

研究报告

2019.03.15

执笔人：邓翔欧

xiangou.deng@icbc.com.cn

社融规模与 M2 的差异与思考 ——基于银行体系资产负债表视角

要点

- 广义货币，包括公众持有的通货和银行存款，是存款类金融机构的负债。社会融资规模，包括直接融资和间接融资，是全部金融机构的资产。M2 与社融具有高度重叠性，处在资产负债表的两端，因此二者增速往往趋向于同向变动。
- 截至 2018 年末，社融规模与 M2 增速均持续回落，屡创历史新低，未来银行发展面临两个风险点。一是经济增长可能面临货币不足的压力；二是在 M2 增速持续低迷的背景下，银行体系间流动性风险可能会加大。
- 面对未来经济难以预测的下行压力，商业银行一是应当聚焦重点战略、重点领域、重点项目资金支持，服务实体经济转型升级；二是要以集团化经营为重心的，通过金融科技的发展与管理架构的创新，构建综合化服务体系；三是下沉小微企业服务重心，做深做实普惠金融，重点补齐小微企业的资金短板。

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。

社融规模与 M2 的差异与思考

——基于银行体系资产负债表视角

一、社融规模与 M2 的衡量

作为衡量资金量的指标，M2 指的是广义货币，包括公众持有的通货和银行存款等，这些存款又包括居民存款、企业存款和非银金融机构存款，是存款类金融机构的负债。社会融资规模是实体经济从整个金融部门获得的融资总量，包括直接融资和间接融资，是全部金融机构的资产。M2 与社融具有高度重叠性，处在资产负债表的两端，银行每发放一笔贷款，就会派生相应的 M2，同时又形成一笔相应的社融，因此二者增速往往趋向于同向变动。

表 1 M2 与社融处在资产负债表的两端

资产	负债
贷款（计入社融）	存款（由贷款派生而来，计入 M2）

具体来看，社会融资规模=人民币贷款+外币贷款+委托贷款+信托贷款+未贴现的银行承兑汇票+企业债券+非金融企业境内股票融资+保险公司赔偿+投资性房地产+其他金融工具融资，共计十项指标。广义货币（M2）=流通中的现金（M0）+企业活期存款（M1-M0）+[定期存款+居民储蓄存款+其他存款]（M2-M1）。

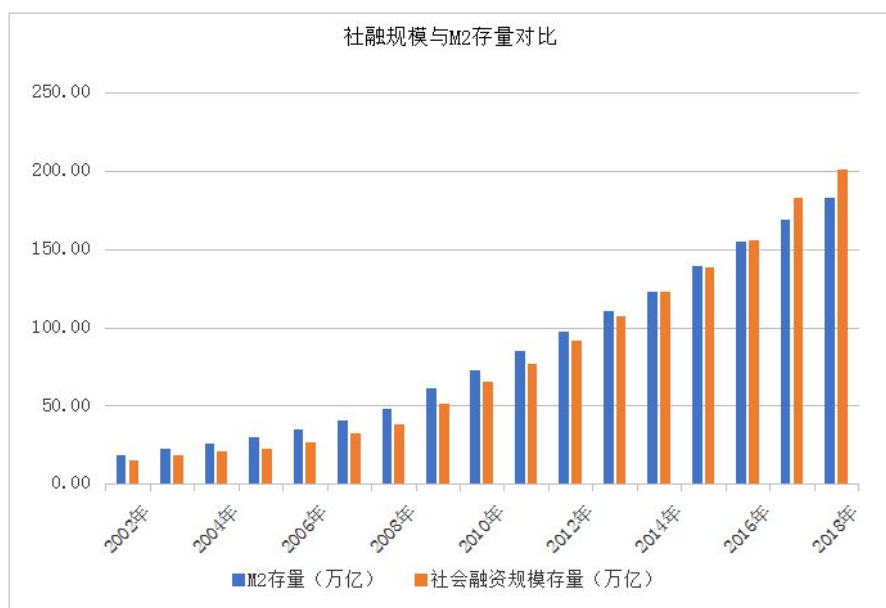
尽管 M2 与社融有较大关联、数据相近，但二者又存在一定差异。2017 年以前 M2 与社融规模差距较小，差距维持在 1 万亿元以内波动。从 2017 年 1 月起 M2 与社融差距跃迁式拉大到 6.41 万亿元，此后社融规模与 M2 的差距逐年拉大。截至 2018 年 10 月，社融规模超出 M2 存量 18.33 万亿元，

