



社融-M2 分析框架仍然有效吗？

春节前后，在跨节流动性投放安排之下，市场流动性紧张情绪明显缓解，债券市场出现了一波久违的上涨行情。随着市场情绪的阶段性修复，近期关于债市春天（牛市）即将到来的呼声明显增多。部分观点以 2013 年债市变化作类比，通过分析社融、M2 和国债收益率之间的关系来预测后续债市可能的走势。不可否认，**社融和 M2 分析框架曾是判断债市的一个有价值的先行指标，但随着金融去杠杆的持续推进，以及宏观去杠杆和结构调整的现实要求，该框架可能已难以解释当前债市的变化。**

为何社融-M2 框架曾一度比较有效？在传统增长模式下，社融-M2 分析框架蕴含着较多的经济运行和政策调整的相关信息，包括“社融与 M2 差值扩大—GDP 增速回落—政策放松、M2 回升—社融与 M2 差值缩小”。尤其是在各级政府追求 GDP 增长目标的政策框架之下，一旦社融与 M2 差值扩大，经济出现回落苗头，货币政策可能会明显放松，通过增加流动性供给（M2）稳定投资预期，实现经济增长目标。此时，通过观察社融与 M2 关系的变化确实可以在一定程度上预判经济和政策走势，从而成为投资者判断债市走势的依据。2013-2015 年债市走势即是该框架有效性的最好佐证。

为何社融-M2 框架很难复制上轮经验？2016 年以来，社融与 M2 变化更多受金融监管强化所致，与经济基本面的联动性不强。一方面，监管强化对社融的影响更多表现为政策扰动和结构调整，不会从根本上改变实体经济的资金需求。而且，随着一系列监管政策的出台，金融服务实体的效率出现了明显回升，也有助于缓解社融波动对实体经济的冲击。另一方面，M2 调整是金融去杠杆的阶段性反映，在 M2 回落时没有掣肘经济增长，之后的阶段性回升也更多是回归常态，与货币政策放松的相关性不大。**我们预计，2018 年社融与 M2 增速差值可能保持在 2% 上下波动，不存在大幅下行的基础。**此外，随着供给侧结构性改革的持续推进，经济增长对投资依赖性有望持续弱化。

社融-M2 框架又会带来哪些启示？①社融受监管强化影响存在一定的下行压力，但实体融资需求并不弱，且实体增长与投资的关系可能有所弱化；②金融监管的影响还将持续，并有可能推动整个金融业步入较长时期的秩序和行为重构阶段；③M2 阶段性回升虽不是货币政策宽松所致，但可以在一定程度上缓解外部变量对债券市场的冲击，稳定市场预期。

债券市场情绪已有所好转，但牛市行情的转折点可能依然尚未到来。在经济基本面相对稳健以及控制宏观杠杆率的背景下，**短期内**债券市场可能还会围绕监管政策的出台而呈现出一定的上行压力，但在 M2 回归常态，流动性边际感受有所好转的支撑下，债券收益率持续大幅上行的可能性也相对较弱；**中长期看**，随着金融市场步入实质性的行业重构阶段，债券市场与基本面的联动性会进一步增强，利率债收益率有望保持窄幅震荡的格局。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

执业证书编号：S1440510120015

研究助理：陈得文

chendewen@csc.com.cn

010-86451380

发布日期：2018 年 3 月 6 日

相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 18.03.02 | 宏观动态：2018 年 3 月份宏观经济月报 |
| 18.02.28 | 宏观深度：四季度净出口改善为何未提振工业：对于支出法 GDP 中净出口贡献的拆解 |
| 18.02.27 | 宏观经济：2018 年，从“负债刚性”海外市场的修复行情还能持续多久？ |



春节前后，在央行跨节流动性投放安排之下，市场流动性紧张情绪明显缓解，债券市场出现了一波久违的上涨行情，10年期国债和国开债收益率较1月中旬的最高值分别回落了15BP和20BP左右。随着债券市场情绪的阶段性修复，近期关于债市春天（牛市）即将到来的呼声明显增多。部分观点以2013年债市变化作类比，通过分析社融、M2和国债收益率之间的关系来预测后续债市可能的走势。不可否认，社融和M2分析框架曾是判断债市的一个有价值的先行指标，但随着金融去杠杆的持续推进，以及宏观去杠杆的现实要求，该框架可能已难以解释当前债市的变化，仍以此论证债市春天（牛市）尚需斟酌。

