



Research and
Development Center

金融数据的研究要点与技巧

——信达宏观方法论之九

2022年10月20日

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

金融数据的研究要点与技巧

2022年10月20日

摘要:

所谓“兵马未动、粮草先行”，金融数据能够刻画经济的整体状态，也是央行非常关注的指标，对于经济运行存在领先性。同时，其对资本市场的表现有一定的指示作用。本文系统地阐述了金融数据的一些研究要点与技巧。

➤ 社融的分析方法——从整体判断到结构拆解。

表内业务:新增人民币贷款由短期企业贷款、票据融资、中长期企业贷款、短期居民贷款、中长期居民贷款、非银贷款组成，具有明显的季节性。短期企业贷款主要用于企业补充流动性，中长期企业贷款更能反映实体企业投资需求；短期居民贷款与居民日常消费有关，中长期居民贷款大部分是房贷。票据融资通常与中长期贷款具有替代关系，当实体融资需求不足时，银行会大量投放票据融资，以满足信贷增长指标。

表外业务:信托贷款和委托贷款主要受监管政策和实体融资需求两方面影响，去杠杆背景下持续被压缩。未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求，规模可以通过贴现利率来判断。

直接融资:企业债发行对监管政策和债券市场行情较为敏感；股票融资与权益市场景气度、IPO的数量紧密相关。

其他:其他项中政府债券的影响里较大，政府债券发行规模取决于财政规模和财政发行节奏。

➤ 存款的分析方法。存款具有季节性规律，春节前存款从企业流向居民，春节期间及春节后反之；其他时间呈现季末冲高、季初回落的特征。财政存款取决于财政开支水平，财政开支力度大时财政存款回落，反之则反。非银金融机构存款与股市行情有关，牛市时期券商存放的客户保证金会转换为非银金融机构存款，其也跟居民购买理财的行为有关。

➤ 存款数据和社融的进一步挖掘。(1) M2与社融的剪刀差主要反映的是外汇占款、同业业务（未投向实体）、财政支出、表外业务、以及政府债券这五项，前三项影响为正，后两项为负。M2与社融的剪刀差一般被看作利率债的领先指标。(2) M1和M2增速剪刀差是实体经济的领先指标。

➤ 案例分析。2022年9月社融数据表现十分亮眼，且有两个重要支撑项，一个是企业贷款，一个是非标融资。人民币贷款分项中，企业贷款贡献最大，究其原因，一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。二是随着政策工具落地，基建投资需求持续上升。三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。9月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款大幅增加，主要源于开发性金融工具的资金投放。存款数据上，M2-M1增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。投资角度，中长期贷款上行对股市构成利好。

➤ 风险因素：疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目 录

一、社融的起源与意义.....	4
二、社融的分析方法.....	6
2.1 表内业务.....	7
2.2 表外业务.....	12
2.3 直接融资.....	12
2.4 其他.....	13
三、存款数据的分析方法.....	14
3.1 存款波动的影响因素.....	14
3.1 基础货币、货币乘数和 M2 之间的关系.....	15
四、存款数据和社融的进一步挖掘.....	16
4.1 如何理解 M2 和社融增速剪刀差.....	16
4.2 如何理解 M1 和 M2 增速剪刀差.....	18
五、案例分析.....	19
5.1 9 月金融数据分析.....	19
5.2 投资启示.....	22
附录 1: 图表.....	24
附录 2: 信达宏观方法论系列报告.....	26
风险因素.....	26

表 目 录

表 1: 社会融资规模指标发展史.....	4
表 2: 通过其他存款行机构资产负债表看社融和 M2.....	17
表 3: 关于限制非标的文件.....	25

图 目 录

图 1: 社融规模同比与信贷同比走势分化.....	5
图 2: 社融同比对实体经济有一定领先性.....	6
图 3: 社融的构成 (2021 年末).....	7
图 4: 人民币贷款减去非银机构的贷款与社融口径的人民币贷款几乎一致.....	8
图 5: 人民币贷款具有明显的季节性.....	8
图 6: 企业中长期贷款与利率走势关联度较大.....	9
图 7: 票据融资利率对市场利率较为敏感.....	10
图 8: 居民中长期贷款金额与房贷利率反向变动.....	11
图 9: 进口金额当月同比与新增外币贷款走势存在较强的一致性.....	11
图 10: 2018 年-2021 年信托、委托贷款压降.....	12
图 11: 政府债券发行规模全年来看通常呈“倒 V”型走势.....	13
图 12: 存款具有明显的季节性规律.....	14
图 13: 股市行情对非银金融机构存款的影响较大.....	15
图 14: 2014 年以后, 货币乘数上升对于 M2 的贡献更大.....	16
图 15: 社融与 M2 的相同与不同.....	17
图 16: M2 与社融增速剪刀差是利率债领先指标.....	18
图 17: M1 和 M2 增速剪刀差是实体经济的领先指标.....	19
图 18: 9 月人民币信贷大幅多增, 企业贷款贡献最大.....	19
图 19: 截至 9 月 20 日, 已退付留抵退税 22113 亿元.....	20
图 20: 沥青开工率持续上行.....	21
图 21: 委托贷款一反常态地大幅增加.....	22
图 22: 在企业中长贷回升期, 股市表现不错.....	23
图 23: 票据融资与中长期贷款具有替代关系.....	24
图 24: 居民短贷领先于消费.....	24
图 25: 财政存款季初增加, 季末减少.....	25

金融数据一般由央行在每月中旬公布，主要包含两个部分：第一个部分是体现实体经济融资需求的社会融资规模和信贷数据，第二部分是代表了货币供应量的M0、M1和M2。

一、社融的起源与意义

社会融资规模是指一定时期内实体经济（境内非金融企业和住户）从金融体系获得的全部资金总额，是全面反映金融与经济关系，以及金融对实体经济资金支持的总量指标。这里的金融体系为整体金融的概念，从机构看，包括银行、证券、保险等金融机构；从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票市场。

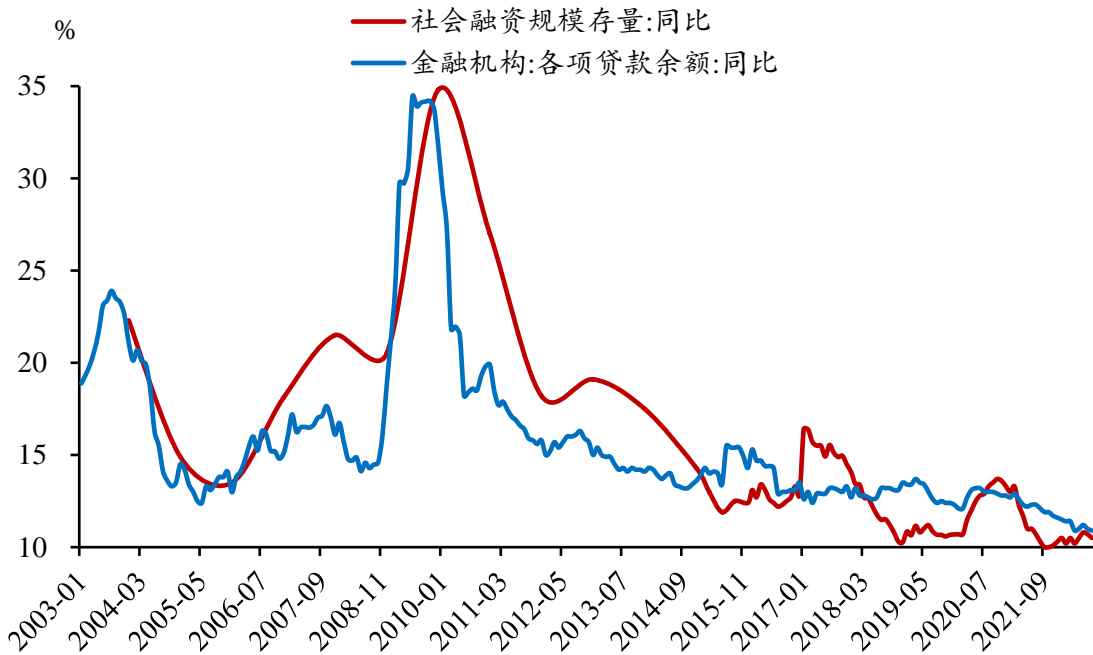
“社会融资规模”是我国央行独有的金融指标。2011年4月中旬人民银行首次发布季度全国社会融资规模增量数据，2012年起开始发布月度数据。2014年起按季发布地区社会融资规模增量数据；2015年起按季发布社会融资规模存量数据。2016年起按月发布社会融资规模存量数据。自此社会融资规模存量数据既能够通过新增值反映当月实体融资需求和金融机构扩表的意愿，也具备了用存量值衡量同比增速的意义。市场上常说的社融“见顶”或是“触底”指的就是社融规模存量同比的表现。

表 1：社会融资规模指标发展史

时间	政策
2010年11月	为测算实体经济的融资情况，人民银行调查统计司开始研究编制社会融资规模指标。
2010年12月	中央经济工作会议首次指出，要“保持合理的社会融资规模”。
2011年4月	央行首次介绍了社会融资规模指标的内涵及组成部分，并公布了2011年第一季度全国社会融资规模增量数据。
2014年	央行开始按季发布地区社会融资规模增量数据。
2015年	央行开始按季发布地区社会融资规模存量数据。
2016年1月	按月发布社会融资规模存量数据，从此社会融资规模存量数据具备了衡量同比增速的意义。
2016年3月	《政府工作报告》中首次提出社会融资规模余额增长目标，社会融资规模正式成为货币政策的调控指标。
2019年3月	《政府工作报告》中提出“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要”。

资料来源：信达证券研发中心整理

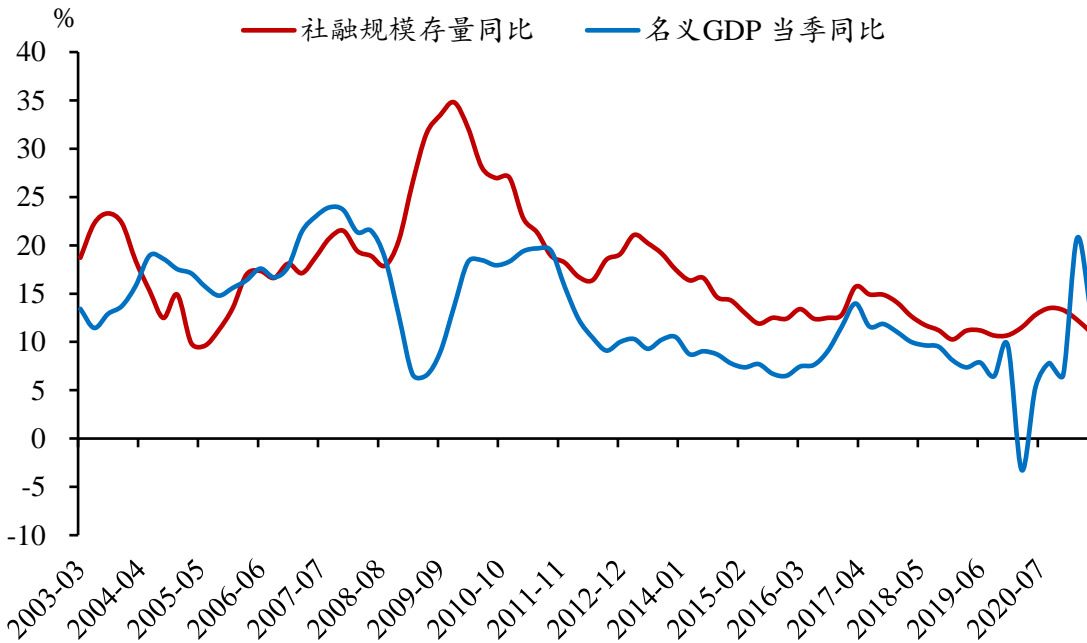
2011年以前，我国实体融资以银行主导的间接融资为主，体现为新增贷款的变化。但近年来，新增贷款已不能完全反映金融与经济关系，也不能全面反映实体经济的融资规模。具体而言，随着金融市场快速发展和金融产品与工具的创新，（1）银行体系的表外业务；（2）基金、证券公司、保险公司等非银行金融机构；（3）直接融资（股票融资、债券融资），也成为向实体经济提供资金支持的重要渠道，影响力明显增强。可以看到，2011年至2015年，社融存量同比和信贷存量同比的裂口扩大。2018至2020年，非标在金融去杠杆的压力下开始显著收缩，导致社融持续萎缩，而人民币信贷反而保持了一定的韧性。

