

# 宏观经济专题研究

## 企业贷款买理财如何影响宏观金融数据？

### 核心观点

今年一季度，银行信贷投放取得“开门红”。一方面，新增企业贷款规模创下历史新高，超出去年同期水平近三成（27%），显著超过经济增长和投资增速。另一方面，M2-M1剪刀差高位运行，指向资金投放力度可能大幅领先实体经济真实融资需求。为此，市场猜测部分未消化资金可能“溢出”至理财市场暂存。如果这种情况属实，将对金融数据构成什么影响呢？

总体而言，企业贷款流向理财，可能推升社融，压降M1与M2，并且在整个过程中对银行利润没有产生直接负面影响。

具体而言，企业活期存款购买理财的直接影响可以大致归为三类：

如果资金最终流向新发行的政府债和信用债，新增社融都会增加。区别在于购买政府债的资金进入财政存款，脱离M1与M2统计范畴；而购买信用债的资金最终成为发债企业的活期存款，M1与M2均不受影响。

如果企业存款最终流向新发行的金融债，不计入实体融资，相当于信用货币被银行体系“回收”，M1与M2同时下降。

如果资金最终通过二级市场流向其他金融机构，同样不创造融资。区别在于流入银行的部分被“回收”，M1与M2同时下降；流入其他非银机构的部分转为非银存款，M1下降M2不变。

**风险提示：**需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

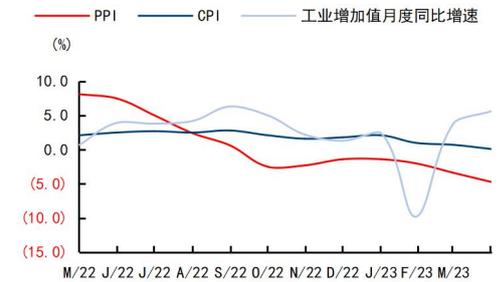
### 经济研究·宏观专题

证券分析师：**董德志**      联系人：**田地**  
 021-60933158                  0755-81982035  
 dongdz@guosen.com.cn      tiandi2@guosen.com.cn  
 S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	4.70
社零总额当月同比	18.40
出口当月同比	8.50
M2	12.40

#### 市场走势



#### 相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-生产要素系列研究三：全球人口老龄化的现状及影响》——2023-05-17
- 《资金观察，货币展望——度过季末，4月利率预计季节性下行》——2023-04-19
- 《宏观经济专题研究-中国经济中需求与生产的数量关系探究》——2023-03-27
- 《宏观经济专题研究-生产要素系列研究二：中国人口发展的趋势与影响（下篇）》——2023-03-21
- 《宏观经济专题研究-如何理解倒挂的社融-M2剪刀差？》——2023-03-20

## 内容目录

假设条件 .....	4
影响分析 .....	4
小结：推升社融，压降 M1 与 M2 .....	7

## 图表目录

图 1: 银行贷款派生企业活期存款 .....	4
图 2: 企业获得贷款对其资产负债表的影响 .....	4
图 3: 企业购买理财, 资金从企业存款转为非银存款 .....	5
图 4: 购买理财后企业资产端结构发生变化 .....	5
图 5: 非银购买开户银行的存单将导致银行负债结构变化 .....	5
图 6: 购买存单后非银机构资产端结构变化 .....	5
图 7: 非银购买非开户行债券时, 开户银行被动“缩表” .....	6
图 8: 发债银行“扩表”, 但并未派生 M2 .....	6
图 9: 非银购买非开户行发行的同业存单时, 三方机构资产负债表勾稽关系图 .....	6
图 10: 非银向非开户行购买债券, 开户银行被动“缩表” .....	7
图 11: 非银向非开户行购买债券, 非开户行资产结构变化 .....	7
图 12: 企业贷款购买理财影响总览 .....	7