一、为何社融-M2框架一度比较有效？

现实中，国债收益率是基本面、政策面和资金面的综合反映，社融-M2分析框架是针对上述领域的适当简化。当然，任何简化的分析框架都应该有一系列严格的假设条件，社融-M2分析框架也不会例外。

总的来看，该框架的假设条件大致可包括：

- ①社融代表融资需求，社融回落（上涨）则融资需求回落（上涨）
- ②M2代表资金供给，M2回落（上涨）则资金收紧（放松）
- ③实体经济运行高度依赖投资
- ④M2可较好度量货币政策取向的调整

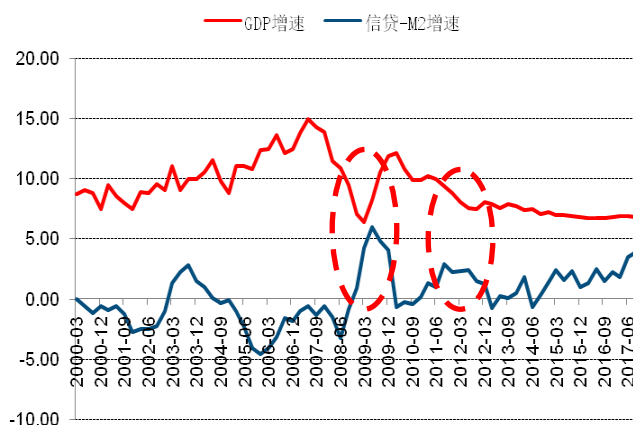
应该说，上述分析框架较好地契合了2008-2015年以前我国经济运行以及政策调整的逻辑，并在一定程度上解释了国债收益率的运行情况，甚至成为预测收益率走势的重要依据。基于上述假设条件，该分析框架遵循的主要逻辑有以下几个方面：

社融回落与经济回落。在投资拉动为主导的增长模式下，社融或M2增速越高，经济主体的投资规模越大，GDP增速也会越快，而一旦政策收紧，实体经济资金供给受到约束（M2回落），投资规模亦会随之下降，GDP增速必然相应回落。因此，在传统增长模式下，社融与M2之差的变化很大程度上预示着投资规模的变动，从而可以作为预测经济运行（GDP）的先行指标，成为判断债市基本面的有效参考指标。

M2变化与货币政策调整。长期以来，M2作为货币政策中介目标较好地衡量了我国货币政策走势的变化。社融与M2之差的变化，一方面源于社融增速的波动（实体融资需求的变化），另一方面也是由M2的变化所带动的。而且，从历次社融与M2调整的力度和节奏看，M2都明显大于社融，所以社融与M2之差的变化很大程度上反映了政策面和流动性的调整，是判断政策面和资金面变化方向的有效指标之一。

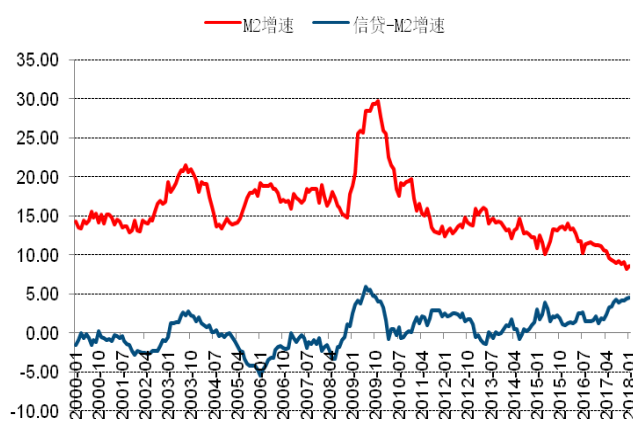
综上，在传统增长模式下，社融-M2分析框架蕴含着较多的经济运行和政策调整的相关信息，即“社融与M2差值扩大—GDP增速回落—政策放松、M2回升—社融与M2差值缩小”。尤其是在各级政府追求GDP增长目标的政策框架之下，一旦社融与M2差值扩大，经济出现回落苗头，货币政策可能会更快放松，并通过增加流动性供给（M2），稳定投资预期，实现经济增长目标。此时，通过观察社融与M2关系的变化确实可以在一定程度上预判经济和政策走势，从而成为投资者判断债市走势的依据。

图 1：信贷-M2 与 GDP 增速比较



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：信贷-M2 与 M2 增速比较（M2 领先 6 个月左右）

