

# 研究报告

2017 年第 112 期

2017.10.31

执笔：王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

## 从 M2 和社会融资规模增速的背离看货币供给形势

### 要点

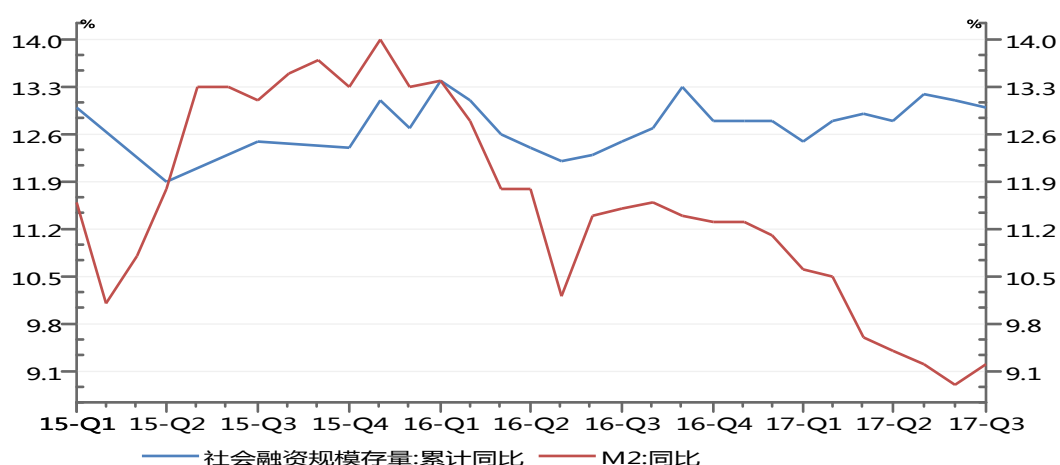
- 2017 年以来 M2 与社融增速产生明显背离，在社融增速平稳增长的情况下，M2 增速却出现了明显下滑。剖析背离原因，除了房地产销售降温、政府融资下降等具体原因，最主要的原因还是在金融去杠杆下导致资金由表外转向表内，这种变化由于 M2 和社融指标统计范畴的不同带来背离。因此，可以说，当前真实的货币增速没有像 M2 增速呈现的那么低，与此同时，融资增速也不像社融增速呈现的那么高。
- 展望未来的 M2 增速，过去影响 M2 低增长的因素依然存在，预计 2017 年四季度 M2 增速在低位徘徊格局不变，年内在 9%-9.5% 之间；预计 2018 年 M2 增速在 11% 左右。尽管增速高于 2017 年，但资金紧平衡态势不会发生明显改变。
- 基于此，建议商业银行一是在贷款向更高效率领域倾斜的同时，要多推出有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金；二是大力拓展中间业务，尤其建议加快发展交易银行业务。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

作为衡量资金量的指标，M2 和社融增速相当于一枚硬币的正反两面，M2 包括公众持有的通货和银行存款等，是存款类金融机构的负债；社会融资规模是实体经济从金融部门获得的资金，是全部金融机构的资产，二者具有高度重叠性，因此，二者增速往往趋向于同向变动，2017 年两者的增速目标均为 12%。但今年以来，在社融增速平稳增长的情况下，M2 增速却出现了明显下滑。那么，二者产生背离的原因是什么？未来走势怎样？商业银行如何应对？上述问题是本文探讨的主要内容。

## 一、 2017 年以来 M2 与社融增速产生明显背离

尽管 2017 年 9 月 M2 与社融增速之间的差距已较 8 月明显收窄，但社融增速仍高出 M2 增速 3.8 个百分点。从趋势上看，2017 年以来，社融增速稳中有升，2016 年底为 12.8%，2017 年 7 月升至年内高点 13.2%，2017 年 9 月小幅回落至 13%；但 M2 增速却在 2017 年出现明显下滑，2016 年底为 11.3%，2017 年 8 月降至 9.8%，2017 年 9 月小幅回升至 10.1%（见图 1）。



