

宏观经济 \* 深度研究

# 货币新特征与信用新逻辑

——基于三张表的货币经济研究

宏观首席分析师：孙付  
SAC NO：S1120520050004

2023年10月14日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 核心观点：

### ● 研究基础及主要内容

本专题基于“三张表”，对基础流动性投放、信用扩张及派生的机制进行研究，主要内容包括：1) 央行政策工具和基础流动性期限特征，以及资金价格波动；2) 从信用创造和货币派生两个维度分析M2，探讨M2与社融增速背离的原因；3) 信贷“主融资渠道”加强下，当前有哪些结构性问题；4) 构建“实体总信用”指标，与GDP拟合较好。

### ● 基础流动性的新特征：长钱、短钱与全球“紧”环境

与往年相比，2023年基础流动性中“长钱”投放较为谨慎（可能受外部货币政策影响），资金缺口持续通过“短钱”补充提高了预防性货币需求，导致了如下情况持续存在：政策基调的“宽松”与市场资金体感的“偏紧”。四季度，鉴于全球货币“紧”环境和国内政府债券融资体量较大，上述状况可能仍将延续。

### ● 高增的M2：与社融背离；9月显示向好迹象

2021年10月以来，M2增速较快上升并与社融增速背离，主要是疫情影响和房地产市场预期转弱下，居民和企业“窖藏”货币所致，反映到经济增长上体现为“收缩性”。2023年6月以来，宏观政策多维发力，促进预期改善，9月显示向好迹象，关注后续发展。

### ● 关注企（事）业信贷的两个问题

过去一段时间，尽管居民信贷较弱，但是企（事）业信贷持续保持较快增长。需要关注两个问题：1) 基建类贷款占比较高，地方债务重整下未来将发生变化；2) 制造业（工业）中长期贷款快速增长，但对实际投资增速的拉动效果尚未充分显示。

### ● 一个有用的新指标：实体总信用

定义：实体总信用=社融+储备资产占款-财政存款，该指标与GDP的拟合效果较好，且具有领先性（1-2个季度）。

风险提示：地缘政治等出现超预期的变化，导致宏观预测失效。

# 目录

contents

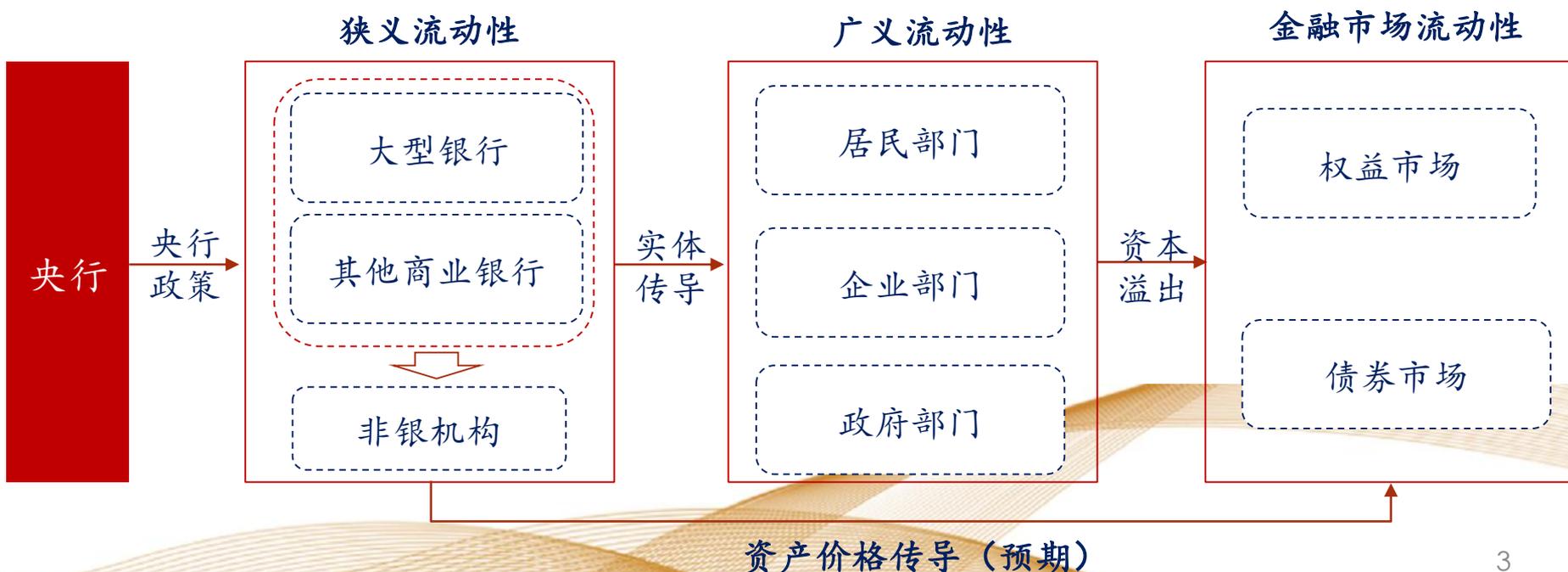
- 1、概况
- 2、流动性研究基础：三张表及关系
- 3、基础流动性：长钱、短钱与超储率
- 4、信用创造与派生
  - 4.1 分析M2的两个视角
  - 4.2 M2与社融增速的背离
  - 4.3 当前信贷的结构性问题
  - 4.4 一个有用的指标：实体总信用
- 5、风险提示