图 1：社融规模同比与信贷同比走势分化


资料来源：万得，信达证券研发中心

社会融资规模指标自诞生以来，受到政策层与市场的广泛重视。2010年12月，中央经济工作会议首次指出，要“保持合理的社会融资规模”。之后也多次写进中央经济工作会议文件和《政府工作报告》。所谓“兵马未动，粮草先行”，资金便是经济运行中的“粮草”，只有实体筹措到了足够的资金，才能拉动经济增长。因此社会融资规模不仅与实体经济密切相关，还具有一定的领先性。2019年政府工作报告指出，社会融资规模增速要与名义GDP增速保持一致。我们测算了2003年至2021年期间社融存量同比与名义GDP同比之间的相关性。结果显示，当期两者的相关系数为0.29。领先一个季度的社融存量与名义GDP增速相关系数为0.38，领先两个季度时为0.45，领先三个季度时最高为0.46，领先四个季度时降至0.42。这意味着，观察当前社会融资规模的变化趋势，有助于预判未来两至三个季度经济增长的情况。

图 2：社融同比对实体经济有一定领先性



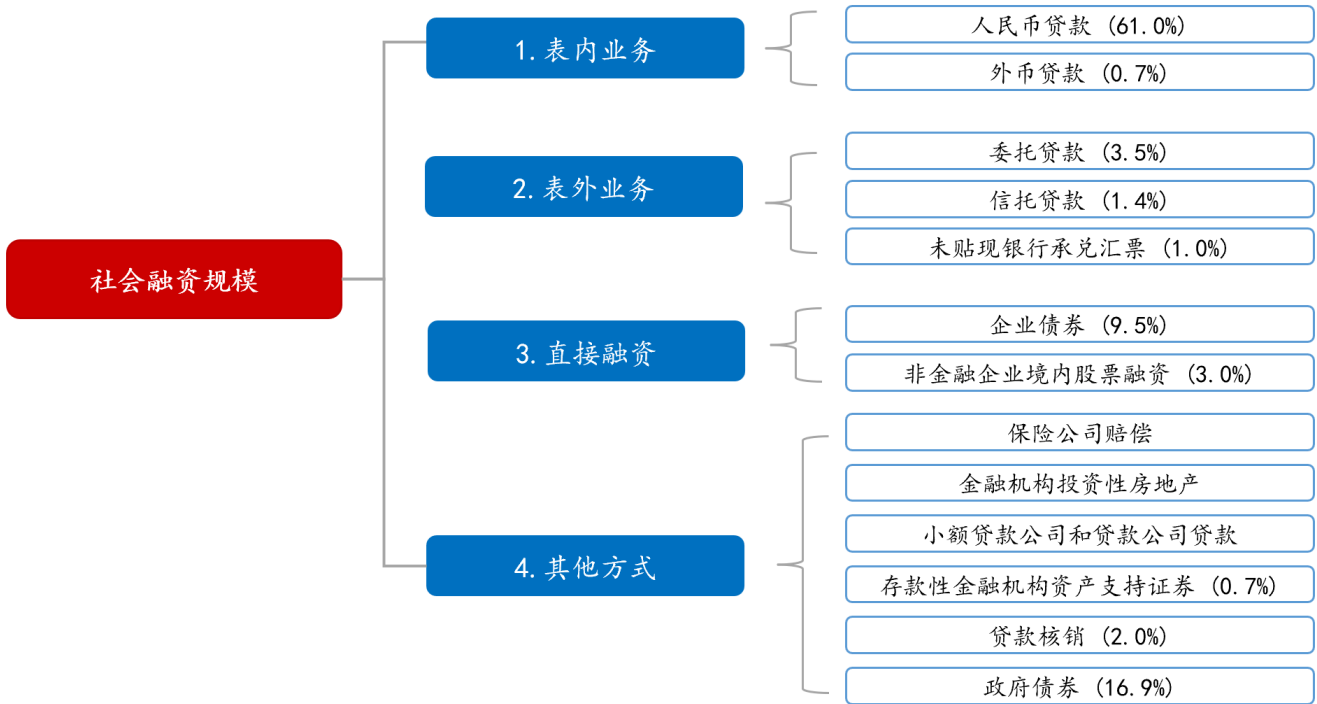
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、社融的分析方法

社融数据的结构分析尤为重要。我们可以将社融分为四个大项，四个大项里包含约十三个小项：

- (1) 表内业务：人民币贷款、外币贷款；
- (2) 表外业务：信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票；
- (3) 直接融资：非金融企业境内股票融资、企业债券融资；
- (4) 其他：投资性房地产、保险公司赔偿、小贷公司及贷款公司贷款、存款性金融机构资产支持证券、贷款核销、政府债券（含国债、地方一般债券、地方专项债券）。

如今我们观察到的社融数据分项其实是通过央行的多次完善、调整得来的。为了获得更为准确的数据，2018 年以来，央行对社融口径进行过四次调整。2018 年 7 月起，人民银行将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映；2018 年 9 月起，将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，因为地方政府专项债券发行额度扩大，对银行贷款、企业债券等产生明显的接替效应；2019 年 9 月起，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2019 年 12 月起，人民银行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。

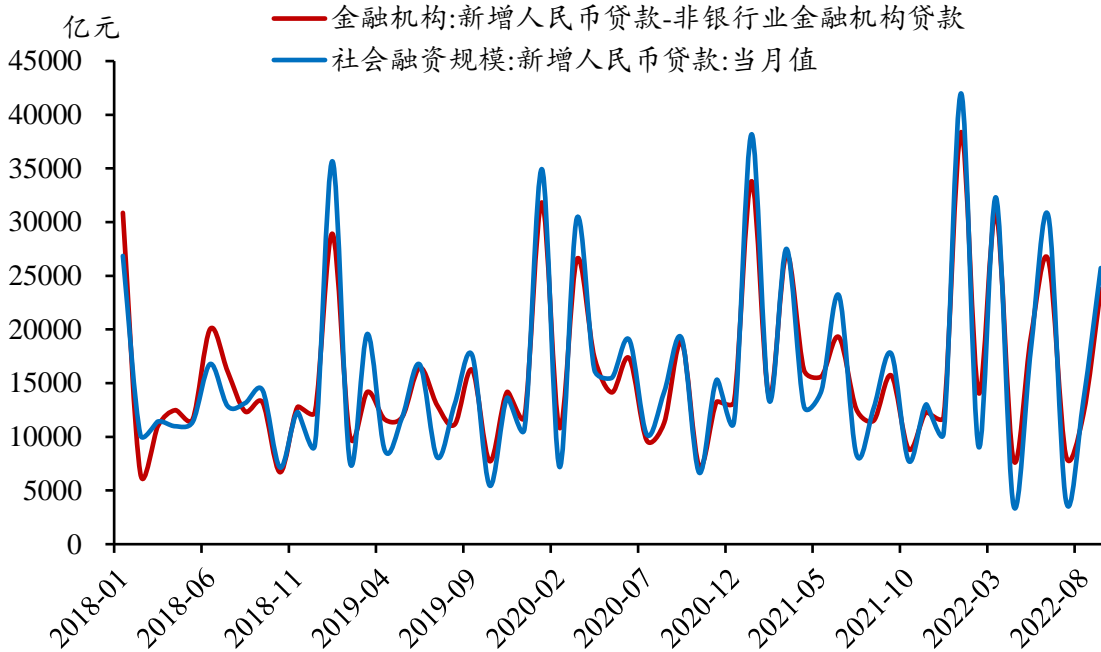
图 3：社融的构成（2021 年末）


资料来源：万得，央行，信达证券研发中心

截至 2021 年末，在这些分项之中，人民币贷款（61.0%）、委托贷款（3.5%）、信托贷款（1.4%）、未贴现承兑汇票（1.0%）、企业债券（3.0%）、政府债券（16.9%）六项占比较高、对社融整体的影响较大。理解这六个分项数据的变化是分析每一期社融数据的重点。

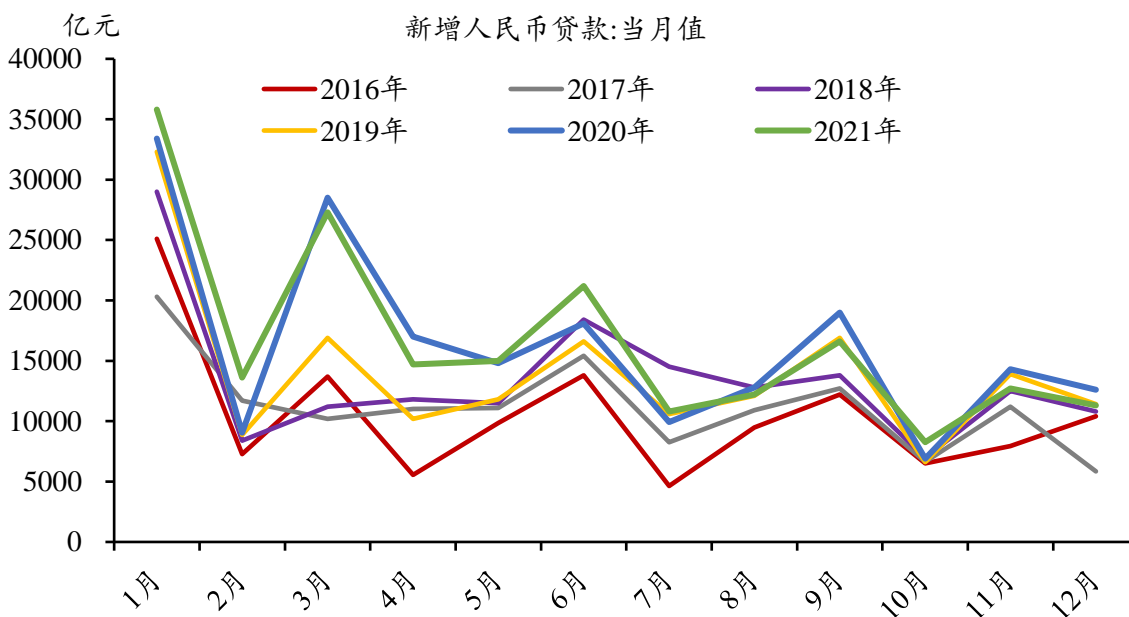
2.1 表内业务

根据央行每月披露的数据，新增人民币贷款由短期企业贷款、票据融资、中长期企业贷款、短期居民贷款、中长期居民贷款、非银贷款组成。需要注意的是，由于社融体现的是金融体系对实体经济的支持，所以社融口径的人民币贷款不包括拆放给非银机构的款项。而就如前文所述，央行专门公布的人民币贷款数据包含了非银贷款，如果将该值减去非银机构的贷款金额，可以发现其结果与社融口径的人民币贷款几乎一致。