数据来源:Wind资讯

图 1 M2 和社会融资规模存量同比增速（2015.1-2017.9）

## 二、 M2 与社融增速背离原因剖析

### （一）M2 增速明显下滑原因探析

M2 包括流通中的现金、单位活期存款、单位定期存款、储蓄存款四个部分。从构成来看，企业存款增速的下降是拉动 M2 增速下滑的主要因素。企业存款增



速从去年末的 16.7% 降至 2017 年 9 月的 8.2%，下降了 8.5 个百分点。企业存款增速下降主要有两个原因：一是受房地产销售降温影响。近年来房地产销售额与企业存款增速之间呈现明显的正相关关系，见图 2。2015 年下半年以来房地产市场销售火爆导致企业存款增速最高飙升至近 20%，但是从 2016 年以来地产销售开始降温，2017 年这种态势加剧，导致企业存款增速也出现明显下滑，进一步影响到 M2 增速。但值得指出的是，在房地产销售降温的同时，房地产投资却因传导时滞保持稳定增长态势（见图 4），与之相关的融资活动则受影响不大。二是受去年四季度以来的金融去杠杆影响，金融去杠杆对企业部门的融资渠道是有限制的，所以企业部门的部分投资只能依赖自身存款，导致存款增速下降。在企业存款增速显著下滑的同时，居民存款增速也出现小幅下滑，从去年末的 9.5% 降至 2017 年 8 月的 8.4%，这也对 M2 增速产生了一定的负面影响。

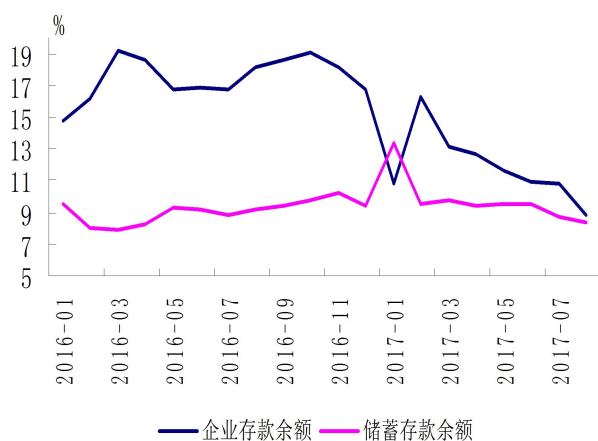


图 2 企业存款和储蓄存款同比增速  
(2016.1-2017.9)

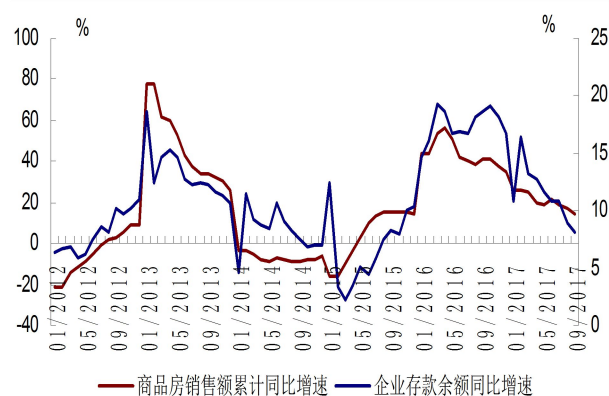


图 3 企业存款和商品房销售额同比增速  
(2012.1-2017.9)