# 1、概况：流动性的三个维度

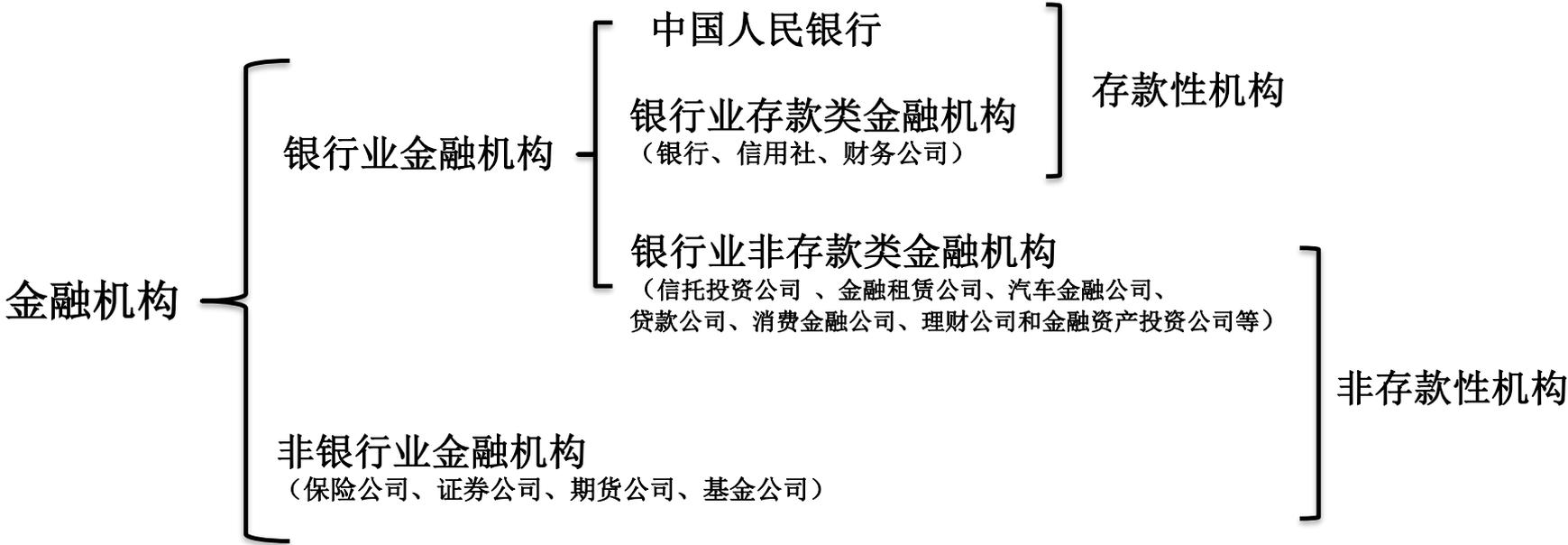
流动性可以进一步划分成三个维度：

- 1) **狭义流动性**，又称银行间市场流动性，是指银行间市场资金面的情况，反映的是银行体系中可用资金的多寡，代表整个货币市场的流动性情况。
- 2) **广义流动性**，又称实体流动性，是指企业/个人/非银等实体资金面的情况，代表整个实体经济的流动性情况。
- 3) **金融市场流动性**，是指用于配置股票、债券等金融资产的资金面的情况。

## 流动性的三个维度



# 1、概况：金融机构类型



说明：

1) 截至2023年Q2，金融业机构资产（约450万亿元）占比中，银行业资产占比90.4%，保险业6.5%，证券业3.1%。

2) 截至2023年Q2，银行业杠杆（负债/权益）11.46倍，保险业9.4倍，证券业3.16倍。

3) 金融资产投资公司：以债转股为目的收购银行对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理；对于未能转股的债权进行重组、转让和处置。如：交银、建信金融资产投资公司等。

## 2、流动性研究基础：三张表及关系

三张重要的表：

- 1) 货币当局资产负债表
- 2) 其他存款性公司资产负债表
- 3) 金融机构人民币信贷收支表

## 2.1 央行资产负债表

央行资产负债表是从量的视角研究流动性的起点。与一般的财务报表不同，央行的资产负债表仅有资产和负债两端，类似于所有者权益的自有资金也被并入负债端。

**负债端：**主要包括储备货币、不计入储备货币的金融性公司存款、发行债券、国外负债、政府存款、自有资金、其他负债等7项，其中储备货币（85%）和政府存款（11%）占比较高。

**资产端：**央行资产负债表的资产可以视为央行投放货币所依赖的基础，主要包括国外资产、对政府债权、对其他存款性公司债权、对其他金融性公司债权、对非金融性部门债权、其他资产等6项，其中国外资产（56%）、对其他存款性公司债权（35%）占比较高。

**央行资产负债表中的主要交易对手：**

1) **其他存款性公司：**除央行以外的，主要进行吸收存款、发放贷款、办理转账结算等中介服务的存款性公司或准公司。主要包括商业银行、信用合作社以及专门把储蓄存款作为资金来源的储蓄机构等。

2) **其他金融性公司：**非银行类金融机构，接受证监会、保监会管理，主要包括证券类金融机构、保险类金融机构等。

3) **非金融性部门：**不从事金融业务向市场提供各种货物和非金融性服务，并以营利为目的公司。

## 2.1 央行资产负债表：2023年来新变化

### 资产端的变化：

“国外资产”诸项均有所增加，其中黄金储备增加约450万盎司，约100亿美元。国外资产配置呈现多元化特征。

“其他资产”减少约6800亿元。

从“官方储备资产”看，今年以来储备资产较为稳定，基本保持在3.3-3.4万亿美元之间。其中，“外汇储备”保持在3.13-3.2万亿美元之间。

结合“存款类金融机构外汇信贷收支表”观察“民间储备”变化：总规模从1.24万亿美元减少至1.14万亿美元，减少约1000亿美元；其中，“存款”规模从8881亿美元减少至7955.5亿美元，减少约925.5亿美元。

## 2.1 央行资产负债表 (A)

央行资产负债表及各项占比 (2023.08)