今年一季度，银行信贷投放取得“开门红”。一方面，新增企业贷款规模创下历史新高，超出去年同期水平近三成（27%），显著超过经济增长和投资增速。另一方面，M2-M1 剪刀差高位运行，指向资金投放力度可能大幅领先实体经济真实融资需求。为此，市场猜测部分未消化资金可能“溢出”至理财市场暂存。如果这种情况属实，将对宏观金融数据构成什么影响呢？

## 假设条件

为使分析更加流畅，我们将问题适当简化，做出如下假设：

一是假设市场只存在企业、银行、非银和政府四个部门。

二是理财最终投资标的只包括政府债、信用债和金融债（银行）三种标的。

三是关注对于社融、信贷、M1 和 M2 四个指标的影响，并将这四个指标的初始值设为 0。

## 影响分析

企业贷款购买理财，大致可以分为如下三个步骤：

### 银行给企业发放贷款

**整个过程的第一步，是银行给企业发放贷款。这个过程非常简单，将对社融、信贷、M1 和 M2 四个指标同时产生影响。**假设银行发放的信贷为 300 元，则新增信贷为 300 元。由于这笔贷款属于金融对实体经济的支持，因此同时创造 300 元的新增社融。这笔新发贷款成为企业活期存款，因此 M1 增加 300 元，M2 也增加 300 元。

图1：银行贷款派生企业活期存款

商业银行	
企业贷款 +300	企业存款 +300

资料来源：国信证券经济研究所整理

图2：企业获得贷款对其资产负债表的影响

实体企业	
货币资金 +300	有息负债 +300

资料来源：国信证券经济研究所整理

### 企业购买理财

**第二步是企业将部分资金购买理财，但理财尚未配置资产。**假设企业当前仅计划使用 200 元贷款资金，出于现金管理等目的，将 100 元闲置资金购买高流动性理财产品。这时 100 元由企业活期存款变为非银存款。由于企业活期存款属于 M1，而非银存款只统计在 M2 中，所以这个阶段 M1 减少 100 元，M2 不变。

图3: 企业购买理财, 资金从企业存款转为非银存款

商业银行	
企业存款	-100
非银存款	+100

资料来源: 国信证券经济研究所整理

图4: 购买理财后企业资产端结构发生变化

实体企业	
货币资金	-100
交易性金融资产	+100

资料来源: 国信证券经济研究所整理

### 理财配置债券

**第三步是非银金融机构将获得的资金配置成资产。**非银可以在一级或二级市场购买债券, 由于影响不同我们将分别讨论。

一级市场中, 按不同债券类型进行讨论:

**如果非银配置政府债, 则社融增加, M2 下降。**由于社融口径包括新增政府债券融资, 如果非银机构将 100 元资金配置政府债, 则创造 100 元社融; 与此同时, 非银存款减少 100 元, 财政存款增加 100 元, M2 不包含财政存款 (位于央行资产负债表) 因此减少 100 元。

**如果非银配置信用债, 则社融增加, M1 增加。**同样, 社融口径包括新增信用债融资, 如果非银机构将 100 元资金配置信用债, 则创造 100 元社融。与政府债的区别在于, 发债企业通过信用债融资后, 活期存款增加 100 元, M1 回升 100 元, 非银存款减少 100 元, M2 规模不变。

图5: 非银购买开户银行的存单将导致银行负债结构变化

开户银行	
非银存款	-100
应付债券	+100

资料来源: 国信证券经济研究所整理

图6: 购买存单后非银机构资产端结构变化

非银机构	
货币资金	-100
同业存单	+100

资料来源: 国信证券经济研究所整理

**如果非银配置金融债, 则 M2 下降, 其余不变。**以同业存单为例, 非银机构向银行购买同业存单可以简单理解为交给银行的广义货币被“没收”或“冻结”, 暂时退出流通, 因此 M2 下降。从更微观的角度看, 可以分为两种情形, 但其最终效果一致:

一是非银购买其开户银行发行的同业存单。这种情况下, 开户银行负债端结构出

现调整，规模不变：非银存款减少 100 元，应付债券增加 100 元，M2 减少 100 元。与此对应，非银机构资产端结构同样出现变化：减少的 100 元存款，被替换为等额同业存单。