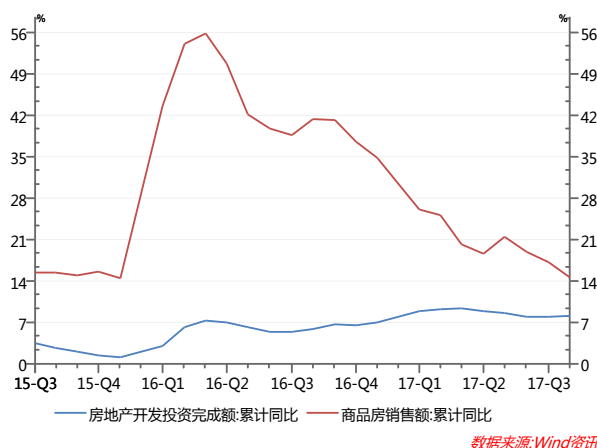


图4 房地产投资和商品房销售额同比增速（2015.1-2017.9）

另外，M2 增速下降还有一个不可忽视的原因，就是部分新产品还未被纳入 M2 统计范畴，使得这些新产品的高速增长没有被反映到 M2 增速中。近年来理财产品、货币基金、互联网金融产品、各类资管计划发展速度迅猛（见图 5、图 6），这些新产品从货币属性上来说，和银行存款没有本质的区别，但 M2 主要统计流通中的现金和银行存款，理财、资金信托产品、证券投资基金和互联网理财等产品资金尚未纳入 M2 统计范围。今年以来尽管在金融去杠杆背景下表外理财增速下降，但货币基金、资金信托等产品增速却仍然较高。截至 2017 年 8 月，我国开放式证券投资基金净值为 10.35 万亿元，同比增长 26.5%，与 M2 的比值为 6.3%；其中货币式基金 6.3 万亿元，与 M2 的比值为 3.8%，同比增长 39%。截至 2017 年 6 月，资金信托产品余额达 19.6 万亿元，与同期广义货币供应量 M2 之比高达 12.03%；其中，资金信托产品同比增长 28.07%，远高于 M2 增速；券商资管产品、保险公司资管产品也发展迅猛。因此，如果考虑到货币式基金和资金信托等产品的增长，当前货币增速未必像 M2 显示的那么低。

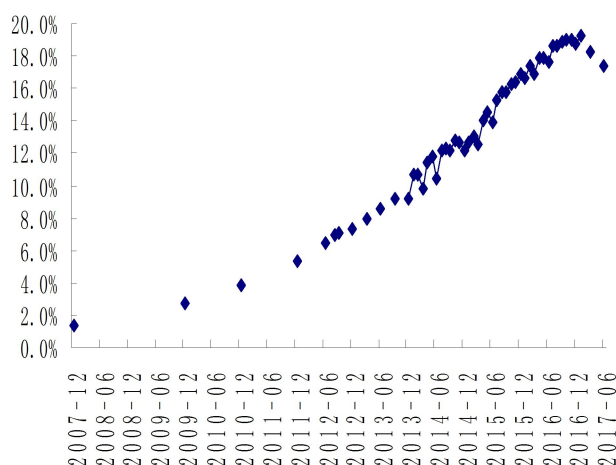


图5 商业银行理财产品资金余额与M2之间比例  
(2007.12-2017.9)

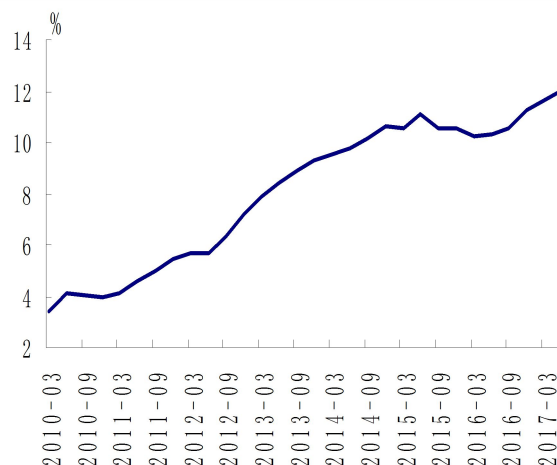
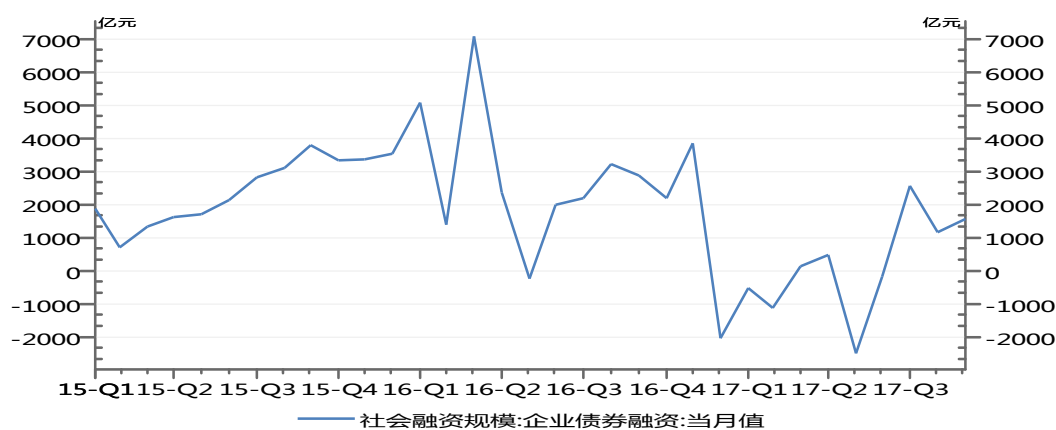