| 资产         | 规模 (亿元)   | 占比 (%) | 负债              | 规模 (亿元)   | 占比 (%) |
|------------|-----------|--------|-----------------|-----------|--------|
| 国外资产       | 231576.32 | 55.56  | 储备货币            | 353555.18 | 84.82  |
| 外汇         | 217673.89 | 52.22  | 货币发行            | 111437.81 | 26.73  |
| 货币黄金       | 3750.44   | 0.90   | 金融性公司存款         | 218102.93 | 52.32  |
| 其他国外资产     | 10151.99  | 2.44   | 其他存款性公司存款       | 218102.93 | 52.32  |
| 对政府债权      | 15240.68  | 3.66   | 其他金融性公司存款       | —         | —      |
| 其中：中央政府    | 15240.68  | 3.66   | 非金融机构存款         | 24014.44  | 5.76   |
| 对其他存款性公司债权 | 146836.22 | 35.23  | 不计入储备货币的金融性公司存款 | 6916.63   | 1.66   |
| 对其他金融性公司债权 | 1359.52   | 0.33   | 发行债券            | 1050.00   | 0.25   |
| 对非金融性部门债权  | —         | —      | 国外负债            | 1855.27   | 0.45   |
| 其他资产       | 21827.7   | 5.24   | 政府存款            | 44706.43  | 10.73  |
|            |           |        | 自有资金            | 219.75    | 0.05   |
|            |           |        | 其他负债            | 8537.19   | 2.05   |
| 总资产        | 416840.45 | 100.00 | 总负债             | 416840.45 | 100.00 |

