不计入 M2。

三是监管要求结构性存款压降，银行尤其是中小银行的负债端压力加大。截至 7 月底，银行结构性存款余额已经较今年 4 月时的峰值下滑近 2 万亿。

三、对社融和 M2 后续走势的判断

问题一：社融和 M2 的背离走势能否持续？

答：概率比较低。

二者的重叠部分“社融口径信贷”在社融中的占比接近 70%，同时也是 M2 派生的核心。5-8 月社融口径信贷增速连续 4 个月走平，使得非重叠部分的方向性差异很容易导致社融

和 M2 走势背离，一旦后续信贷增速出现方向性变化，则社融和 M2 增速走势大概率回归统一，这也是历史上绝大多数时间的情形。

问题二：社融和 M2 走势方向如何？

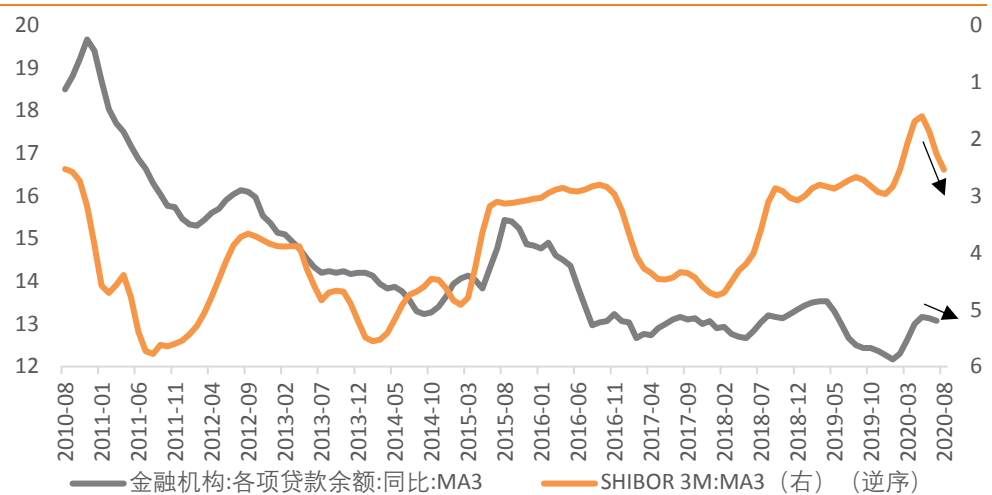
答：社融继续小幅回升 2 个月左右后开始回落的概率更大。

首先，关键还是判断信贷增速的方向。

货币政策从 5 月以来逐渐收紧，7 月底-8 月初流动性环境已经回归疫情之前的水平。但弱复苏的基本面暂不支持流动性持续收紧，因此 8 月以来央行通过高频率的公开市场操作连续净投放，流动性整体保持相对平衡的同时，信用扩张速度也得以维持在高位。

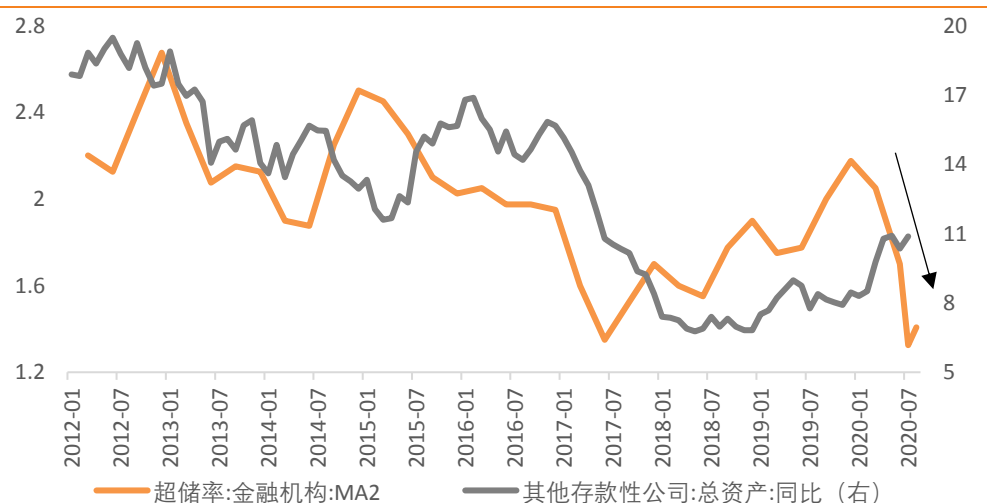
往后看，两项指标均指向信贷增速出现回落的概率更高。一是流动性，经历了 5 月以来流动性环境从宽松到紧平衡的变化后，信贷增速可能滞后 1-2 个季度出现回落；二是超储率，6 月超储率超季节性降至 1.6%，7 月为 1.1%，8 月保持在 1.1%，9 月 MLF 超额续作 4000 亿后可能恢复到 1.3% 附近。移动平均来看，超储率年初以来经历了一次快速回落，也将对后续金融机构扩表形成抑制。