图6 资金信托余额与M2之间比例  
(2010.1-2017.9)

## (二) 社会融资规模高增的原因探析

从构成来看，本外币贷款是社融高增的主要推动力，而背后原因则是金融去杠杆导致资金从表外向表内转移。9月，本外币贷款同比增速为13.1%，较年初的12.6%提升0.5个百分点。其中，不仅人民币贷款增速在回升，外币贷款也因为人民币贬值压力减小，增速也由负转正，2017年9月同比增长1.5%。但值得关注的是，股票、债券直接融资增速出现明显下降，其中债市震荡、利率高企导致信用债融资增速从22.5%降至6.2%，是直接融资的主要拖累（见图7）。



数据来源: Wind资讯

图7 企业债券融资规模(2015.1-2017.9)

事实上，与前面提到的M2统计指标类似，社融的高增也有统计范畴方面的

原因，当前一些非标融资未被纳入社会融资规模指标中，而这些非标融资在今年金融去杠杆的背景下出现萎缩，这种萎缩却没有反映到社融增速上。当前我国没有统计表外融资的直接指标，因此我们只能找一些相关指标来判断非标的增长情况。一个指标是金融机构信贷收支表中的股权及其它投资，银行通过非银金融机构的信用投放主要体现在这一项，非标融资是其重要组成部分。股权及其它投资总额同比增速在今年出现了快速下滑，2017 年前 9 月，人民币股权及其它投资总额为 22.1 万亿元，同比增速从去年底的 64.4% 大幅下降至 9 月的不到 6.4%。另一个指标是银行理财规模的变化，最近几年理财也是非常重要的非标融资资金来源。但今年以来理财资金总量是在萎缩的，从去年底的 29 万亿降至今年 6 月份的 28.4 万亿，同比增速从 24% 降至 16%。

所以如果考虑更广的范围，今年以来非标融资或是在大幅萎缩的，表明在监管趋严的情况下，信用创造在快速的从银行表外回归表内，而表内部分又是社融指标重点统计的范围，所以在一定程度上也造成了社融增速的虚高。



图 8 股权及其他投资同比增速（2015.1-2017.9）

另外，今年以来政府融资的下降也拖累了 M2 的增长，但却没有在社融数据中体现，这也在一定程度上造成了两者的背离。虽然财政存款没有被统计到 M2 中，但是政府融资却能创造货币。这是因为政府发债获取的资金并不会握在手里，而是会很快花出去，最终还是会转化为居民和企业的存款。政府融资在今年出现了大幅下降，2015 年政府债券发行量为 5.8 万亿，2016 年接近 9 万亿，





但是今年前 9 个月仅增加了 6.5 万亿，再加上存量基数在抬升，所以政府债务同比增速从去年底的 54% 降至 9 月的 -12.6%（见图 9）。所以政府创造货币的速度也在下降，这种下降虽然会拖累 M2 的增长，却没有在社融数据里体现。如果在社会融资规模基础上加上政府债券发行量，就会发现总融资增速从年初以来是下降的，从去年底的 26.2% 降至 9 月的 6.1%。