达到历史峰值。

表 2 社融规模与 M2 存量数据

日期\指标	M2 存量（万亿元）	社会融资规模存量（万亿元）
2002-12	18.50	14.85
2003-12	22.12	18.17
2004-12	25.32	20.41
2005-12	29.88	22.43
2006-12	34.56	26.45
2007-12	40.34	32.13
2008-12	47.52	37.98
2009-12	61.02	51.18
2010-12	72.59	64.99
2011-12	85.16	76.75
2012-12	97.41	91.42
2013-12	110.65	107.46
2014-12	122.84	122.86
2015-12	139.23	138.14
2016-12	155.01	155.99
2017-12	169.02	182.87
2018-12	182.67	200.75

图 1 社融规模与 M2 存量对比



二、银行体系资产负债表对社融规模与 M2 的影响

社会融资规模和央行资产负债表密切相关，任何一项货币政策工具都会对资产负债表的规模或结构产生影响。中央银行资产负债表中仅仅设置资产和负债两个大的项目，不设置净资产或所有者权益等其他项目，它综合反映了中央银行资产负债结构和财务状况。

表 3 人民银行资产负债表

资产	负债
国外资产 (A1)	储备货币
外汇	货币发行 (L1)
货币黄金	其他存款性公司存款 (L2)
其他国外资产	不计入储备货币的金融性公司存款 (L3)
对政府债权 (A2)	发行债券 (L4)
对其他存款性公司债权 (A3)	国外负债 (L5)
对其他金融性公司债权 (A4)	政府存款 (L6)
对非金融性公司债权 (A5)	自有资金 (L7)
其他资产 (A6)	其他负债 (L8)
总资产 (TA)	总负债 (TL)

将人民银行资产负债表分为三大类：一是自发流动性因素，属于非中央银行货币政策功能范围内的；二是货币政策工具，属于中央银行为实现其货币政策操作目标而可以主动实施的；三是商业银行在中央银行的存款准备金。

表 4 分类的人民银行资产负债表

资产	负债
自主性流动性因素	
国外净资产 (NFA=A1-L5)	其他自发流动性因素 (A=L1+L3+L6+L7)
货币政策工具	
净国内信贷 (NDC=A3+A4+A5)	
公开市场操作 (OMO=A6+A2-L8-L4)	
	存款准备金 (R=L2)

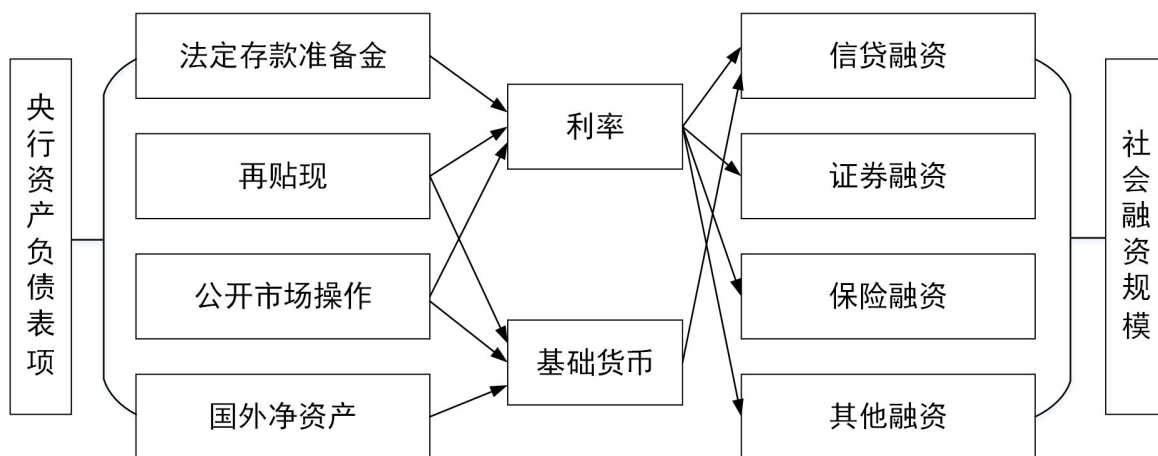
其中法定存款准备金是我国货币政策调控的主要工具之一，在央行资产负债表中用“存款准备金 R”表示。

