

| 选题（20%） | 说理（60%） | 文笔（20%） | 总分 |
|---------|---------|---------|----|
|         |         |         |    |

作者：俞文奇

学号：1700015452

学校院系：北京大学经济学院

提交日期：2020 年 12 月 19 日

## “一体两面”指标的差额洞察

任何交易都同时有买卖双方。这看上去像是一句废话，却代表了一种经济学的思维方法。宏观数据统计中，往往会从多个角度度量同一个概念，从而产生许多“一体两面”的指标，如生产法和支出法 GDP，本地海关申报出口与对方海关申报进口。这些数据有着逻辑上的对应关系，数量和走势通常也高度相关。

不过，即使是“一体两面”，数据之间也会产生背离。这种背离也许只是纯粹的统计误差，但也可以包含结构性的因素；如果是后者，其中便往往蕴含着新的洞察。例如，中美相互之间贸易顺/逆差统计差异，可以归因于跨国直接投资和加工、转口贸易的存在（张玉晨，2019）；国际收支平衡表中的净误差与遗漏，也一定程度上反映了资本外逃（梁海龙，2012），这些观察不仅在逻辑上行得通，最终也都得到了计量上的支持。而本文要着重关注的，则是货币领域的一对孪生子：社融和 M2。

M2 的概念为人熟知，但社融还是值得简要介绍。社会融资规模，指一段时期内实体经济从金融体系获得的资金总量，包括银行贷款，银行承兑汇票和股票、债券等直接融资渠道。从商业银行的资产负债表上看，社融占据了资产端，衡量的是实体经济得到的资金量；而 M2 占据了负债端，即经济体发行的货币额。所谓“有借必有贷，存贷必相等”，没有贷款的需求，存款生成的过程就会受到阻碍；而没有货币的供给，银行要发放贷款也是难为无米之炊。二者紧密联系，可以说是同一个硬币的两面。实际上，它们也同时出现在每年的《政府工作报告》中，同时作为宏观调控的中间指标；例如 2017 年，就提出当年的社融和 M2 增长目标均为 12%。

对应于理论上的紧密关联，两者走势相似，相关系数长期在 0.8 以上。但即使是这样两个数据，也存在走势背离的时段。2013 到 2015 年，M2 增速快于社融，社融-M2 同比增速差震荡下滑，从 2013 年初的 7% 左右跌破 0 线；而从 2017 年开始，社融增速却明显跑赢 M2 增速，并在 2018 年一月创下接近 10% 的峰值，其后才开始回调。这种长期的、趋势性的变化，已经很难用单纯的统计误差来解释，而需要更深入的分析 and 思考。

要解释这一问题，归根结底还得从概念上入手。银行信贷层面固然由会计恒等式保证，但其他领域却并非铁板一块。就社融而言，股票、企业债等直接融资和未贴现的银行承兑汇

票都能派生社融，但它们不在 M2 的管辖范围内；对 M2 来说，外汇占款、财政投放、银行投放非银都会派生 M2，却不会计入实体经济的融资（盛松成，2017）；而这当中，又数银行投放非银为大头。银行开展同业业务、购买理财产品，都只是资金在金融体系内部空转，并不会与实体经济产生缺口。这些同业债权的累积，自然会伴随 M2 相对社融的净增加。因此，社融与 M2 的背离，很大程度上反映着经济中货币在虚实之间的流转。这一论断完全可以得到现实数据的支持：2015 年金融去杠杆提出后，社融迅速跑赢 M2 直到 2018 年的高点。在此前同业业务的黄金时代，银行通过购买理财、银证合作、银基合作，把金融链条无限拉长，绕过实体经济就实现了信用创造；而此后，金融去杠杆的大环境和越发严格的监管政策让这根链条瞬间收紧，M2 增速应声而跌。

再向前一步，我们便会看到这一洞见的现实意义。实物商品也好，金融资产也罢，其价格的决定都来自于市场的供求。若货币脱实向虚，银行大量的表内资金和理财资金涌入二级市场，自然引起债券价格的上涨和利率的下跌；反过来，若经济脱虚向实，则实体经济融资需求旺盛，金融机构从市场上抽出资金，这将意味着卖方势力的增强和债券价格下跌、利率上涨（高善文，2017）。也就是说，从社融 M2 的背离方向到货币在实体经济和虚拟经济之间的流动，再到市场利率的走向，可以成为研判债市走向的有力武器。实际上，这种框架成功预测了 2013 年以来三次牛熊转变的拐点：2013 年流动性紧张，实体经济承压而融资萎缩，央行随即开始货币宽松，进入 2014 年利率中枢的下行周期；2016 年经济企稳，实体经济融资需求恢复，社融停止下滑而货币政策回归中性，导致了 2016 下半年起收益率的上扬；2017 年下半年起“紧货币、严监管”的金融环境再度挤压非标融资，社融收缩和实体经济承压又一次迫使货币政策进入宽松周期，最终带动 2018 年开始的债券牛市。

由此可见，社融与 M2 的背离绝不是随机或偶然的波动，而是有其内在的逻辑，和对经济现象的折射。然而回想整个分析过程，启发我们发现和思考的，就只是“一体两面的数据应该有类似的走势”，或者说“任何交易都有买方和卖方”这样再基本不过的原理。从一些简单的数据现象中引出精致的结论，这正是经济学理论的力量和美感所在。■

（正文部分）1782 字

## ● 参考文献

- [1]张玉晨. 传统贸易统计与所有权视角的贸易差额比较研究[D].天津财经大学,2019.
- [2]徐惊蛰.货币供需视角下的债券收益率[J].中国金融,2019(10):37-39.
- [3]盖新哲,王一录.M\_2 增速为何与社融走势背离[J].国际金融,2018(01):54-59.
- [4]盛松成.社融与 M2 增速背离看金融去杠杆[J].中国金融,2017(21):22-24.
- [5]高善文.从货币信贷增速背离看资金的实虚流转[J].清华金融评论,2017(07):60-62.
- [6]梁海龙,王新娟.我国国际收支平衡表“误差与遗漏”项目的分析研究[J].华北金融,2012(05):8-11.

**WORD 批量转 PDF 工具-未注册 注册码购买 QQ: 3049816538(注册后本  
文字和以下内容消失)**

**成都购房咨询, 大专本科成都落户咨询, 成都社保代缴咨询 QQ:  
3049816538**

（正文部分）1782 字