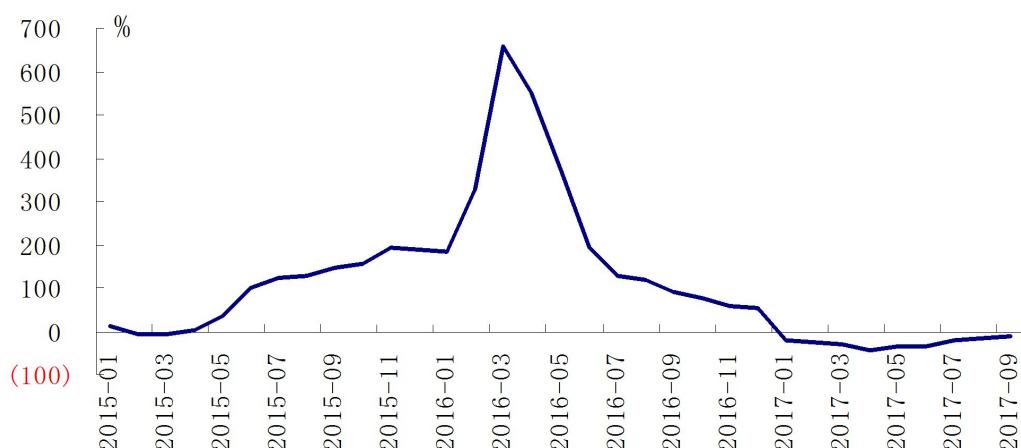


图 9 政府债券发行量同比增速（2015.1-2017.9）

总体来看，尽管 M2 增速下降有房地产销售降温导致企业存款增速下降以及政府融资下降等具体原因，但当前 M2 和社融增速背离最主要的原因还是在金融去杠杆下导致资金由表外转向表内，这种变化由于 M2 和社融指标统计范畴的不同带来二者增速的背离。具体来讲，就是某些高增的部分没有被纳入 M2，如货币基金、资金信托等产品，某些低增的部分没有被反映到社会融资规模增速上，如政府融资、理财产品等。因此，可以说，当前真实的货币增速没有像 M2 增速呈现的那么低，与此同时，融资增速也不像社融增速呈现的那么高。

### 三、 未来货币供应量预测

从基础货币来看，今年以来在规模下降的同时却没有降准，表明央行维持货币紧平衡的态度非常明显。去年底基础货币存量为 30.9 万亿，但截至今年 2 季度末却降到了 30.4 万亿，下降了 5000 亿。尽管在 2015 年基础货币也因为外

汇占款减少而大幅下降，但 2015 年连续四次降准，2016 年 3 月存款准备金率也降了一次，主要目的就是对冲基础货币的下降。而今年以来央行控制基础货币增长的同时，却没有降准，维持货币紧平衡的态度非常明显。从操作上来看，央行“削峰填谷”，在资金偏紧时投放货币、资金偏松时回笼货币，避免市场利率大幅波动。但从结果来看，7 天银行间质押式债券回购利率从去年的日均 2.55% 上升到 2017 年下半年的日均 3.43%，市场利率中枢大幅抬升。

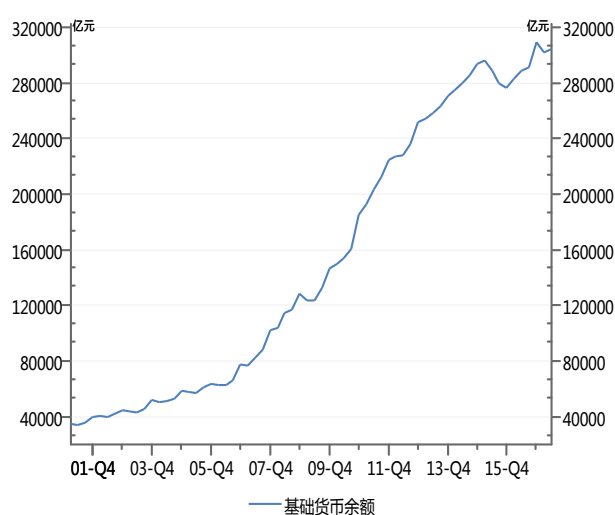


图 10 基础货币余额  
(2001.1-2017.9)