再贴现政策的功能不仅体现在调节货币供给和市场利率方面，而且是中央银行履行最后贷款人职责的重要手段。在央行资产负债表中用“净国内信贷 NDC”表示。

公开市场操作主要包括回购交易（正、逆回购）、中央银行票据等。在央行资产负债表中用“公开市场操作 OM0”表示。

央行资产负债表项目变化通过影响基础货币、利率等操作目标，进而影响间接融资和直接融资，最终影响社会融资规模。

图 2 央行资产负债表对社会融资规模的影响



而 M2（广义货币）作为非银行经济主体的一种资产，同时也是银行体系的负债。所以，M2 和银行系统资产负债业务是紧密相连的。

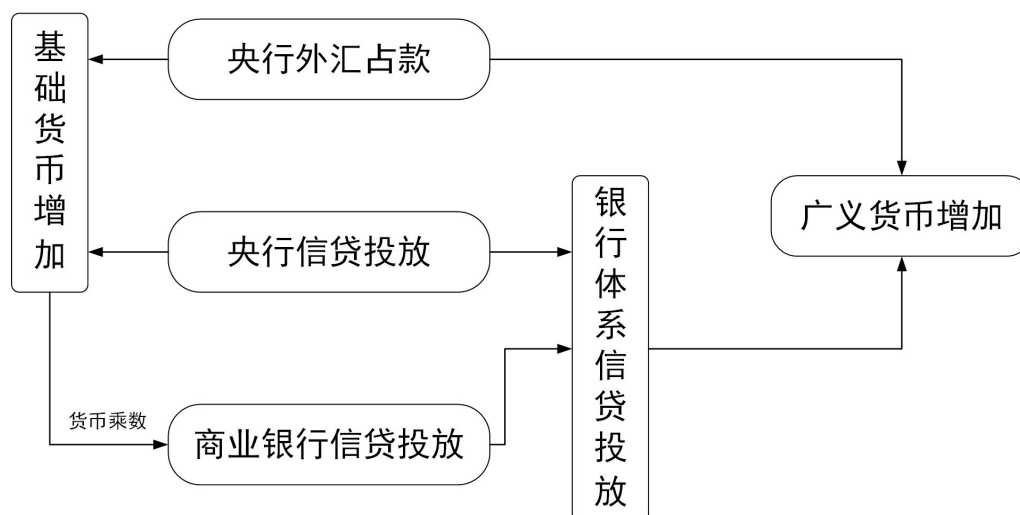
表 5 银行体系资产负债表

资产 (A)	负债 (L)
国外净资产 (NFA)	广义货币 (M2)
净国内信贷 (DC)	债券 (L1)

政府债权净值	其他负债 (L2)
公众债权	—
其他债权	所有者权益 (L3)

根据资产等于负债原则，广义货币 (M2) = 国外净资产 (NFA) + 净国内信贷 (NDC)。其中净国内信贷 (NDC) = 国内信贷 (DC) - 债券 (L1) - 其他负债 (L2) - 所有者权益 (L3)。所以影响 M2 的因素主要是银行收购外汇和黄金等国际储备资产的变化，以及银行对政府和公众实体的借贷或购买其发行的债券。由于我国的强制结售汇制，外汇占款的投放主要是通过央行的新增货币实施，所以外汇占款又具有基础货币的属性。外汇占款导致基础货币增加，基础货币的增加通过货币乘数作用，使得银行体系的信贷能力增强，进一步增加了广义货币的派生量。