资料来源：WIND，中国人民银行网站，华西证券研究所

## 2.2 其他存款性公司资产负债表 (B)

其他存款性公司资产负债表  
 Balance Sheet of Other Depository Corporations

单位: 亿元人民币  
 Unit: 100 Million Yuan

| 项目 Item  | 2023.01           | 2023.02           | 2023.03           | 2023.04           | 2023.05           | 2023.06           | 2023.07           | 2023.08           | 2023.09 | 2023.10 | 2023.11 | 2023.12 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 国外资产 Foreign Assets  | 78093.38          | 77891.96          | 78330.36          | 76538.96          | 77013.78          | 79471.91          | 79045.53          | 79024.66          |         |         |         |         |
| 储备资产 Reserve Assets  | 220945.46         | 223738.84         | 239819.99         | 227405.98         | 220825.57         | 240810.06         | 223167.90         | 227402.79         |         |         |         |         |
| 准备金存款 Deposits with Central Bank                                   | 212873.58         | 217481.32         | 234474.45         | 222407.24         | 215811.00         | 235918.04         | 218236.72         | 222480.33         |         |         |         |         |
| 库存现金 Cash in Vault   | 8071.88           | 6257.52           | 5345.54           | 4998.75           | 5014.56           | 4892.02           | 4931.17           | 4922.46           |         |         |         |         |
| 对政府债权 Claims on Government   | 482473.11         | 489967.19         | 493779.24         | 497860.23         | 502966.42         | 506769.29         | 511428.31         | 519432.04         |         |         |         |         |
| 其中: 中央政府 Of which: Central Government                              | 482473.11         | 489967.19         | 493779.24         | 497860.23         | 502966.42         | 506769.29         | 511428.31         | 519432.04         |         |         |         |         |
| 对中央银行债权 Claims on Central Bank                                     | 133.05            | 140.59            | 144.80            | 144.82            | 112.19            | 152.51            | 157.58            | 112.58            |         |         |         |         |
| 对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations                 | 356005.27         | 361551.93         | 375472.26         | 370532.61         | 374037.59         | 381887.42         | 379317.64         | 367827.52         |         |         |         |         |
| 对其他金融机构债权 Claims on Other Financial Institutions                   | 258048.99         | 257158.37         | 269852.70         | 268449.69         | 275119.65         | 282330.97         | 276602.80         | 276179.94         |         |         |         |         |
| 对非金融机构债权 Claims on Non-financial Institutions                      | 1547548.14        | 1564659.97        | 1590861.70        | 1596525.76        | 1604540.80        | 1629158.74        | 1626147.91        | 1636447.62        |         |         |         |         |
| 对其他居民部门债权 Claims on Other resident Sectors                         | 744628.39         | 746816.89         | 758877.06         | 756156.85         | 759338.17         | 768383.30         | 766283.63         | 769840.05         |         |         |         |         |
| 其他资产 Other Assets  | 135324.86         | 141996.61         | 134236.22         | 141194.29         | 144262.08         | 139321.51         | 142387.37         | 143206.41         |         |         |         |         |
| <b>总资产 Total Assets</b>  | <b>3823200.66</b> | <b>3863922.36</b> | <b>3941374.33</b> | <b>3934809.20</b> | <b>3958216.25</b> | <b>4028285.71</b> | <b>4004538.67</b> | <b>4019473.61</b> |         |         |         |         |
| 对非金融机构及住户负债 Liabilities to Non-financial Institutions & Households | 2385222.96        | 2418087.88        | 2479732.39        | 2465066.88        | 2474587.18        | 2526360.66        | 2497533.88        | 2514989.43        |         |         |         |         |