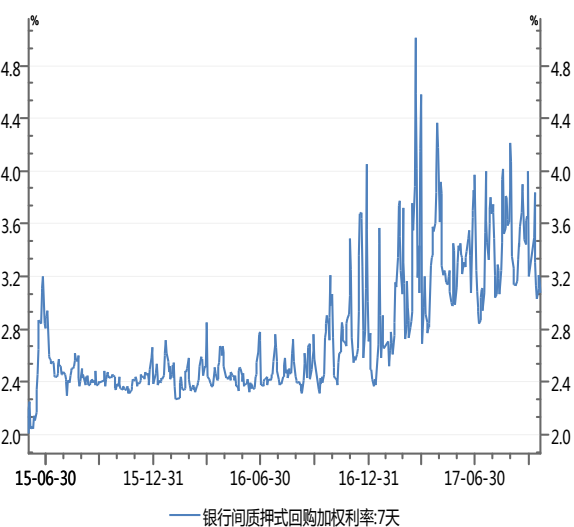


图 11 7 天银行间质押式回购加权利率  
(2001.1-2017.9)

从货币乘数来看，今年以来虽然存准率保持不变，但货币乘数大幅飙升，这主要是在基础货币下降的背景下，银行创造信用、创造货币的活动并没有停止，导致的结果是金融机构超储率大降。而从货币乘数的角度看，2015 年的降准使货币乘数从 4.2 左右提高到 5.0，2016 年 3 月的降准使货币乘数进一步提高到 5.3 左右，但之后没再降准，货币乘数却攀升到了当前 5.5 的高位。这说明银行正在利用现有的基础货币，最大限度的创造新的货币出来。银行的超储率已降至历史低位（见图 13），这说明银行创造信用的能力在接近极限。



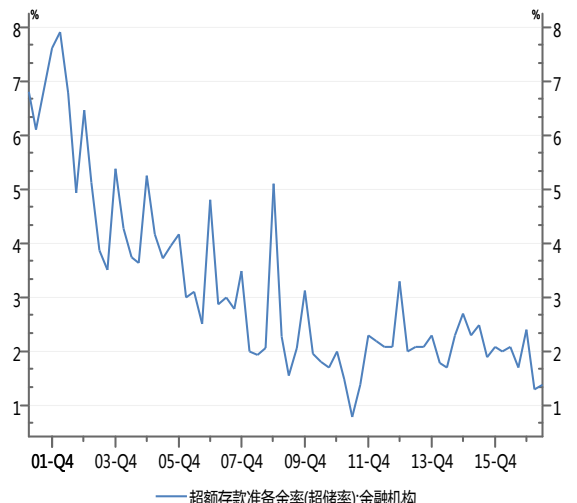
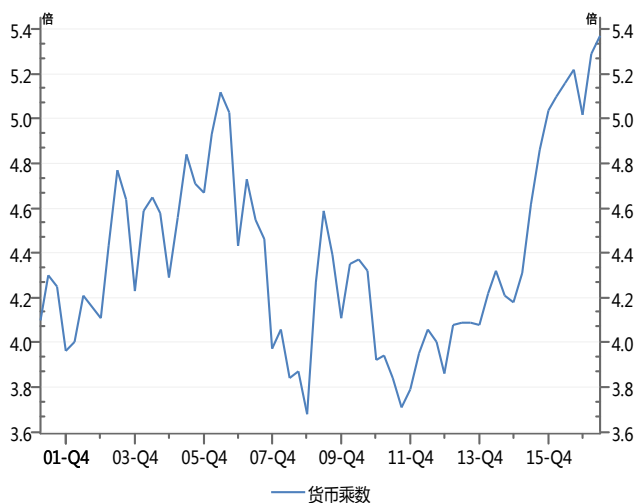


图 12 货币乘数走势 (2001.1-2017.9)

图 13 超额存款准备金率走势 (2001.1-2017.9)