图 3 银行体系资产负债表对 M2 的影响



三、M2 与房地产市场

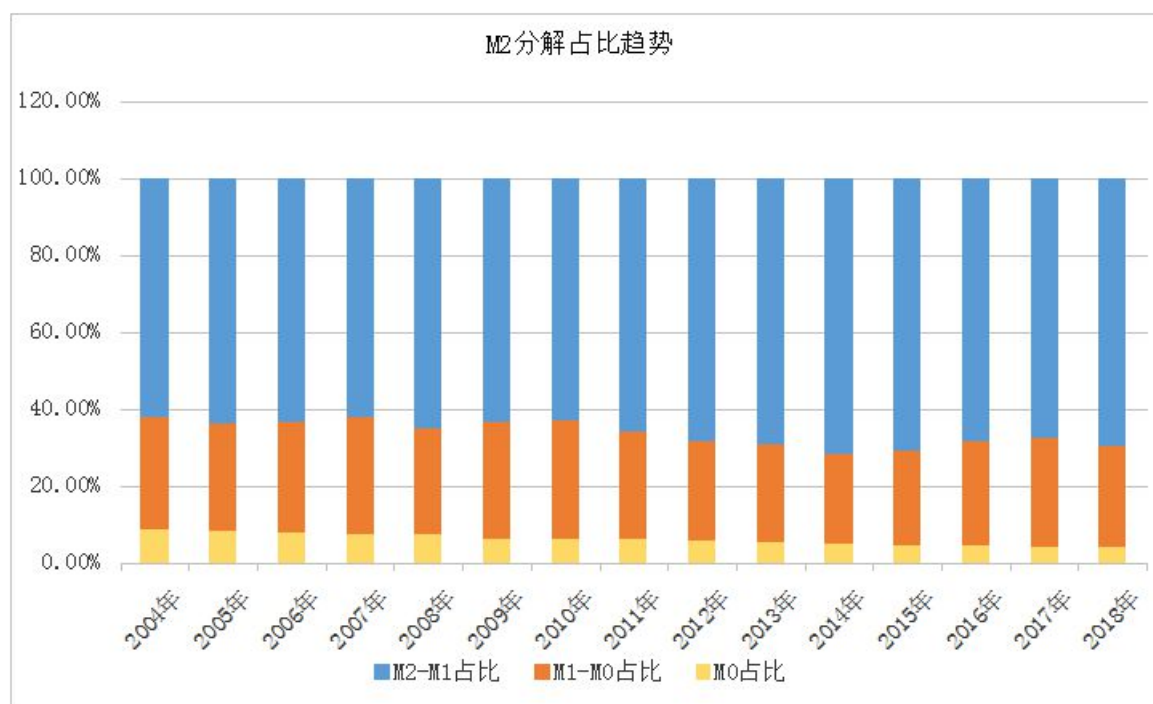
中国的房地产产业近年来高速发展，加速了中国的城市化，改善了中国人的住宿条件。房地产的产业链很长，有

以钢筋水泥为代表的工业能源产业，有以绿化、物业为代表的服务业等。同时由于房地产需要的资金量巨大，对 M2 的影响不可低估。房地产贷款余额的占比已经从 2004 年的 13.42% 一路攀升至 2018 年的 28.14%。如果将 M2 与房地产贷款占比进行线性拟合，可以发现二者的结果是高度相关的。所以虽然中国的 M2 增长迅速，但中国的通货膨胀并不快，这主要是大量资金被投入到房地产行业，房地产的资金蓄水池效应明显。此外，我们通过分解 M2 的组成部分可以发现，房地产贷款占比与 M2-M1 占比的变化走势趋同，说明房地产市场吸收了大量 M2 中的定期存款、居民储蓄存款以及其他存款部分。

表 6 房地产贷款及 M2 分解占比

日期\指标	M0 占比	M1-M0 占比	M2-M1 占比	房地产贷款占比
2004 年	8.48%	29.42%	62.10%	13.42%
2005 年	8.04%	27.86%	64.09%	14.23%
2006 年	7.83%	28.63%	63.53%	16.33%
2007 年	7.52%	30.29%	62.19%	18.34%
2008 年	7.20%	27.78%	65.02%	17.40%
2009 年	6.27%	30.02%	63.71%	18.34%
2010 年	6.15%	30.58%	63.27%	19.51%
2011 年	5.96%	28.08%	65.96%	19.58%
2012 年	5.61%	26.07%	68.31%	19.22%
2013 年	5.29%	25.19%	69.52%	20.32%
2014 年	4.91%	23.43%	71.67%	21.27%
2015 年	4.54%	24.26%	71.20%	22.36%
2016 年	4.41%	26.98%	68.61%	25.03%
2017 年	4.18%	27.99%	67.83%	26.80%
2018 年	4.01%	26.19%	69.80%	28.14%

图 4 M2 分解占比趋势



最近美联储加息缩表，M2 增速下跌，房地产作为 M2 的蓄水池，吸纳了大量的流动性。如果国家未来进一步推动资金脱虚向实，逐渐放弃房地产作为货币蓄水池的功能，那预期的房市下行、资金流出，必然会加大通货膨胀的压力，“蒜你狠”、“豆你玩”等农产品疯涨的现象可能再度发生。当前房地产市场已经成为我国货币政策传导的重要渠道，只有控制温和的物价上涨，才能逐步缓解此前房价过快上涨对我国消费和非房地产投资产生的挤出效应。