图 4：人民币贷款减去非银机构的贷款与社融口径的人民币贷款几乎一致


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

社融口径下的新增人民币贷款具有明显的季节性。这种季节性有三个特征：(1) 1 月份冲高，12 月份回落。这是因为银行信贷额度较高，本着早投放早受益的原则通常会大量投放信贷。而 12 月银行则会为了满足监管要求压低信贷投放。(2) 除 1 月和 12 月外，银行信贷通常具有季末冲高、季初回落的特点。2020 年（疫情）之前大致是“3322”的季度信贷投放节奏。2020 年以来，金融机构谋求“开门红”的倾向更加明显，投放节奏转变为“3.5、2.5、2、2”。因此比较银行信贷总量的时候通常与去年同期比较，而非与上月环比做比较。

图 5：人民币贷款具有明显的季节性


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

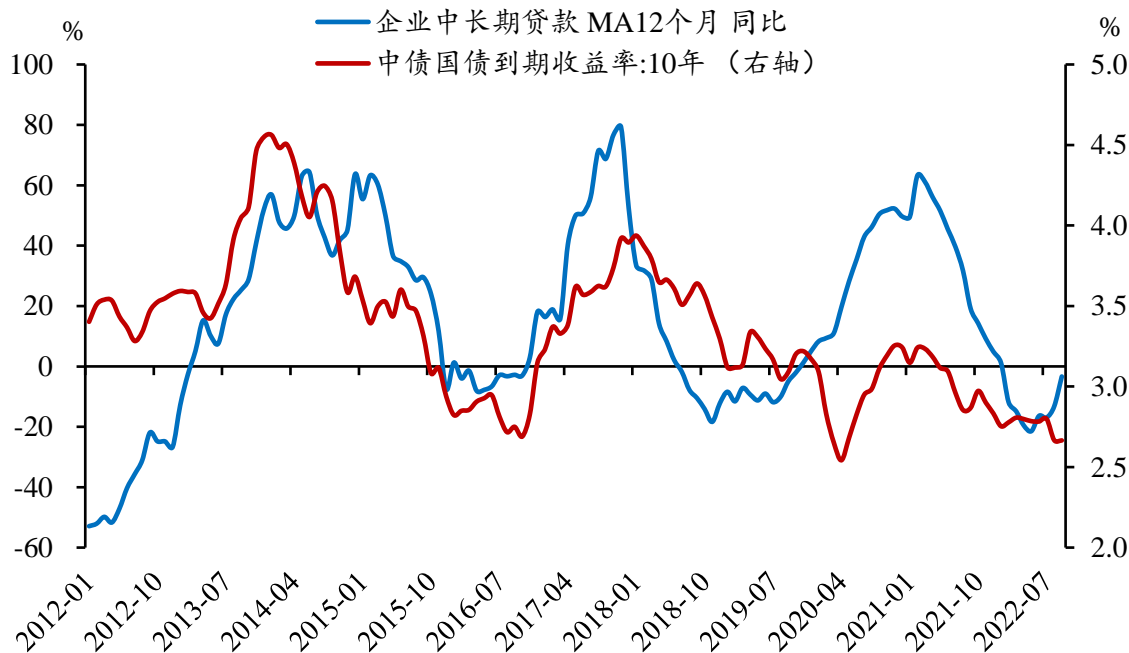
先看企业端的贷款。

企业短期贷款期限在1年以内，通常用于补充企业经营资金，民企和小微企业需求较多，因而企业短期贷款具有“救急”作用。近几年来，央行多次要求提高小微企业贷款占比，企业短期贷款有所放量。特别是疫情发生以来央行增加再贷款和再贴现额度向民企或中小企业提供流动性，以及央行创设的碳减排、科技创新再贷款等货币政策工具，亦为企业短期贷款提供了强大的增长动力。

中长期贷款则是指银行业金融机构发放的期限在一年以上的贷款。企业中长期贷款的期限与企业扩建厂房，采购设备等需求更为匹配，其主要用于投资，因此含金量较高。分析企业贷款，可以分为四种情况。(1) 如果企业短期贷款高增，但企业中长期贷款低迷，则说明经济可能处于不景气的状态，企业需要借大量短期贷款来应对流动性压力，但投资需求低迷，中长期贷款借得较少。(2) 如果企业短期贷款低迷，但中长期贷款高增，说明企业对经济前景充满信心，大量借入中长期贷款以保证投资需求。(3) 如果企业短期贷款和中长期贷款都较低，说明政策可能收紧，银行压低信贷额度以满足监管要求。(4) 如果企业短期贷款和中长期贷款都较高，说明一方面经济前景向好，企业投资需求旺盛；另一方面货币政策也处于较为宽松的状态，银行信贷额度较宽。

另一方面，企业中长期贷款分为制造业中长期贷款、房地产中长期贷款和基建中长期贷款，当经济形势向好时，制造业投资需求旺盛，拉动中长期贷款放量；当经济形势恶化时，出于逆周期调节的目的，房地产和基建投资可能会被拉动，中长期贷款亦有可能放量。相比之下，制造业中长期贷款放量更具可持续性，房地产和基建中长期贷款受政策影响较大。企业中长期贷款与利率债走势关联度较大，都反映经济基本面好坏与货币政策松紧程度。

图 6：企业中长期贷款与利率走势关联度较大



资料来源：万得，信达证券研发中心

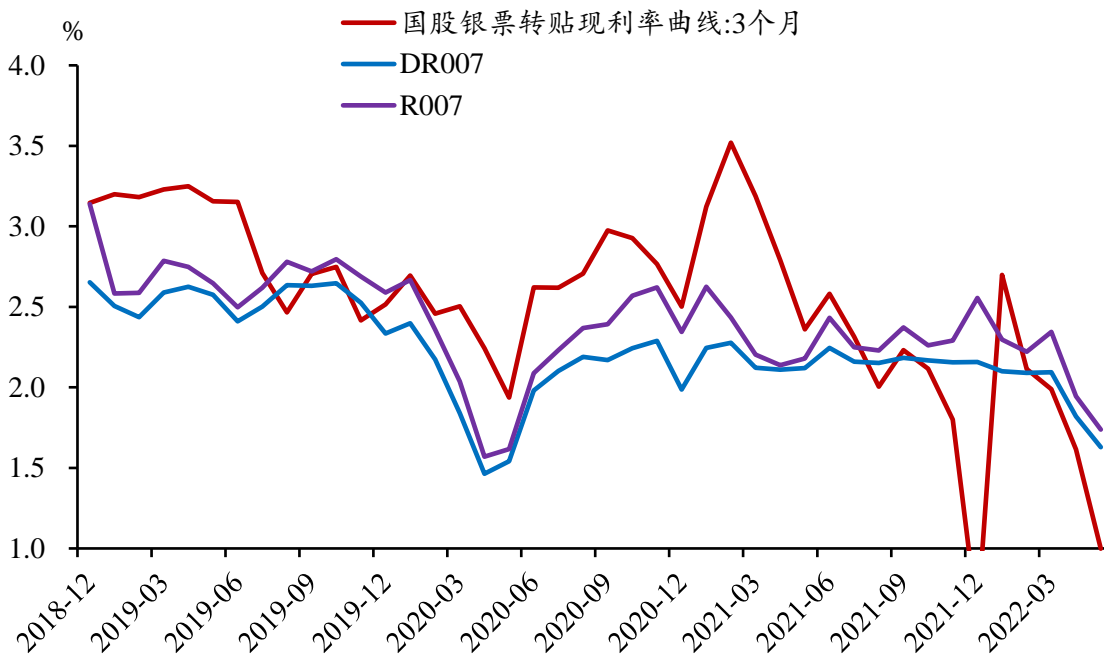
票据融资是指银行业金融机构通过对客户持有的未到期银行承兑汇票进行贴现而提供的融资。何为贴现？贴现是指有票据的非金融机构在票据到期前为获取资金，向银行贴付一定的利息后，以背书方式所作的票据转让。当贴现银行到期时，该银行可以凭票直接向承兑银行收取票款。

一般情况下，票据融资能够反映银行信贷额度松紧。与企业短期贷款类似，票据融资更多用于为企业补充流动性，

具有期限偏短，且风险低的特点。票据融资与中长期贷款具有替代关系，二者走势大多数时间是相反的。当企业中长期信贷需求较为旺盛时，银行信贷额度较为紧张，此时银行会压缩票据融资规模、腾挪信贷额度以优先满足中长期贷款需求；当企业中长期信贷需求较为低迷时，亦或是银行判断未来利率上涨/金融风险提高时，银行会大量投放票据融资，以满足信贷增长指标。因此票据融资和企业中长期贷款两项是观察实体融资需求和银行信贷额度的指标。除此之外，票据融资有时候也会被用于套利，在结构性存款利率较高，而票据融资利率较低的时候，企业会借入票据融资购买结构性存款等以套利。

票据融资对市场利率较为敏感。票据融资利率与 DR007 关联度较高，当资金面较为紧张时，票据融资利率通常会抬升，票据融资规模也会受到冲击；当资金面较为宽松时，票据融资利率通常会回落，票据融资规模放量。相比一般贷款来说，票据融资调整速度较快，票据融资大幅增长通常与货币宽松有着对应关系。