二是非银购买非开户行发行的同业存单。这种情况更为复杂，涉及三家机构的资产负债表。非银机构的资产负债表与第一种情形一样，存款被替换成同业存单。于此同时，非银机构的开户银行将客户资金以超额准备金的形式转移给非开户行，开户银行被动“缩表”：非银存款和超额准备金同时减少 100 元，M2 减少 100 元；非开户行的超额准备金和应付债券同时增加 100 元。

图7：非银购买非开户行债券时，开户银行被动“缩表”



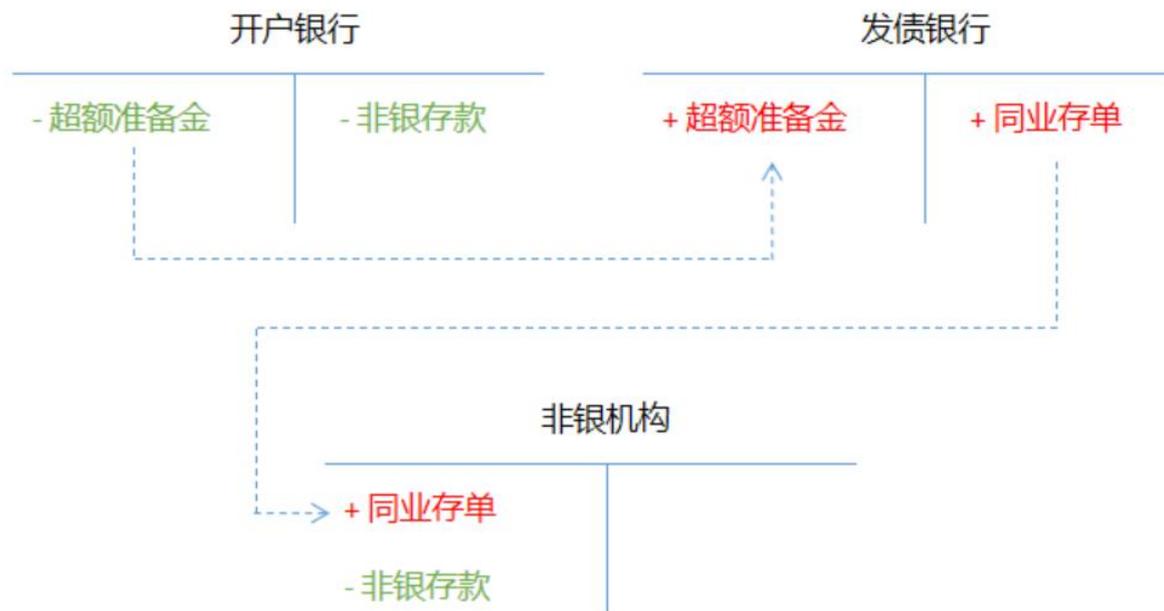
图8：发债银行“扩表”，但并未派生 M2



资料来源：国信证券经济研究所整理

资料来源：国信证券经济研究所整理

图9：非银购买非开户行发行的同业存单时，三方机构资产负债表勾稽关系图



资料来源：国信证券经济研究所整理

二级市场中，由于所有债券标的均已完成实质融资，因此交易只涉及到债券和资金归属权的转移，债券的种类也不再重要。主要的差异在于，根据交易对手的不同，M2 将发生不同的变化：

交易对手为其他非银机构的情况最为简单，四个金融统计科目均保持不变。交易

导致资金在两个非银机构间换手，资金性质和总规模均不发生变化。

图10: 非银向非开户行购买债券，开户银行被动“缩表”