四、社融增速与 M2 的异同对比

在统计上，社融分项和派生 M2 的分项存在较多重叠，差异在于，派生 M2 分项包括外汇占款变动，财政投放，银行投放非银，反映货币政策和监管政策的成效。而社融包括直接融资（企业债券和股票融资），表外融资（未贴现的银

行承兑汇票和信托贷款)，以及外币贷款，是实体经济（非金融企业和住户）从金融体系包括银行、证券、保险等金融机构获得的资金，反映较强的实体融资需求。因此，M2 受货币政策和监管政策影响更大，而社融受实体融资需求影响更大。

表 7 社融内部结构与 M2 创造渠道对比

社融内部结构	内容	M2 创造渠道
√	企业债券融资（非银行持有部分）	
√	非金融企业境内股票融资	
√	未贴现的银行承兑汇票	
√	信托贷款	
√	外币贷款	
√	银行发放人民币贷款	√
√	企业债券融资（银行持有部分）	√
√	银行投放非银（投向实体经济部分）	√
	外汇占款变动	√
	财政投放	√
	银行投放非银（未投向实体经济部分）	√
	货币概览对其他负债	√

总结上述派生渠道，我们可以发现各项融资对社融和 M2 会产生以下几点影响：

一是直接融资不会派生 M2，但会计入社融。直接融资包括直接发行证券（股票、债券），还包括资管产品，而由银

行自营资金购买的证券、资管则为间接融资。二是银行给非银行金融机构放款会派生 M2，但不会计入社融。若非银金融机构进一步再向实体放款，则会计入社融。此时 M2 与社融大致变动方向相同，但存在时间差或损漏。三是外汇占款投放（或回笼）影响 M2，不会影响社融。出口商将外汇卖给银行就直接换到了人民币（银行再将这笔外汇向央行换取人民币形成外汇储备），这笔人民币就是直接通过外汇占款投放的 M2，不经过信贷派生，因而不计入社融。四是政府支出或税收、发行债券或债券到期等会使 M2 变动，但不会影响社融。例如银行购买了政府债券，政府再支出时就会形成 M2，但整个过程不计入社融。而银行向非金融企业放款（包括信贷、自营企业债券、自营非标等），均是派生 M2，同时也会会计入社融。

表 8 各项融资对社融、M2 的影响对比

影响社融	内容	影响 M2
	外汇占款	√
	政府支出	√
√	银行向非金融企业和居民放款	√
	银行向非银金融企业放款	√
√	非银金融企业向非金融企业和居民放款	
√	直接融资	

截至 2018 年末，社融规模总量为 200.75 万亿元，其中表内融资规模 136.90 万亿元（含人民币贷款 134.69 万亿元以及外币贷款 2.21 万亿元），表外融资规模 24.02 万亿元（含

委托贷款 12.36 万亿元、信托贷款 7.85 万亿元以及未贴现银行承兑汇票 3.81 万亿元)。

表 9 2018 年末社融各科目存量统计

指标名称		全社会 (万亿元)
社融规模总量		200.75
表内融资规模	人民币贷款	134.69
	外币贷款(折合人民币)	2.21
表外融资规模	委托贷款	12.36
	信托贷款	7.85
	未贴现银行承兑汇票	3.81
企业债券		20.13
非金融企业境内股票		7.01
地方政府专项债券		7.27
存款类金融机构资产支持证券		1.28
贷款核销		3.01

五、社融增速与 M2 的差异分析

从货币角度来看，社融与 M2 的增速差异，反映了金融体系对于实体经济的支持力度，可看作信用扩张速度与货币扩张速度的缺口。

(一) M2 代表货币供给，是信贷增长的基础

M2 衡量的存款增加，催生了银行下一步的信贷增长，如果银行存款乏力，银行放贷能力减弱，那么信贷扩张会受到存款不足的制约。因此，M2 增速代表商业银行负债端的扩张速度，是商业银行派生存款的关键。M2 增长较快的时期，信用派生往往较强，而在 M2 增长较慢的时期，信用派生偏弱。