图 7：票据融资利率对市场利率较为敏感

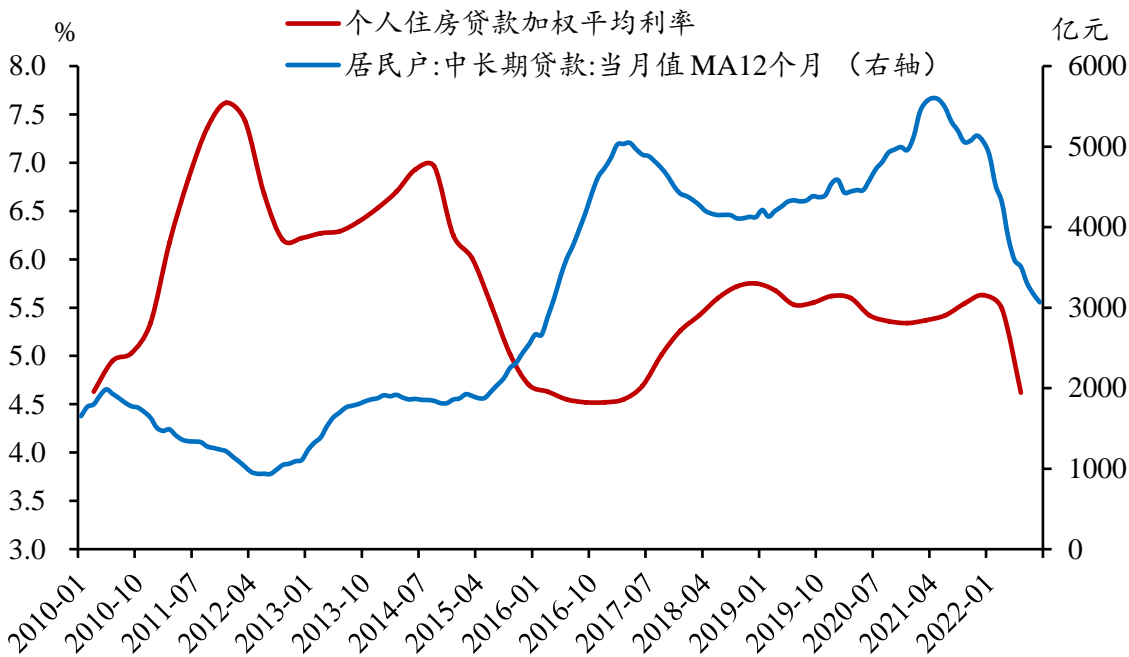


资料来源：万得，信达证券研发中心

再看居民端的贷款。

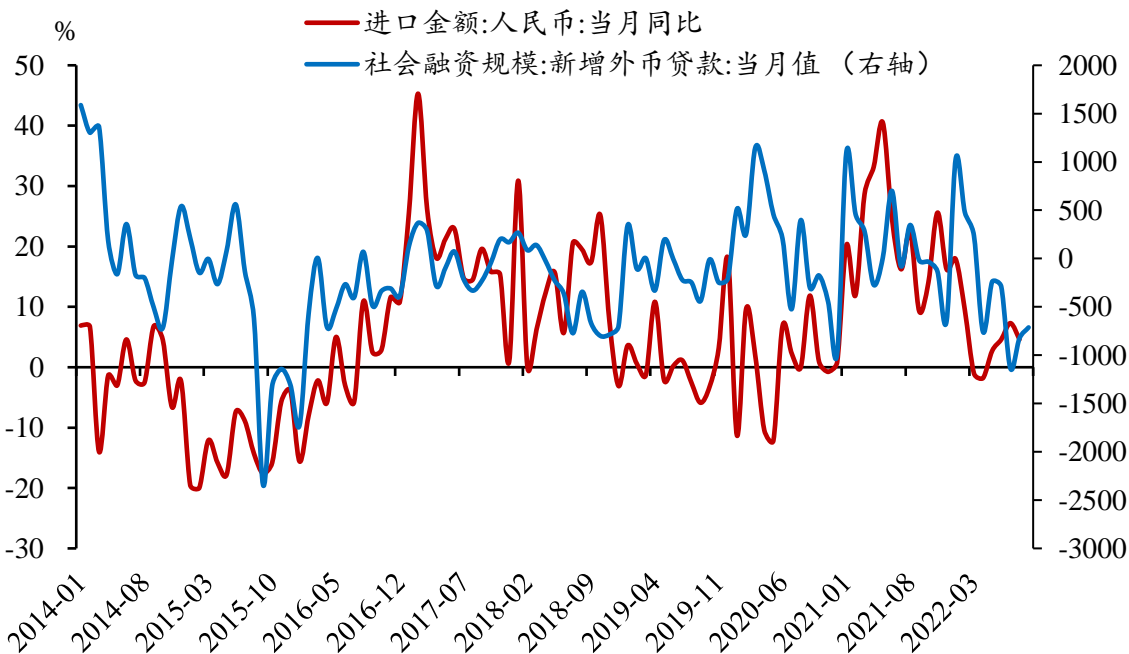
居民短期贷款主要包括了个人经营性贷款、短期消费贷款等。居民短期贷款与居民消费有较强的关联，历史数据显示，居民短期贷款同比与居民消费支出同比正相关并具有领先性。居民消费=居民收入+居民借贷-居民储蓄，因此居民借贷=居民消费+居民储蓄-居民收入。按照居民收入和消费意愿的不同，可以分四种情况：（1）当居民收入增速较高，且居民消费意愿较强时，居民短期贷款通常保持正常水平。（2）当居民收入增速较高，但居民消费意愿较弱时，居民会将大量收入转换为存款，居民短期贷款通常较低。（3）当居民收入增速较低，且居民消费意愿较强时，居民短期贷款通常表现出高增长，比如 2020 年 3-4 月就是这种情况。（4）当居民收入增速较低，但居民消费意愿较弱时，居民短期贷款通常保持正常水平。

居民中长期贷款主要是房贷，而房贷需求直接取决于商品房销售面积，间接取决于房地产调控政策，其中房贷加权利率最能体现政策态度。当房地产政策放松时，房贷利率下降，商品房销售面积增速上升，居民房贷需求提高，对应居民中长期贷款需求增加；当房地产政策收紧时，房贷利率上升，商品房销售面积增速回落，居民房贷需求下降，对应居民中长期贷款需求回落。

图 8：居民中长期贷款金额与房贷利率反向变动


资料来源：万得，信达证券研发中心

最后看外币贷款。外币贷款是指金融机构向非金融企业、个人、机关团体以贷款、票据贴现、垫款、押汇等方式提供的外币贷款。外币贷款很大程度上是为了满足进口付汇需求，因此进口金额当月同比与新增外币贷款走势存在较强的一致性。2021 年末外币贷款存量占社融存量的比重仅为 0.7%，是相对来说不太重要的一项。

图 9：进口金额当月同比与新增外币贷款走势存在较强的一致性


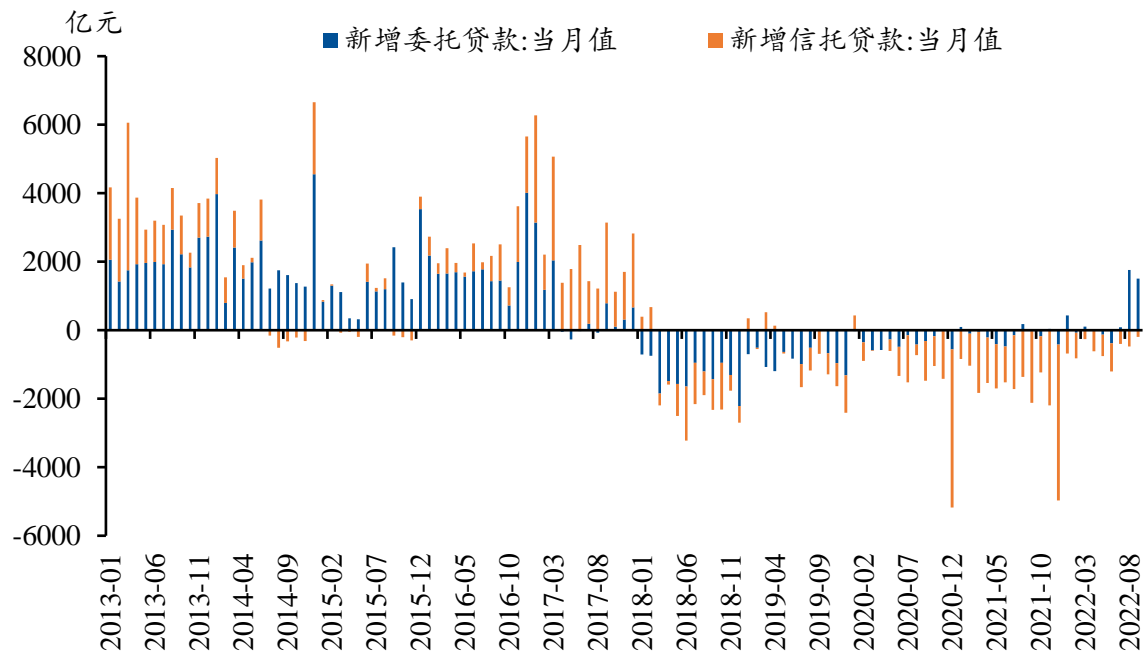
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 表外业务

从定义来看，信托贷款指信托投资公司运用信托投资计划吸收的资金，对信托投资计划规定的单位和项目发放的贷款余额。信托贷款不列入信托投资公司自身的资产负债表。委托贷款指一定时期末由企事业单位及个人等委托人提供资金，由金融机构根据委托人确定的贷款对象、用途、金额等向境内实体经济代为发放的贷款。

信托贷款+委托贷款=狭义上的非标，主要受监管政策和实体融资需求两方面影响。2018 年之前，信托贷款和委托贷款很多流入房地产企业、地方政府融资平台和民营企业，通常利率较高，是一种金融创新的产物，用于给中高风险企业或是表内受限的项目融资。所以，信托贷款和委托贷款的规模受基建和地产的融资需求驱动。从这个角度来看，信托贷款和委托贷款也承担了一部分逆周期调节的功能。2018 年以来，随着《资管新规》的推进，信托贷款和委托贷款持续被压缩。2018 年-2021 年信托、委托贷款两项合计每年分别减少 2.3 万亿、1.3 万亿、1.5 万亿、2.2 万亿。

图 10：2018 年-2021 年信托、委托贷款压降



资料来源：万得，信达证券研发中心

未贴现银行承兑汇票是指企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的余额，也就是企业签发的全部银行承兑汇票扣减已在银行表内贴现的部分。未贴现银行承兑汇票有三个影响因素：一是由于票据融资会占用银行的信贷额度，当银行信贷额度较为紧张时，会压缩票据融资规模（贴现规模），来保障中长期信贷增长，此消彼长之下，未贴现银行承兑汇票规模上升。第二个因素是当贴现利率比较高时，企业倾向于不贴现或晚贴现，这会导致未贴现银行承兑汇票冲高。第三个因素是当投资贸易旺盛时，企业会面对大量的支付需求，带动未贴现票据规模扩张。

2.3 直接融资：企业债、股票融资

企业债券是由非金融企业发行的各类债券，包括企业债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具、中小企