图 4：流动性收紧指向银行扩表滞后减速（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：超储率低位抑制金融机构扩表速度（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

其次，考虑其他相对次要的因素。

对于社融，短期的主导因素是政府债券融资。9-12 月政府债券净融资规模仍将高达 2.68 万亿，这将推动社融增速继续小幅回升至 10 月前后。表外方面，年初以来表外融资复苏兼有需求改善和流动性环境宽松的影响，但当前流动性环境已经回归平衡，监管层面对融资类信托和房地产融资收紧的导向不变，表外融资后续可能转向回落。因此，社融增速在政府债券发行高峰期过后随信贷增速回落的概率更大。

对于 M2，短期的主导因素可能是财政支出提速。财政大规模融资逐渐转化为财政支出后，可能对 M2 有一定拉升作用。结构性存款规模压降短期加大了银行的负债端压力，中长期的结果是存款资源在不同银行间的在分配，对总量影响有限。因此，M2 增速在财政支出释放过后随信贷增速回落的概率更大。

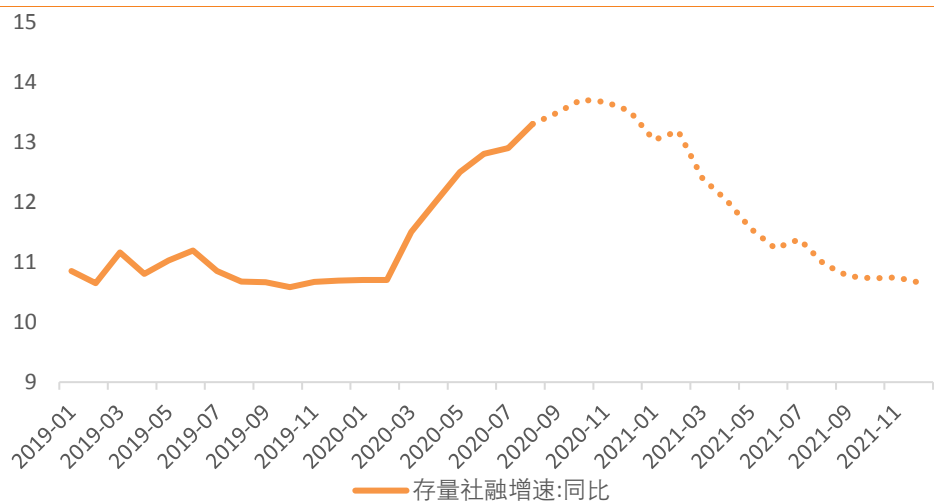
问题三：信用扩张见顶后的回落速度如何？

答：今年 4 季度和明年 1 季度较平缓，明年 2 季度开始加速。

8 月经济数据显示实体经济复苏延续，但复苏的斜率仍然相对平缓，且存在不均衡不充分的问题，这种宏观环境仍然不支持货币政策实质性收紧。如果央行能通过 MLF 超额续作、OMO 净投放甚至小幅降准继续保持流动性的相对平衡，则今年后面几个月的社融信贷增速回落会比较平缓。

明年 3 月开始，如果政策环境继续保持平稳，受基数快速上升和财政赤字难以较今年继续明显扩张的影响，社融增速可能开始快速回落，至年底可能回到 10%-11% 的水平。

图 6：信用扩张下行拐点即将到来但回落速度暂时比较平缓（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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_2473