(二) 社融代表货币需求，是经济增长的动力

社融可视为一种银行信用下的跨期消费，把未来消费挪到当期进行，因而催生对于货币的需求。从经济增长的角度，

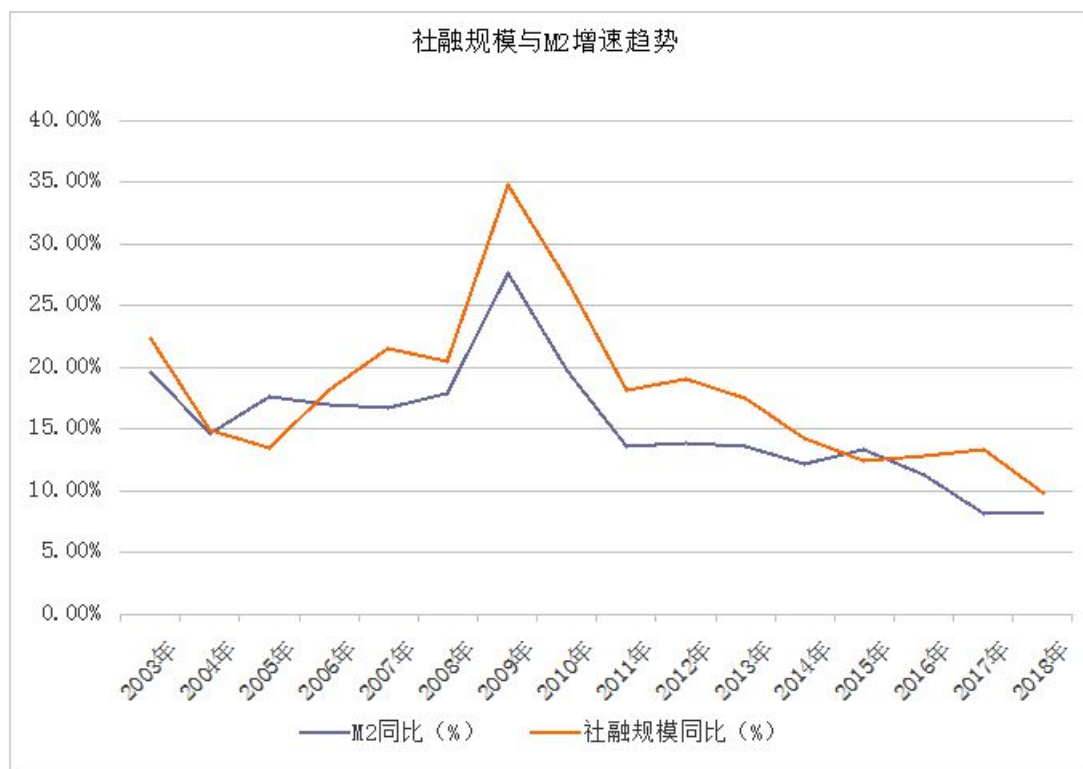
名义 GDP 增速和社融增速的走势大体相同，由社融增速表征的货币需求增速，在一定程度上决定了经济增长的名义增速。最后，社融增速代表的货币需求扩张曲线，与 M2 增速代表的货币供给扩张曲线相交，形成均衡利率水平。

当社融与 M2 的增速之差扩大时，资金利率往往偏高，反之资金利率偏低。作为货币需求和货币供给之间的缺口，社融增速与 M2 增速的差异往往对应均衡利率的两种情形：当信用扩张强于货币扩张时，可能是由于经济回暖带动融资需求复苏，也可能是央行主动收紧货币，此时资金利率上行；当货币扩张强于信用扩张时，可能是经济下行带动融资需求回落，也可能是央行主动放松货币，此时均衡利率下行。

表 10 社融规模与 M2 增速历年对比

日期\指标	M2 同比 (%)	社融规模同比 (%)
2003 年	19.60%	22.30%
2004 年	14.60%	14.90%
2005 年	17.57%	13.50%
2006 年	16.94%	18.10%
2007 年	16.72%	21.50%
2008 年	17.82%	20.50%
2009 年	27.68%	34.80%
2010 年	19.72%	27.00%
2011 年	13.60%	18.20%
2012 年	13.80%	19.10%
2013 年	13.60%	17.50%
2014 年	12.20%	14.30%
2015 年	13.30%	12.40%
2016 年	11.30%	12.80%
2017 年	8.10%	13.40%
2018 年	8.10%	9.78%