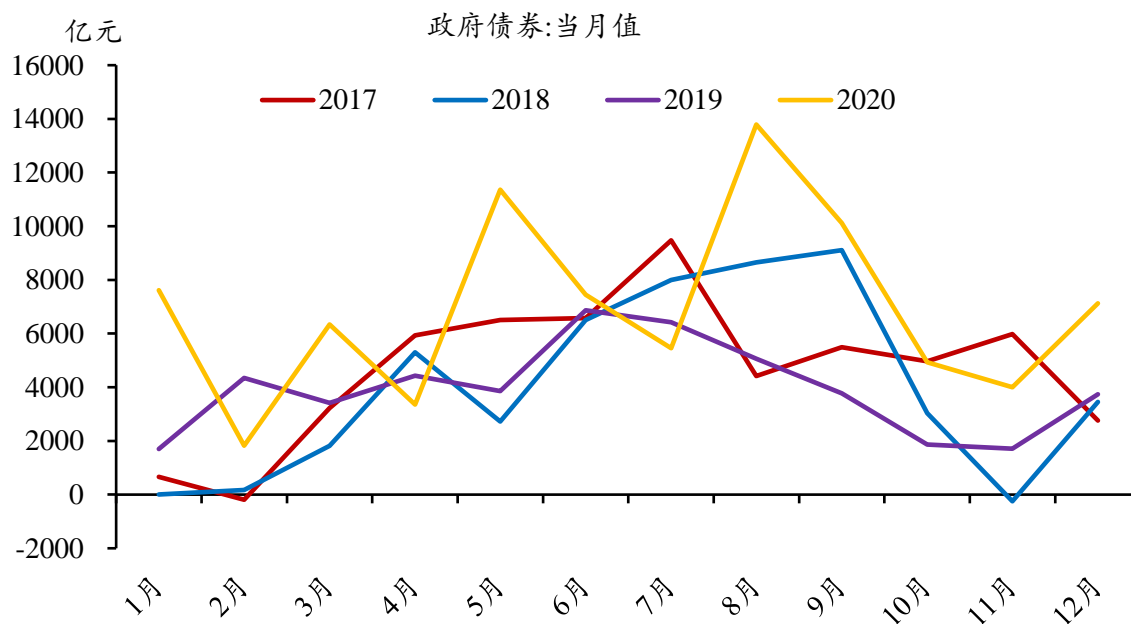
业集合票据、公司债、可转债和可分离可转债等。企业债发行对监管政策和债券市场行情较为敏感。比如 2020 年上半年在疫情背景下，货币政策较为宽松，信用利差处于历史低位，企业债大量发行。再比如 2020 年年底受“永煤”事件冲击，机构风险偏好降低，信用债发行缩量。Wind 中企业债券分项的当月净融资之和与社融中的企业债券融资匹配程度较高。

股票融资与权益市场景气度、IPO 的数量紧密相关。股票融资主要包含 IPO、增发等，Wind 中 A 股非金融行业的募集资金与社融中的非金融企业境内股票融资一致性较强。

2.4 其他

政府债券发行取决于财政规模和发行节奏。政府债券包括中央政府一般债、特别国债、地方政府一般债和地方政府专项债。其中中央政府一般债和地方政府一般债纳入财政赤字预算中，比如 2022 年我国财政赤字率目标是 2.8%。地方政府专项债和特别国债每年都会有发行上限，比如 2022 年拟安排专项债 3.65 万亿。在确定了总额后，我们可以结合往年发行节奏与当年的政策风向，对地方债券各月度的发行量进行研判。一般来说由于两会是在 3 月份召开，确定财政赤字率，而地方政府专项债通常要求在 9 月份之前发完，因此 4-9 月是政府债券发行大月，尤其是 6-8 月通常发行规模最大。政府债券发行规模全年来看通常呈“倒 V”型走势。

图 11：政府债券发行规模全年来看通常呈“倒 V”型走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

其他项还包括贷款核销、存款类金融机构资产支持证券、投资性房地产、保险公司赔偿和小贷公司及贷款公司贷款。贷款核销、存款类金融机构资产支持证券两项均为 2018 年纳入社融的新项目，且两者均展现出较强季节性特征。后三项由于规模较小，2011 年后央行停止公开披露相关数据。

三、存款数据的分析方法

3.1 存款波动的影响因素

央行公布 M0, M1, M2 三个口径的货币供应量, 分别表示流通中的现金, 狭义货币与广义货币。

M0 是流通中的现金, 是金融体系以外的机关、团体、企业、部队、事业单位和居民个人在某一时刻持有的现金总量, 相当于“手上的钱”, 是货币构成中流动性最强的部分。

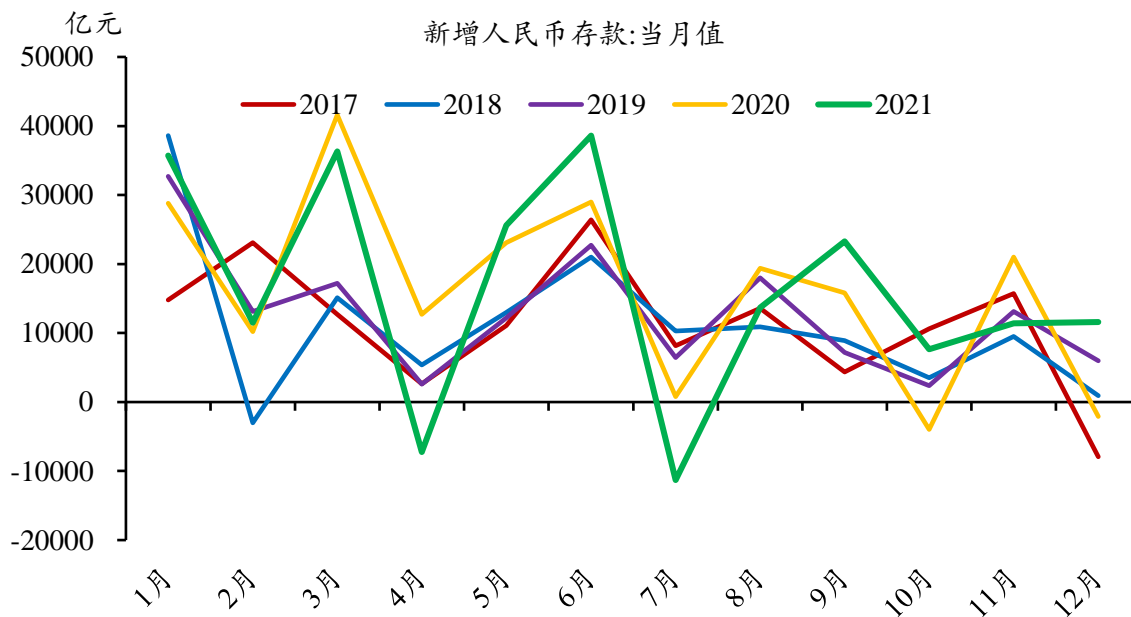
M1=M0+单位的活期存款, 其中单位包括企业、事业机关、部队及其他团体, 相当于“手上的钱以及企业随时能取现支付的钱”, 代表了一国经济中的现实购买力。

M2=M1+准货币(定期存款+居民储蓄存款+其它存款)。定期存款、储蓄存款等不能直接变现, 所以不能立即转变成现实的购买力, 但经过一定的时间和手续后, 也能够转变为购买力, 因此, 它们又叫做“准货币”。

截止至 2021 年末, 我国 M0, M1, M2 的余额分别为 9.1 万亿元、64.7 万亿元、238.3 万亿元。

存款具有明显的季节性规律。居民存款和非金融企业存款方面, 春节前由于企业发放年终奖给个人, 非金融企业存款降低, 居民存款上升; 春节期间及春节后由于居民大量消费, 居民存款下降, 非金融企业存款上升。之后二者都呈现季末冲高、季初回落的特征, 这与银行揽储冲存款以满足监管要求有关。

图 12: 存款具有明显的季节性规律



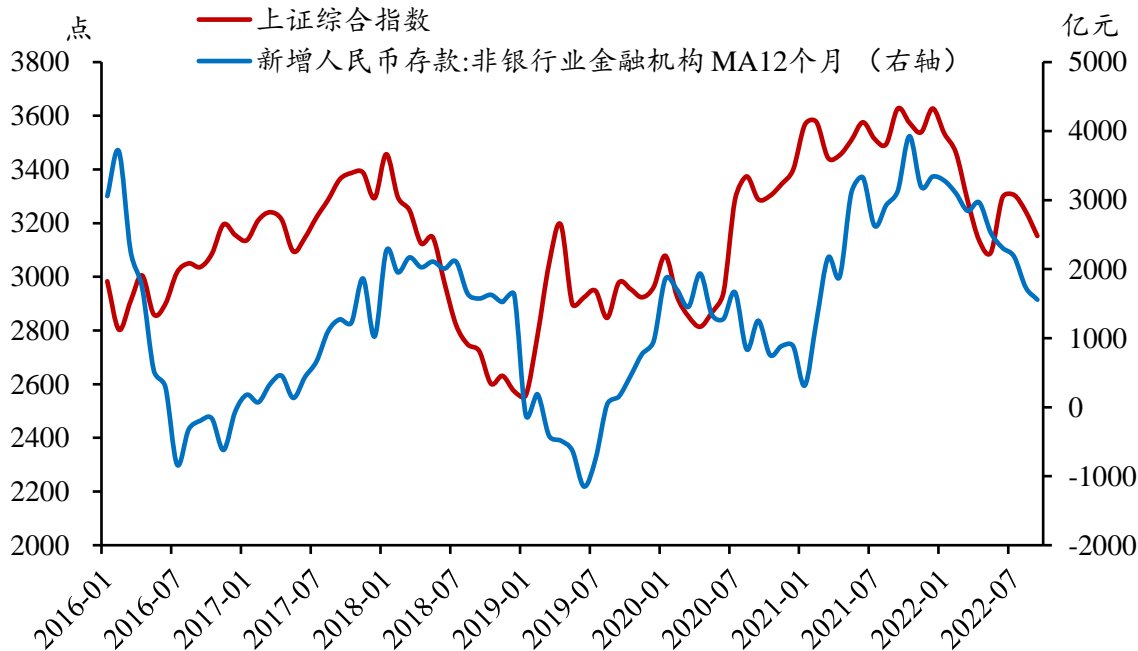
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

财政存款增减也会引起存款的波动。与居民存款和非金融企业存款等不同, 财政存款大多存放在国库(我国由中国人民银行代理国家金库), 这些资金不在商业银行体系中, 因此财政存款不参与货币创造, 也不计入 M2 口径。一般 1、4、5、7、10 月是“缴税大月”, 财政存款会冲高, 而 3、6、9、12 月(季末)是财政开支力度较大的时期, 财政存款会减少。财政存款的上缴与投放往往会引起货币供应量的收缩或扩张。

股市行情对非银金融机构存款的影响较大。股市行情好的时候, 居民会将资金从居民存款转换为保证金存放到券

商账户中，券商又将这部分保证金存入银行收取利息。因此股市行情向好的时候（比如 2015 年上半年、2020 年夏季、2021 年初），非银金融机构存款通常会冲高，居民存款回落。但当股市行情变差时，非银金融机构存款会流失。另一方面，居民申赎理财产品对非银存款也有很大影响，而非银存款多少又会间接对金融资产价格产生影响。

