

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

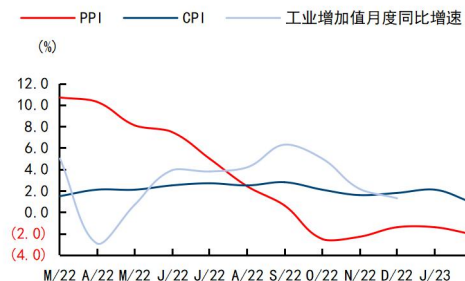
dongdz@guosen.com.cn

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）

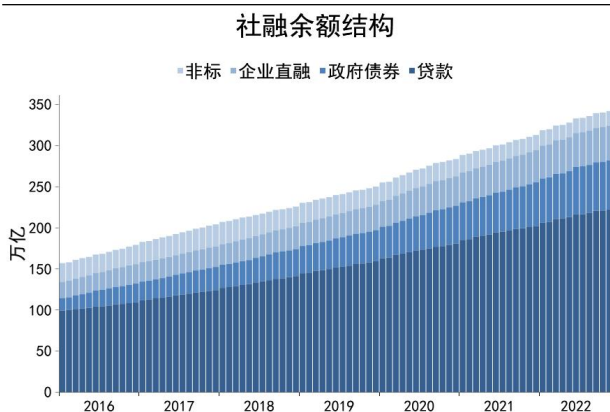
政府债券（政府债券）

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）

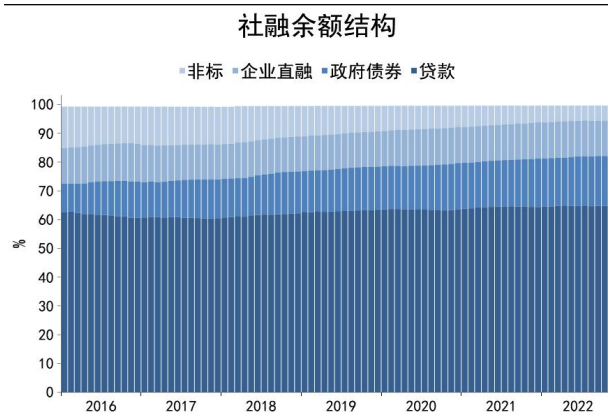
从近期社融数据看，作为间接融资的信贷仍是我国实体融资的主力（65.0%）；直接融资手段中，政府债券占比稳步提升（17.5%），企业直融较为稳定（12.1%），非标融资持续压降（5.1%）。

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

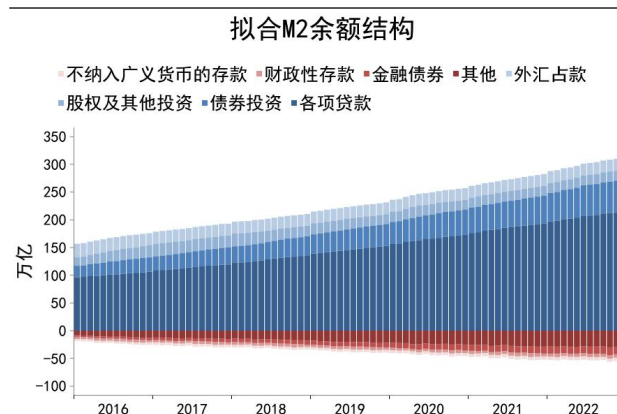
从 M2 定义可得:

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

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:

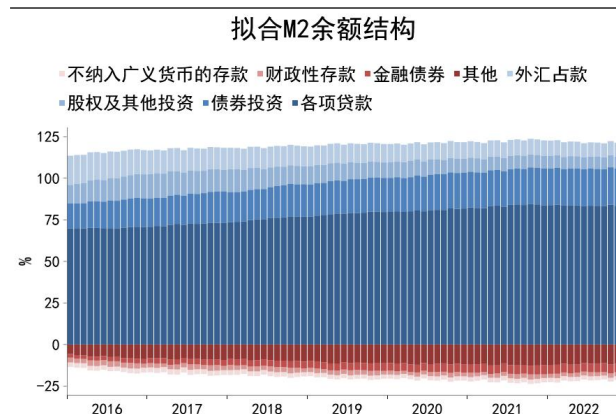
$$M2 \approx (\text{各项贷款} + \text{债券投资} + \text{股权及其他投资} + \text{中央银行外汇占款} - \text{金融债券} - \text{其他}) - \text{财政性存款} - \text{不纳入广义货币的存款}$$