图5 社融规模与 M2 增速趋势



从图中我们可以看到，尽管社融增速与 M2 增速一直保持着同步的变动趋势，但除 2005 年与 2015 年 M2 增速短暂超过社融增速之外，过去 15 年间社融增速一直保持着领先地位。在 2009 年、2010 年社融增速更是领先 M2 超过 7 个百分点，随后二者差距逐渐回落，然而 2016 年之后差距又再次拉大到 5 个百分点左右。

根据之前的分析，这种“高社融、低 M2”的格局会隐含两个风险点。一是经济增长的风险，社融增速与 M2 增速的缺口说明货币供给趋于紧张，均衡资金利率高企，经济增长可能面临货币不足的压力。二是流动性风险，在 M2 增速持续低迷的背景下，商业银行超储率、人民币超额备付率也持续回落，表明银行体系间流动性风险加大。

六、商业银行应对举措

（一）聚焦重点战略，服务实体经济

在社融增速屡创新低的情况下，大面积民营企业出现“融资难”、“融资贵”的问题，影响了货币传导的效率。商业银行应当聚焦重点战略、重点领域、重点项目资金支持，服务实体经济转型升级。聚焦“一带一路”、“三个支撑带”、雄安新区、粤港澳大湾区城市群，围绕“中国制造 2025”确定的新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药等重点突破领域，聚焦各地国家级示范区创建工作，持续推进融资结构调整和投融资综合化金融服务，竭力促进资金供给能力，促进实体经济质量提升。

（二）综合服务体系，科技金融创新

构建综合化金融服务体系，紧密契合实体经济，为客户提供多元化、全流程的金融服务是商业银行未来的发展趋势。把握客户对融资、风险管理、资产财富管理、兼并重组、发行上市等新兴金融服务需求，探索建立以投贷联动为核心的金融服务模式，为其提供全面、定制化的金融解决方案，由传统的资金提供方转型升级为综合金融服务提供商。另外，整合集团内产品、渠道和业务流程，建立市场化、多层次的信贷价格参数体系，提高自动化、差异化、灵活化、规范化的定价能力。

同时，商业银行还应当把握科技金融和管理创新，提升实体经济的信贷投放效率和规模。大数据和人工智能在客户准入和授信环节的应用，缩短信贷审批链条，提升放款效率，降低贷款周转成本。在信贷存量移位和增量并轨管理的基础

上，加强并轨管理定期监测，并按存量移位效果挂钩配置增量规模，扩充服务实体经济的信贷资源。

（三）下沉服务重心，做实普惠金融

在经济出现下行压力时，商业银行应当下沉小微企业服务重心，做深做实普惠金融，重点补齐小微企业的资金短板。一是建立低成本资金“蓄水池”和定价管理模型，切实降低实体经济融资成本。紧抓客户基础和源头性存款，争揽市场回流型、结算型等低成本资金，多渠道稳步扩大资本工具发行规模，降低实体经济融资成本。另外，抓好存款利率市场化定价改革，强化利率上浮存款比例控制和总量管理，稳定付息成本，避免存款成本过快上升向信贷端传导。二是加快发展民生金融业务，加大对就业、医疗、教育、养老、保障性住房等领域的金融服务。充分运用定向降准的政策红利，秉持“快、简、准、新”思维，建立小微综合金融服务平台，构建信用类贷款产品+财产权抵押产品+线上供应链融资的线上产品体系，批量化、平台化、场景化支持小微企业融资。同时，积极以基金化模式创新股权投资业务，建立“自营+战略投资者+专属理财产品+专项债+政府引导基金”的资金募集模式，“小微企业+商业银行+地方政府+保险公司”的投资担保模式，支持成长期优质小微企业融资和融智。三是在绩效考核方面，对小微企业的不良贷款率实行差异化考核，适当提高其不良贷款容忍度，弱化对业务部门单一指标考核，注重对小微金融业务整体收益的考核。在产品服务方面，对小微企业的贷款利率给予FTP价格补贴，引导分支机构开展小微金融业务，综合考虑小微企业的营业收入和融资额

度。在风险防控方面，构建匹配小微企业的风险审批机制和风险控制手段，提高对企业进行资质审核和资产评估的严谨性和可靠性，建立贷后管理与授信审批联动机制，强化贷后激励约束考核。在审查人员配备到位的前提下，适当将小微企业审批权限下放至二级分行，推进小微企业专办机构的人员派驻，进一步提高审批效率，提高货币政策传导效能。

（执笔：邓翔欧）