图 13：股市行情对非银金融机构存款的影响较大



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.1 基础货币、货币乘数和 M2 之间的关系

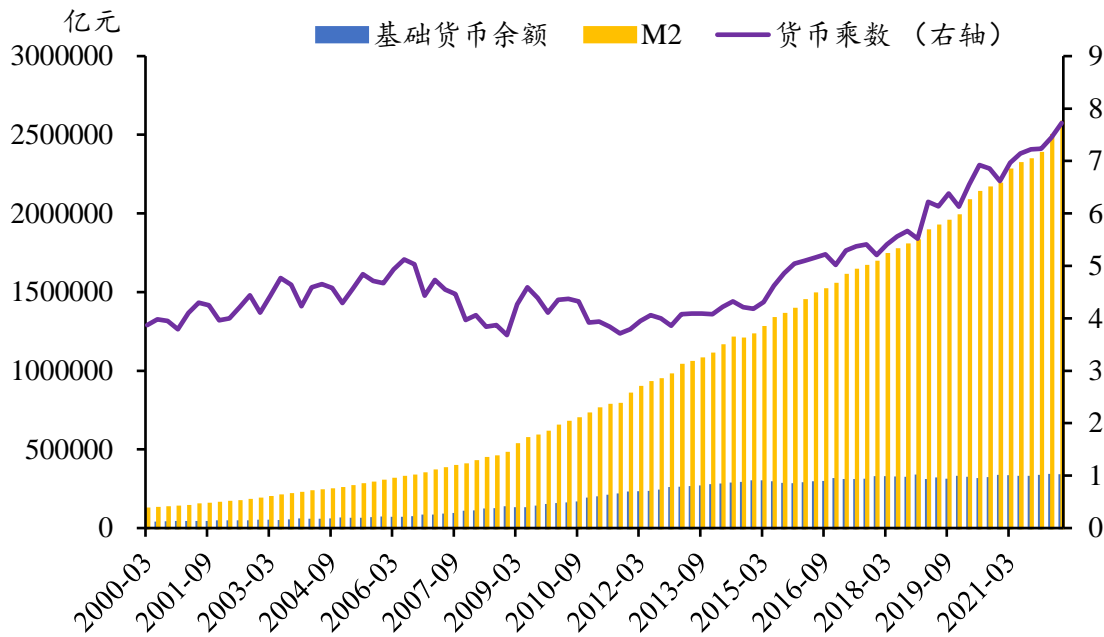
在 2018 年之前，M2 增速会作为一个量化指标写入政府工作报告中。2018 年后，政府工作报告不再设定明确目标，取而代之的是“保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。虽然 M2 增速目标被淡化，但它仍是央行货币政策传导的中间目标。那么央行是如何影响 M2，以达到其货币政策调控目标的？

如果说社融反映实体经济融资需求，M2 则反映银行负债端情况，可以说社融和 M2 是硬币的正反面。M2=基础货币×货币乘数，其中基础货币由现金、存款准备金和非金融机构在央行存款组成，货币乘数则取决于法定准备金率、超储率和现金比率。基础货币的变动可以观察央行资产负债表得到，其中在负债端，流通中的现金+其他存款性公司的库存现金对应货币发行，存款准备金（包含法定准备金和超额准备金）对应对其他存款性公司存款；在资产端，公开市场投放余额+再贷款再贴现等央行工具对应其他存款性公司债权。

在过去，由于我国贸易顺差较大，形成大量外汇占款，为了防止人民币大幅升值，央行大量购买外汇占款，被动投放基础货币；作为对冲，央行又通过央票来主动吸收多余的基础货币。2014 年之后，随着外汇占款变动趋于稳定，央行开始用公开市场操作来调节基础货币。短期调节主要靠 OMO，中期调节主要靠 MLF。这一部分我们在方法论之四《公开市场操作解读指南》已作介绍。

2021 年末基础货币余额是 2015 年初的 1.14 倍，货币乘数从 2021 年初的 4.31 倍增长至 2021 年的 7.23 倍，可见货币乘数上升对于 M2 的贡献更大。这主要是因为 MLF 会带来流动性分层问题，且 MLF 期限通常仅有 1 年，无法对应银行长期资金，因此近几年基础货币余额变动不大，央行更多通过提高货币乘数来满足 M2 增长。考虑到现金比率通常较为稳定，央行如欲提高货币乘数，要么靠降低存款准备金率，要么靠压低超储率。2020 年上半年央行主要靠降准来提高货币乘数，2020 年下半年央行主要靠压低超储率来提高货币乘数。

图 14：2014 年以后，货币乘数上升对于 M2 的贡献更大



资料来源：万得，信达证券研发中心

四、存款数据和社融的进一步挖掘

4.1 如何理解 M2 和社融增速剪刀差

M2 的统计是基于银行体系负债端的角度；社融的统计是基于金融机构资产端的角度。社会融资规模对金融体系内部的资金往来做了扣除，纯粹反映金融体系对实体经济的资金支持；而 M2 既包括企业和个人的存款，也包括非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。从构造上，二者大多数科目是重合的，比如人民币贷款、银行购买的企业债、非银贷款派生的非标融资等。但也有不重合的部分，属于 M2 但不属于社融的包括外汇占款、未投放实体的非银贷款、财政投放；属于社融但不属于 M2 的包括银行持有的政府债券、非银金融机构持有的企业债、非金融企业境内股票余额、不属于非银贷款所派生的非标等；还有非银购买政府债正向影响社融，负向影响 M2。综上所述，能够引起“M2-社融剪刀差”发生明显变化的主要是外汇占款、同业业务（未投向实体）、财政支出、表外业务、以及政府债券这五项，前三项影响为正，后两项影响为负。

图 15：社融与 M2 的相同与不同


资料来源：信达证券研发中心

表 2：通过其他存款性机构资产负债表看社融和 M2

其他存款性机构资产负债表 (2021-12)			
总资产	3430395.13	总负债	3430395.13
国外资产	73885.86	对非金融机构及住户负债	2116898.59
储备资产	222500.4	纳入广义货币的存款 (M2)	2002010.94
准备金存款	217160.75	单位活期存款	556618.2
库存现金	5339.65	单位定期存款	412951.55
对政府债权	412863.01	个人存款	1032441.18
其中：中央政府	412863.01	不纳入广义货币的存款	59378.57
对中央银行债权	21.17	可转让存款	26309.16
对其他存款性公司债权	311829.89	其他存款	33069.41
对其他金融机构债权 (部分计入社融)	246908.23	其他负债	55509.08
对非金融机构债权 (社融)	1333788.51	对中央银行负债	118576.17
对其他居民部门债权 (社融)	703434.35	对其他存款性公司负债	112651.88
其他资产	125163.69	对其他金融性公司负债	253973.53
		其中：计入广义货币的存款 (M2)	249744.13
		国外负债	14995.78
		债券发行	350551.73
		实收资本	81208.22
		其他负债	381539.24

资料来源：央行，信达证券研发中心

M2 与社融增速剪刀差可以被看作是利率债领先指标。社融主要反映实体企业融资需求，M2 主要反映金融机构货币供应量，当社融增速-M2 增速走阔时，反映实体企业融资需求强于金融机构资金供给，此时国债收益率走高；当社融增速-M2 增速收窄时，反映实体企业融资需求弱于金融机构资金供给，债券市场配置力量增强，此时国债收益率下降。

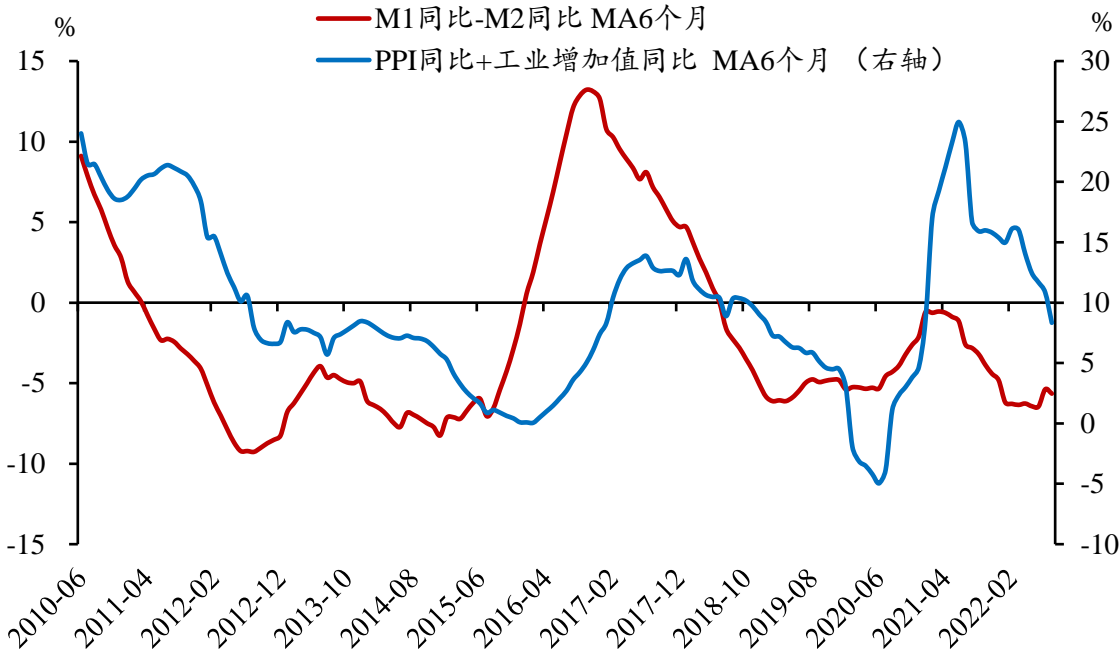
图 16: M2 与社融增速剪刀差是利率债领先指标



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.2 如何理解 M1 和 M2 增速剪刀差

M1 和 M2 增速剪刀差是实体经济的领先指标。央行货币层次划分中，M1 反映着经济中的现实购买力，代表着居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标；M2 不仅反映现实的购买力，还反映潜在的购买力，流动性偏弱，但反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况。如果 M1 增速在较长时间高于 M2 增速，说明经济扩张较快，活期存款之外的其他类型资产收益较高；反之，如果 M1 增速低于 M2，说明经济可能处于收缩期。另外，地产销售上行时会带动居民储蓄向房地产开发商活期存款转化，也会致使 M1-M2 剪刀差扩大。M1 与 M2 增速剪刀差与 PPI、商品房销售、工业增加值等有一定关联。