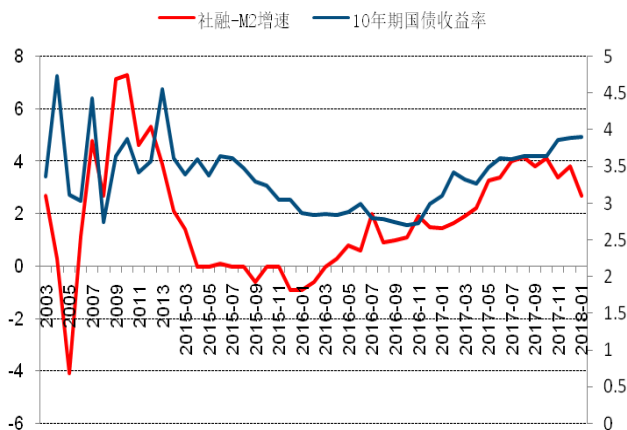


资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

社融-M2 分析框架较好地解释了 2013-2015 年债市走势。2013 年非标快速扩张带动社融持续高位，期间央行为抑制金融机构过度扩张以及潜在通胀压力，逐步收紧了流动性供给，导致社融与 M2 差值持续走扩。受此影响，国债收益率开始持续走高，10 年期国债收益率由年初的 3.4% 左右提升至年末的 4.6%。此后，随着传统增长模式下结构性问题的凸显，以及融资环境的收紧对经济的冲击，实体经济呈现出较大下行压力，GDP 增速由 2013 年初的 8.0% 左右快速回落至年末的 7.0% 左右，CPI 亦由 3.2% 下降至 2% 以下。在经济基本面持续走弱的背景下，央行开始放松货币政策，并于 2014 年末开始多次下调存贷款基准利率，社融与 M2 差值逐步收窄，债券收益率出现持续回落，最终开启了近三年的债券市场牛市行情。

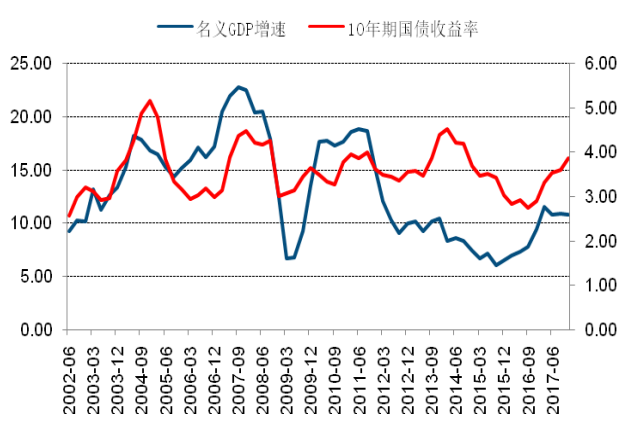
事后来看，此轮债牛的拐点始于社融与 M2 差值高点前后，之后国债收益率与两者差值几乎同步下行。从影响因素看，正是基于社融与 M2 差值扩大表现出的“政策收紧、融资需求回落—投资下滑、经济回落”的基本面判断，以及“政策放松、流动性供给增加”的政策托底预期，债券市场牛市行情在具备基本面保障的同时，也享有较强的政策支撑预期。加之期间金融产品创新层出不穷，而金融监管相对滞后以及部分国家实施了负利率政策等因素影响，金融机构通过加杠杆行为进一步强化了债券牛市，10 年期国债收益率由 4.6% 的高点回落至 2015 年末的 2.6% 的低位。

图 3：社融-M2 增速与 10 年期国债收益率



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 4：名义 GDP 与 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

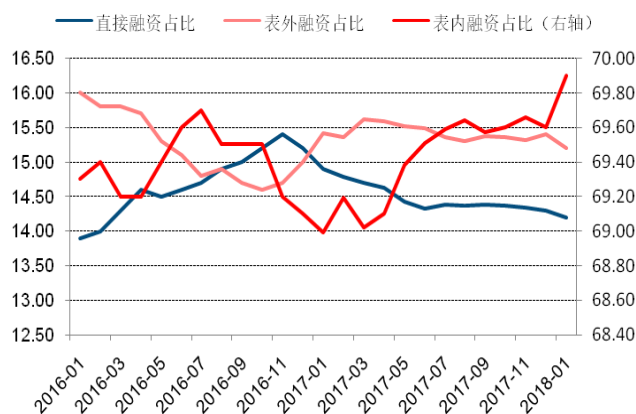
二、为何社融-M2 框架很难复制上轮经验？

部分观点认为，2016-2017 年债市上升的逻辑与 2013 年如出一辙，都是由监管政策和货币政策收紧所主导，所以随着近期社融与 M2 差值走高后趋于稳定，债市的拐点可能即将到来，债市会迎来一波趋势性上涨行情。我们认为，2016 年至今社融与 M2 关系的变化与此前相比已明显不同，“社融与 M2 差值扩大—经济回落—政策放松—债券牛市”的逻辑链条可能已相对弱化，甚至不复存在。