展望未来的 M2 增速，过去影响 M2 低增长的因素依然存在，预计 2017 年四季度 M2 增速在低位徘徊格局不变，预计年内在 9%-9.5% 之间。

从 2018 年来看，在内地有地产调控压力、外有美联储加息的环境下，预计央行稳健中性政策基调不会改变。与 2018 年流动性直接相关的是 2017 年 9 月 30 日出台的定向降准政策，该政策规定从 2018 年开始实施，下面具体测算下本次降准释放的流动性。

事实上，本次定向降准条款不是从无到有，而是对降准标准的调整，这次定向降准的主要条款变化如下：

	老制度	新制度
第一档（优惠 0.5 个点）	三农或小微增量占 15%	普惠余额或增量占 1.5%
第二档（优惠 1.5 个点）	三农或小微余额占 30%，且增量占 50%	普惠余额或增量占 10%

整体上来看，新制度比老制度宽松，更容易达标。从实际情况来看，此次新释放的资金量，主要包括两部分：一是原来达不到第一档的，新标准下达到

了（能释放 0.5 个点）；二是原来只达到第一档的，现在达到第二档了（能多释放 1 个点）。根据各银行披露的中报，大体估测，原来达不到第一档的存款比例为 39%，达到第一档的存款比例为 46%，达到第二档的存款比例为 15%。在新制度下，第一档几乎所有银行都达标，第二档则要求较高，只有在普惠金融领域贷款投放较为突出的商业银行才能达到，达标银行较少。目前无法精确知道其比例。

于是，原来没享受到优惠的 39%，新规后几乎全达到第一档了，释放 0.5 个点的基础货币，约 3000 亿元；原来 15%的原第二档，现在也应该能达到第二档，无变化，不释放基础货币。难点在于 46%的原第一档（约 74 万亿元存款），现在里面会有多少能够“升级”至第二档。由于不掌握银行普惠金融信贷占比数据，我们无法测算。但可以做个情景分析。分析方法：如果这原第一档的 74 万亿元存款里，有百分之多少升级至新第二档（能够多释放 1 个点的基础货币），则相应释放多少基础货币。

原第一档中有多少达到新第二档	20%	30%	50%	80%
释放基础货币量	1480	2220	3700	5920

由于第二档达到难度较大，因此基于上表测算数据，我们大体估测升级释放的流动性不会超过 3700 亿（50%）。再加上前面释放的 3000 亿，那么释放总金额在 3000-6700 亿元间，中位数约 5000 亿元左右。再乘以当前 5.5 的货币乘数，本次降准带来的 M2 新增约在 2.75 万亿元左右。对 M2 增速的影响大约为 1.7%。基于此，预计 2018 年 M2 增速在 11%左右。尽管增速高于 2017 年，但资金紧平衡态势不会发生明显改变。

#### 四、 商业银行应对举措

**（一）在贷款向更高效率领域倾斜的同时，要多推出更多有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金**

在流动性总体仍然偏紧的情况下，负债端成本必然不断攀升，在这样的情况



况下，建议必要时在风险系数大体一致的情况下优先放款给愿意接受更高利率的客户，将贷款向收益更高的领域倾斜。

与此同时，建议多推出更有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金。在资金紧张的情况下，企业为了给自我发展留出空间，防止资金链断裂，从资金结构上将倾向于留出更多的活期存款或者愿意购买更多的短期产品，基于此，建议我行理财产品或资管产品供给上能考虑资金市场的这一特征，多推出更有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金，应对流动性偏紧的环境。

## **（二）大力拓展中间业务，尤其建议加快发展交易银行业务**

在流动性偏紧的背景下，商业银行作为经营资金的市场主体，就迫切需要进行业务创新，建议我行大力拓展中间业务，尤其建议加快发展交易银行业务。在资金紧平衡、利率市场化的背景下，银行负债业务竞争的核心已不再是规模，而是成本和稳定性，交易银行服务的核心对象是企业的营运资金，此类资金对安全性和流动性的要求较高，在交易过程中易形成结算存款沉淀，结算存款沉淀是银行低成本负债的重要来源，故开展交易银行业务能为商业银行吸取并沉淀成本低、稳定性良好的资金，提高银行负债业务的核心竞争力。