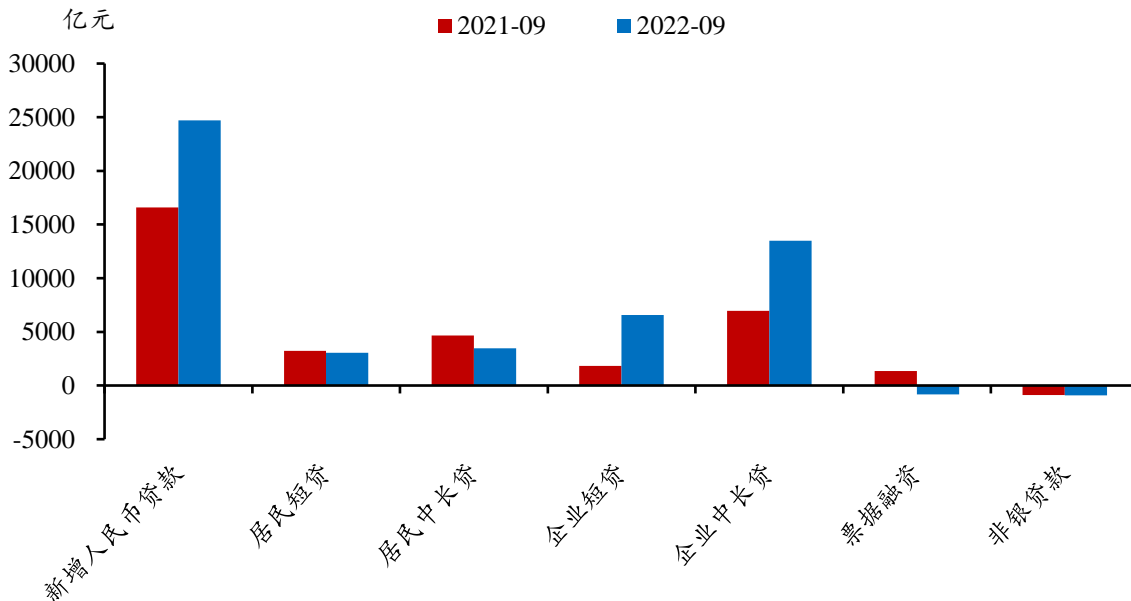
图 17: M1 和 M2 增速剪刀差是实体经济的领先指标


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

五、案例分析

5.1 9 月金融数据分析

2022 年 10 月 12 日, 央行公布 9 月金融数据: 新增人民币贷款 2.47 万亿元, 预期 1.76 万亿元, 前值 1.25 亿元。新增社会融资规模 3.53 万亿元, 前值 2.43 万亿元。M2 同比增长 12.10%, 预期 11.95%, 前值 12.20%。整体来看, 9 月社融数据表现十分亮眼, 且有两个重要支撑项, 一个是企业贷款, 一个是非标融资。接下来, 我们一步步分析这份金融数据。

图 18: 9 月人民币信贷大幅多增, 企业贷款贡献最大


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

首先看信贷数据。9月新增人民币贷款2.47万亿元，同比大幅多增8100亿元，创下2020年3月份以来最高单月增幅。从分项上看：

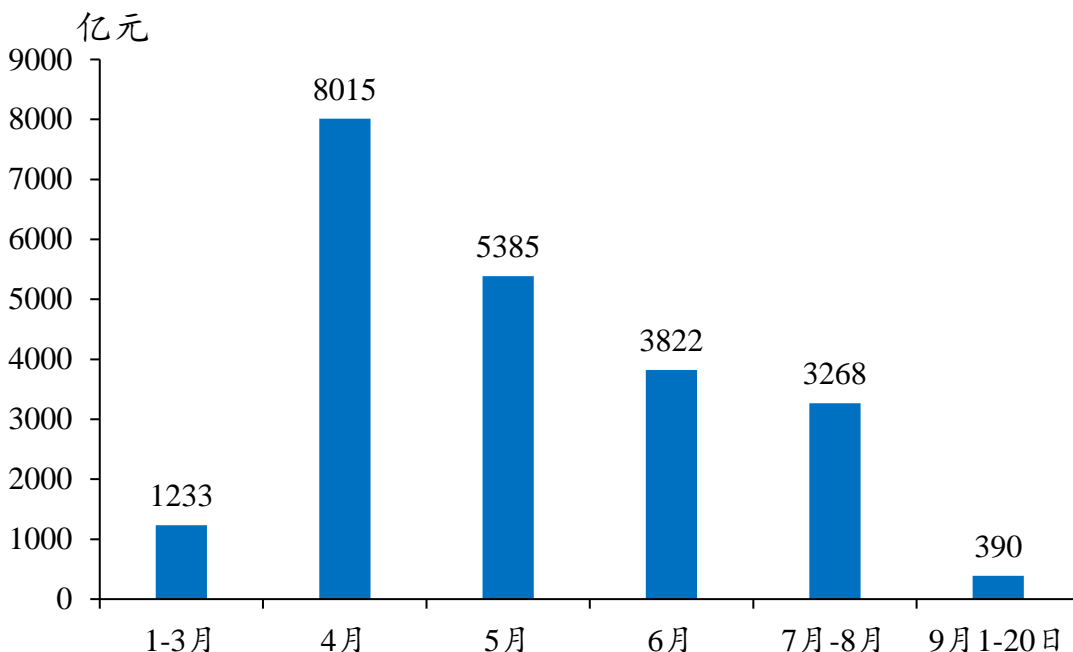
1) 企业贷款增幅扩张，为最大贡献项。9月企业贷款同比多增9370亿元，其中短期贷款同比多增4741亿元，中长期贷款同比多增6540亿元。究其原因：

一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。截至2022年9月27日，第二批3000亿基础设施投资基金已投放完毕（首批3000亿已于8月26日全部投放完毕），用于补充包括新基建在内的重大项目资本金。新增专项债的支出进度也在9、10月份迎来提速，按照最新要求，今年新增专项债要求在10月底前使用完毕，对10月底前仍无法开工的项目将收回专项债资金。叠加“尽快形成实物工作量”的政策导向，专项债资金拨付与配套融资都在加快，以确保项目尽快满足落地投产条件。此外，政策行新增的8000亿信贷额度也在持续给予实体部门信贷支持。

二是基建投资需求持续上升。随着一系列政策工具的落地，基建高频数据持续改善，包括9月建筑业PMI升至60.2%的高景气水平，9月末石油沥青装置开工率与水泥发运率均呈现上行趋势，反映出基建开工、投产势头正旺，资金需求也随之提升。

三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。今年4月1日我国开始实施大规模留抵。从退税机制上看，留抵退税能够直接增加企业银行账户的存款，这有助于改善企业现金流，并能够一定程度上对企业短贷起到替代作用。根据国税总局数据，截至9月20日，今年已累计有22113亿元留抵退税款退付到纳税人账户，年内剩余约650亿，对于企业现金流的补充将进一步减弱。

图 19：截至 9 月 20 日，已退付留抵退税 22113 亿元



资料来源：国家税务总局，信达证券研发中心

2) 居民贷款同比少增，消费与购房需求仍为拖累。9月居民贷款同比少增1383亿元，其中短期贷款同比少增181亿元，中长期贷款同比少增1211亿元，反映出居民消费与购房意愿依然受到压制。从央行最新问卷调查来看，居民购房意愿呈现触底回升迹象，Q3更多投资占比升至19.1%，较Q2上行1.2个百分点。国庆节前一系列重磅政策落地，包括阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、减免换房个税等，静待政策催化效果。

3) 票据融资自 2021 年 3 月以来首次出现减少。在企业贷款的超预期表现下，银行不再需要做多票据以填充信贷规模，9 月票据融资减少 827 亿元。其他分项上，9 月非银贷款减少 930 亿元，同比多减 50 亿元。

图 20：沥青开工率持续上行

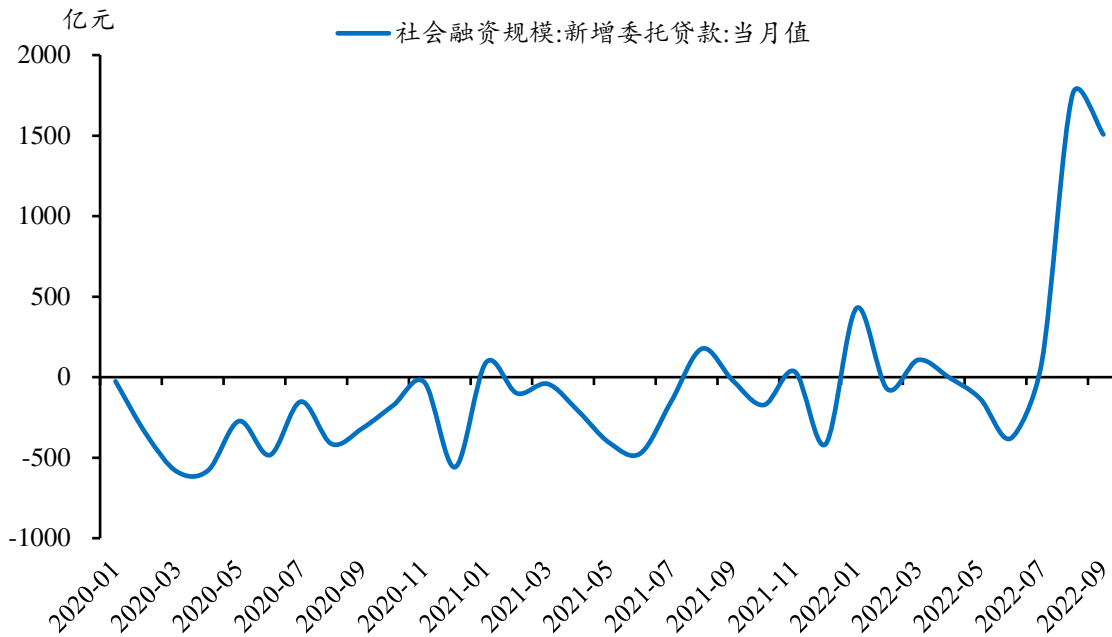


资料来源：万得，信达证券研发中心

再看其他构成部分。政府债融资是最大拖累项，9 月新增专项债发行规模降至 240.6 亿元，拖累当月政府债同比少增 2541 亿元。直接融资变化不大，企业债融资与股票融资合计同比少增 12 亿元。值得关注的是，9 月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款同比多增 1529 亿元。此外，信托贷款同比少减 1906 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 120 亿元。

委托贷款表现强势，或与开发性金融工具有关。从实践上看，开发性金融工具多以股东借款模式落地，涉及国开行（或其他政策行）、基础设施投资基金公司（国开行 100% 控股）、项目公司股东共三方，基金公司委托国开行对项目公司发放贷款，项目公司股东再以贷款形式对项目注资。

图 21：委托贷款一反常态地大幅增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

最后是存款数据。9月M2增速小幅回落0.1个百分点至12.1%，M1增速上升0.3个百分点至6.4%，M2-M1增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。5-7月份M1增速也曾出现一波回升，但当时更多是由于留抵退税力度大，直接增加了企业银行账户的活期存款。如前文所述，9月留抵退税规模进一步下滑，不再是M1回升的主要原因。因此当月M1增速上行，能够更加真实地反映出实体经济预期好转。

此外，财政存款持续放量，居民企业存款增多。存款端来看，9月是财政支出大月，财政存款减少4800亿元。居民存款同比多增3232亿元，与当前居民储蓄意愿依然较高相对应。企业存款同比多增2457亿元，与当月企业贷款需求旺盛、派生存款较多有关。

5.2 投资启示

我们预计未来企业中长贷将继续上升，一是留抵退税对企业贷款的抑制趋于结束；二是设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策共同推动企业中长贷回升。历史经验显示，在企业中长贷回升期，股市表现通常较好。