首先，此轮社融回落是金融监管强化的结果，并不是实体经济融资需求走弱所致。我们曾在《M2 与社融：形似神离》、《2018 年货币政策展望及资产配置策略》等系列报告中指出，随着非标、通道等表外业务的规范与管理，社融有可能出现一定的回落。目前来看，监管部门对委托贷款、信托贷款等表外业务的规范管理工作已经展开，这也是近期社融回落的主要原因。但应该看到，与上轮融资需求回落不同，监管强化对社融的影响更多表现为政策扰动和社融结构的调整，不会从根本上改变实体经济的资金需求。正如我们此前报告所说“考虑到社融中各组成部分之间具有较强的可替代性，表外融资的回落可以通过信贷、债券以及股票发行等渠道进行相应补充”。我们看到，在金融监管强化导致表外融资快速回落的同时，金融机构相应增加了信贷投放力度。下一阶段，随着债券市场利率的逐步企稳以及资本市场改革的逐步深化，直接融资有望成为社融增长的新主力，从而有助于实现社融稳定增长。

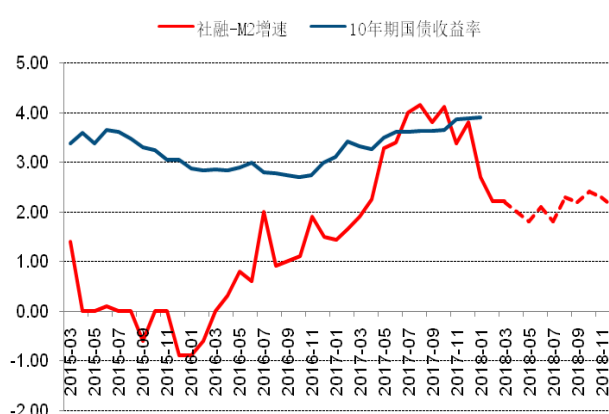
其次，此轮 M2 回升是同业去杠杆的阶段性反映，并不是货币政策放松所致。我们曾在市场率先提出“M2 回落是金融去杠杆的阶段性结果，不会掣肘实体经济增长”。目前金融去杠杆已取得明显成效，以股权及其他投资为主的金融机构同业业务正处在调整的后半程，前期拉低 M2 的相关因素已基本得到了明显缓解，从而很大程度上会在 2018 年推动 M2 回归常态。下一阶段，M2 增速可能会继续回升至 9.5% 左右，并在此基础上小幅波动。由此可见，此轮 M2 回升是金融去杠杆的阶段性结果，与货币政策调整的相关性不大。我们系列报告反复强调，在宏观去杠杆的大背景下，“中性货币+强监管”可能才是最优政策组合。目前，无论是货币政策还是监管政策，均基本符合我们此前的预期，货币政策依然还会维持中性基调，不会实质性放松或持续收紧。

图 5：社融结构的变化



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 6：社融-M2 增速预测



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



最后，我国经济基本处在底部调整区间，经济韧性以及结构优化将是未来一段时期的主旋律，社融与 M2 关系的变化对经济的影响总体可控。此时，传统逻辑链条中“社融与 M2 差值扩大—经济回落”已基本不成立，仍以此作为判断经济基本面的先行指标显然已不合适。我们也看到，2017 年在社融与 M2 差值持续扩大的时候，GDP 增速反而出现了超预期增长，CPI 中枢也有明显抬升趋势。这一情形与 2013 年明显不同。2013 年社融与 M2 差值扩大时，GDP 增速由 2013 年初的 8.0% 左右快速回落至年末的 7.0%，CPI 亦由 3.2% 下降至 2% 以下，经济呈现出一定的通缩压力。