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



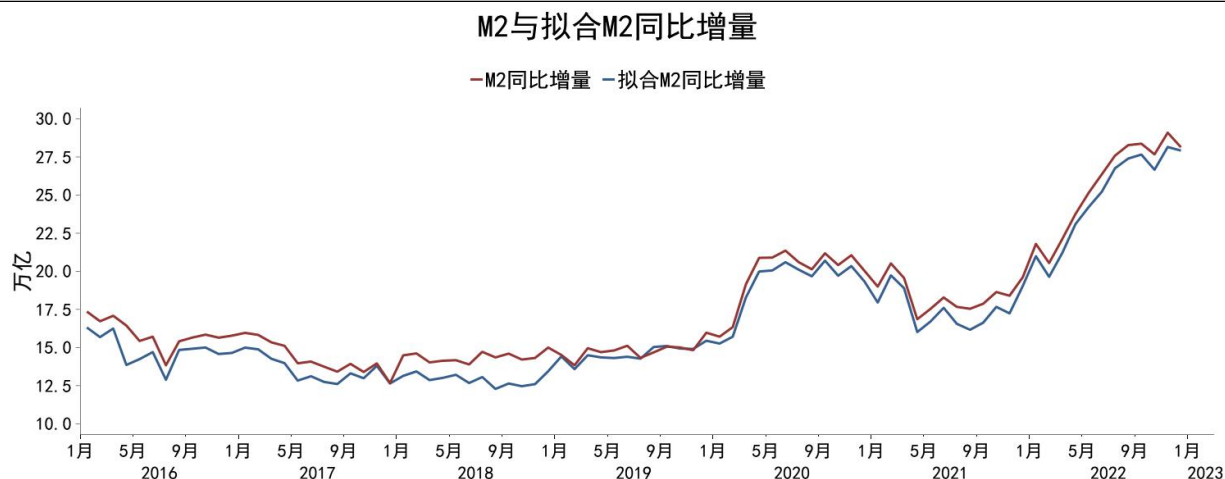
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

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。

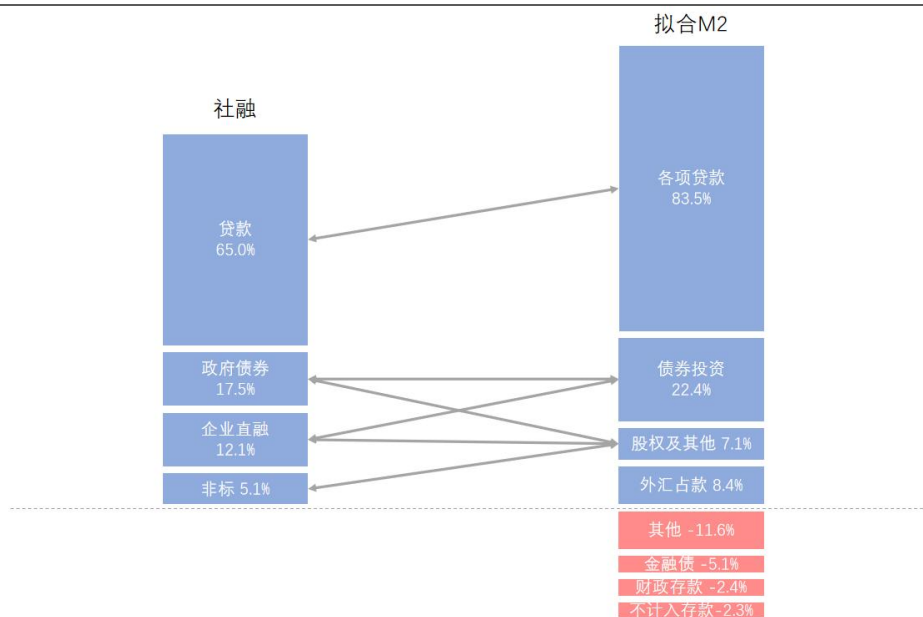
图6: M2 同比增量拟合效果



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

商业银行资产负债表	
资产 ↑	负债 ↑
+ 对非金融机构债权	+ 存款
+ 对其他金融机构债权	
+ 对其他居民部门债权	
	所有者权益

资料来源：国信证券经济研究所整理

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_53217