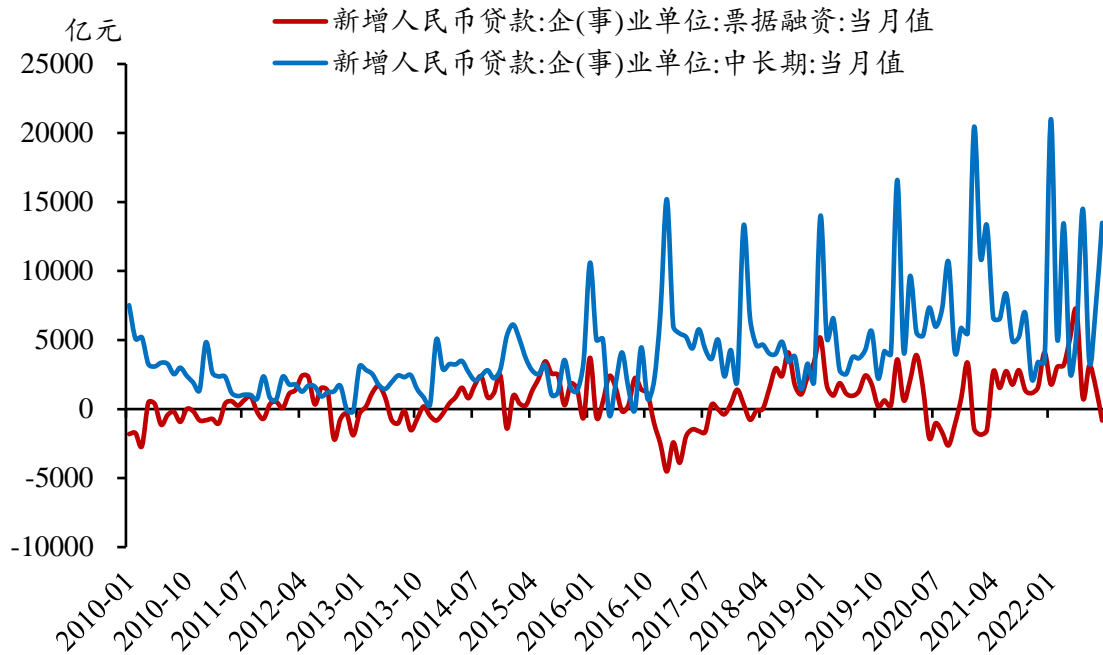
图 22：在企业中长贷回升期，股市表现不错


资料来源：万得，信达证券研发中心

对于债市而言，四季度既有利空也有利好因素。利空因素在于宽信用回归，以及经济好于预期修复。利好因素则在于流动性有望继续保持宽松，原因在于，政策工具在支持信贷增长的同时，还能够有效补充流动性。以国庆节前最新推出的设备更新改造专项再贷款为例，原本银行投放相关领域贷款需要消耗部分超储，但在再贷款工具的支持下，银行可获得与贷款规模相当的基础货币，获得超额流动性。除此之外，9月末抵押补充贷款(PSL)余额明显增加也引发了市场高度关注，我们推测新增 PSL 或用于配套政策性金融工具，或在一段时期内持续投入使用，其“补水”作用不容忽视。最后，10月份存在较明显资金缺口，央行进一步货币政策宽松可期。综合判断，我们认为，在流动性继续保持宽松的情况下，四季度债市有望走强。

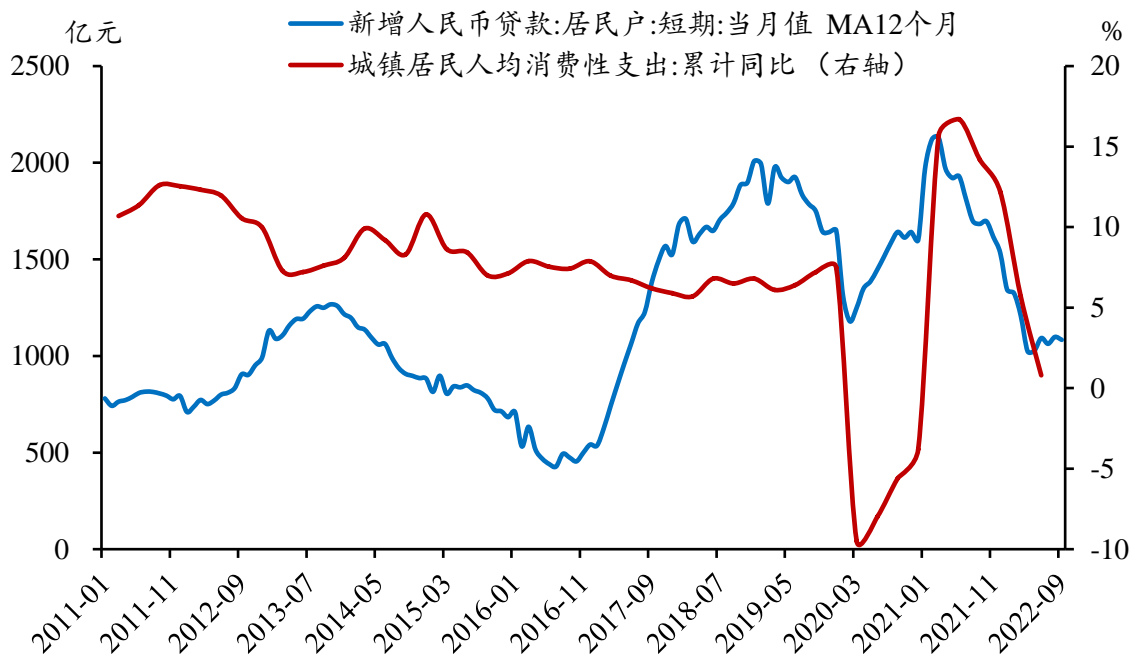
附录 1：图表

图 23：票据融资与中长期贷款具有替代关系



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：居民短贷领先于消费

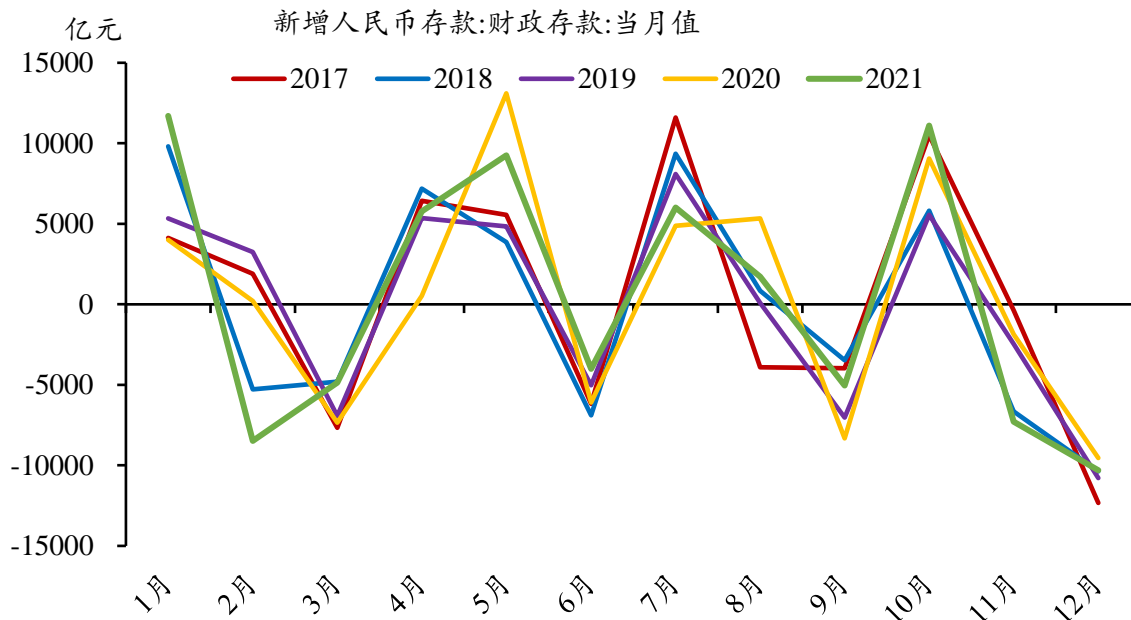


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3: 关于限制非标的文件

时间	文件	主要内容
2017年7月	《中国银监会关于规范银信类业务的通知》	明确银信通道类业务的定义:在银信类业务中,商业银行作为委托人设立资金信托或财产权信托,信托公司仅作为通道,信托资金或信托资产的管理、运用和处分均由委托决定,风险管理责任和因管理不当导致《中国银监会关于规范银信类业务的风险损失全部由委托人承担的行为。 禁止利用通道类业务规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定,禁止通过信托通道将表内资产虚假出表。 禁止将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。
2017年12月	《关于规范银信类业务的通知》(55号文)	1)扩大了银信合作的范畴,明确了银信业务和银信通道业务的定义;2)着重强调“实质重于形式”的原则,明确了银信业务的穿透监管;3)对于银信通道业务要还原其实质进行风险管控,杜绝银行通过信托通道将表内资产虚假出表;4)不得与委托方银行签订抽屉协议,不得提供担保,或为委托方银行规避监管提供通道服务;5)不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。
2018年1月	《商业银行委托贷款管理办法》(2号文)	1)明确规定了委托贷款的资金来源,不得是“受托管理的他人资金、银行授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等”;2)规定银行不得接受委托人为金融资产管理和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请;3)规定资金不得用于国家禁止领域、不得从事债券、资管等金融产品投资等;4)明确了委托贷款的业务定位和当事人职责。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。 禁止刚性兑付,非标投资期限错配。 禁止滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。
2019年5月	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》	信托业待须整治的问题包括:违规向房地产项目、地方政府、“两高一剩”等限制领域提供融资;未有效识别或故意隐匿资产风险;开展非标资金池业务;违规提供通道服务等。
2019年8月	《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》	加大信托通道业务压缩力度,督促信托机构制定下半年信托通道业务压降计划,明确相应时间安排和压降任务,按月监测信托通道业务压降情况。 控制房地产业务增速,遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。 信托业窗口指导常态化。
2020年5月	《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》	限制非标投资金额及集中度:全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的百分之三十;全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的百分之五十。 禁止资金池业务:资金信托单独设立、单独管理、单独建账、单独核算、单独清算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。
2020年6月	《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》	要求压缩信托通道业务、融资类业务。重点压降以下两类融资类信托业务:一是各类金融机构借助信托通道开展监管套利、规避政策限制的融资类业务;二是信托公司偏离受托人定位,将自身作为“信用中介”,风险实质由信托公司承担,违法违规开展的融资类业务。

资料来源:信达证券研发中心整理

图 25: 财政存款季初增加,季末减少


资料来源:万得,信达证券研发中心

附录 2：信达宏观方法论系列报告

1. 宏观数据测算方法和高频数据体系 ——信达宏观方法论之一
2. 月度 GDP 指数的构建与应用 ——信达宏观方法论之二
3. 高频观测体系的构建方法与投资启示 ——信达宏观方法论之三
4. 公开市场操作解读指南 ——信达宏观方法论之四
5. PMI 分析方法与资产配置含义 —— 信达宏观方法论之五
6. 固定资产投资全面解析（上）——信达宏观方法论之六
7. 固定资产投资全面解析（下）——信达宏观方法论之七
8. 看懂消费的三个重要视角——信达宏观方法论之八

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。