综上，2016 年以来，社融与 M2 关系的演化与传统社融-M2 分析框架所描述的经济金融关系已明显不同，以此判断未来债市走势显然不再合适，甚至还会造成较大的预测偏差。当前社融与 M2 变化更多受金融监管强化所致，与经济基本面的联动性不强。一方面，监管强化对社融的影响更多表现为政策扰动和结构调整，不会从根本上改变实体经济的资金需求，社融依然有望保持相对稳定。而且，随着一系列监管政策的出台，金融服务实体的效率出现了明显回升，也有助于缓解社融波动对实体经济的冲击。另一方面，M2 调整是金融去杠杆的阶段性反映，在 M2 回落时没有掣肘经济增长，之后的阶段性回升也更多是回归常态，与货币政策放松的相关性不大。在宏观去杠杆的大背景下，“中性货币+强监管”政策组合还会持续，货币政策大概率不会实质性放松或持续收紧。因此，我们预计 2018 年社融与 M2 增速差值可能保持在 2% 上下波动，不存在大幅下行的基础。

三、社融-M2 分析框架又带来哪些启示？

虽然根据社融-M2 分析框架并不能判断当前债市牛市拐点将至，但对我们判断后续债市走势也提供了一定的有用信息。

社融中信贷稳定预示基本面依然稳健，而表外融资回落则表明金融监管尚未结束。表面上看，近两年债市走势似乎已脱离基本面，但细究之下会发现，无论外部冲击有多大，债市依然围绕基本面而波动，并没有脱离基本面的核心引力范围。在当前基本面相对稳健的前提条件下，谈论债券牛市的拐点可能为时尚早，债市依然还会以基本面为核心，紧跟外部环境的变化而动态调整。

2016 年下半年以来，对债市影响最大的外部变量就是金融监管政策。随着 2017 年同业去杠杆的成效渐显，以及监管政策的相继出台，金融监管持续冲击的高点或将趋于缓和。但也应看到，金融业长期运行中积累的不规范行为和潜在风险仅靠几次政策冲击并不能从根本上解决问题，更重要的是尽快按照金融监管要求重构整个行业的秩序和行为准则，这必将对今后一段时期债券市场走势产生更为深远的影响。所以，未来依靠机构加杠杆、多层嵌套等所谓的金融创新行为滋生的债市牛市已不可能再现，牛市能否到来最终取决于基本面的变化。目前基本面似乎并不支持债券牛市的到来。

M2 阶段性回升是回归常态的必然结果，但也能在一定程度上缓解市场流动性紧张情绪。虽然当前 M2 回升并不是货币政策放松所致，但也意味着市场流动性较之前已有明显好转，从而有助于缓解金融监管强化等外部因素对债券市场的持续冲击。展望 2018 年，政策面和资金面既不会支持债券牛市行情，也很难进一步强化金融监管政策对债市可能造成的冲击。

综合来看，当前社融-M2 分析框架可能揭示出以下几方面信息：

①社融受监管强化影响存在一定的下行压力，但实体融资需求并不弱，实体增长与投资的关系可能有

所弱化；

②金融监管的影响还将持续，并有可能推动整个金融业步入秩序和行为重构阶段；

③ M2 阶段性回升虽不是货币政策宽松所致，但也能在一定程度上缓解外部变量对债券市场的冲击，稳定市场预期。

基于上述分析，我们认为，债券市场牛市行情的转折点可能依然尚未到来。在经济基本面相对稳健以及控制宏观杠杆率的背景下，短期内债券市场可能还会围绕监管政策的出台而呈现出一定的上行压力，但在 M2 回归常态，流动性边际感受有所好转的支撑下，债券收益率持续大幅上行的可能性也相对较弱。中长期看，随着金融市场步入实质性的行业重构阶段，债券市场与基本面的联动性会进一步增强，利率债收益率有望保持窄幅震荡的格局。

需要提示的是，全球范围可能正在步入流动性收缩和利率上行的后危机时代。虽然美国、欧洲等国债券收益率与我国债券收益率之间并不存在紧密的联系，但在全球收益率上行的背景下，国内收益率大幅下行似乎也较难实现。



分析师介绍

黄文涛：经济学博士，宏观债券研究团队首席分析师，致力于在宏观经济运行周期的框架内，发现资产价格变化的驱动力量。2010 年“新财富”最佳分析师评选宏观组第六名。2012 年“新财富”固定收益组第三名、“水晶球”第四名、金牛奖第五名。2013、2015 年“新财富”固定收益组第四名，2016 年“新财富”固定收益组第一名。

研究助理：陈得文，金融学博士后，曾长期在中国人民银行货币政策部门工作。邮箱：chendewen@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourei@csc.com.cn

刘凯 010-86451013liukaizgs@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859