开户银行	
存放央行款项 -100	非银存款 -100

图11: 非银向非开户行购买债券，非开户行资产结构变化

非开户行	
存放央行款项 +100	金融投资 -100

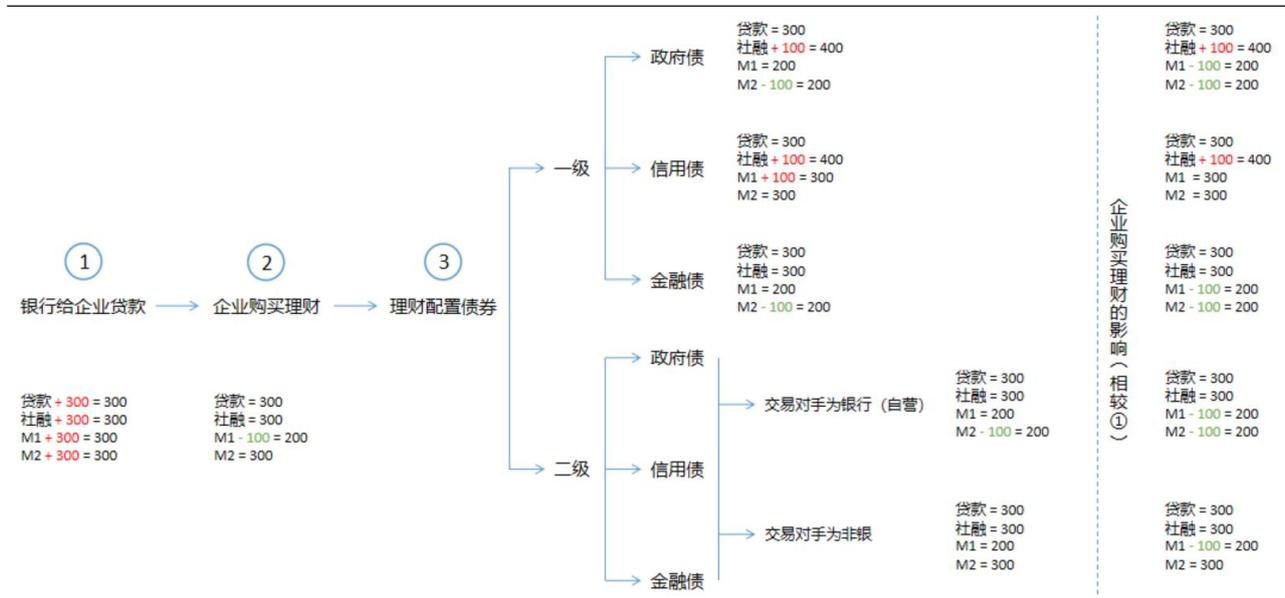
资料来源：国信证券经济研究所整理

资料来源：国信证券经济研究所整理

**交易对手为银行自营时，M2 下降，其余不变。**不论与开户银行还是非开户行交易，开户银行均被动“缩表”：当交易对手为开户银行的自营部门时，非银购买债券导致开户银行资产端的金融投资与负债端的非银存款同时减少 100 元，广义货币 M2 “萎缩” 100 元。当交易对手为非开户行的自营部门时，开户银行资产端的超额准备金和负债端的非银存款同时减少，M2 同样减少 100 元。相对应，非开户行资产结构发生变化（超额准备金增加，金融投资减少），但总规模不变。

## 小结：推升社融，压降 M1 与 M2

图12: 企业贷款购买理财影响总览



资料来源：国信证券经济研究所整理

上述讨论可以简单归纳为以下结论：**企业贷款流向理财，可能推升社融，压降 M1 与 M2，并且在整个过程中对银行利润没有产生直接负面影响。**

具体而言，企业活期存款购买理财的直接影响可以大致归为三类：

如果资金最终流向新发行的政府债和信用债，新增社融都会增加。区别在于购买政府债的资金进入财政存款，脱离 M1 与 M2 统计范畴；而购买信用债的资金最终成为发债企业的活期存款，M1 与 M2 均不受影响。

如果企业存款最终流向新发行的金融债，不计入实体融资，相当于信用货币被银行体系“回收”，M1 与 M2 同时下降。

如果资金最终通过二级市场流向其他金融机构，同样不创造融资。区别在于流入银行的部分被“回收”，M1 与 M2 同时下降；流入其他非银机构的部分转为非银存款，M1 下降 M2 不变。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032