| 纳入广义货币的存款 Deposits Included in Broad Money                         | 2287535.63        | 2320165.73        | 2382403.58        | 2370206.36        | 2378493.32        | 2428847.51        | 2405104.63        | 2423147.26        |         |         |         |         |
| 单位活期存款 Corporate Demand Deposits                                   | 540612.86         | 550336.16         | 572468.33         | 563857.09         | 570496.27         | 590176.28         | 571089.24         | 573072.99         |         |         |         |         |
| 单位定期存款 Corporate Time Deposits                                     | 473130.73         | 488056.58         | 498890.82         | 507413.15         | 503707.80         | 507502.51         | 511062.35         | 519227.45         |         |         |         |         |
| 个人存款 Personal Deposits   | 1273792.04        | 1281772.99        | 1311044.43        | 1298936.12        | 1304289.26        | 1331168.72        | 1322953.04        | 1330846.83        |         |         |         |         |
| 不纳入广义货币的存款 Deposits Excluded from Broad Money                      | 56454.21          | 57698.65          | 58800.05          | 57310.03          | 56616.21          | 56510.06          | 54774.61          | 53127.44          |         |         |         |         |
| 可转让存款 Transferable Deposits  | 23114.70          | 22031.14          | 22390.03          | 20408.63          | 19649.56          | 20046.92          | 19889.14          | 19331.30          |         |         |         |         |
| 其他存款 Other Deposits  | 33339.51          | 35667.51          | 36410.02          | 36901.40          | 36966.65          | 36463.14          | 34885.48          | 33796.14          |         |         |         |         |
| 其他负债 Other Liabilities   | 41233.12          | 40223.50          | 38528.76          | 37550.49          | 39477.64          | 41003.10          | 37654.63          | 38714.72          |         |         |         |         |
| 对中央银行负债 Liabilities to Central Bank                                | 140055.59         | 140413.62         | 137874.39         | 134898.57         | 128761.74         | 139491.12         | 132911.12         | 143939.23         |         |         |         |         |
| 对其他存款性公司负债 Liabilities to Other Depository Corporations            | 122314.48         | 120648.67         | 128982.98         | 125346.51         | 128971.07         | 133942.32         | 129640.05         | 121891.16         |         |         |         |         |
| 对其他金融性公司负债 Liabilities to Other Financial Corporations             | 284664.17         | 279662.28         | 283559.05         | 286452.54         | 289045.84         | 286402.33         | 291163.65         | 283755.18         |         |         |         |         |
| 其中: 计入广义货币的存款 Of which: Deposits Included in Broad Money           | 280642.66         | 275529.97         | 280020.53         | 282874.51         | 285736.47         | 283175.57         | 287770.63         | 280040.32         |         |         |         |         |
| 国外负债 Foreign Liabilities   | 14174.25          | 14393.24          | 14467.63          | 14236.24          | 14290.34          | 14745.48          | 14533.43          | 14413.99          |         |         |         |         |
| 债券发行 Bond Issue  | 380513.30         | 385252.83         | 390279.36         | 394504.22         | 398958.92         | 404905.93         | 413507.57         | 412254.07         |         |         |         |         |
| 实收资本 Paid-in Capital   | 55201.45          | 55247.40          | 55729.90          | 55800.86          | 55880.09          | 56098.58          | 56078.82          | 56009.52          |         |         |         |         |
| 其他负债 Other Liabilities   | 441054.46         | 450216.44         | 450748.63         | 458503.39         | 467721.07         | 466339.30         | 469170.17         | 472221.04         |         |         |         |         |
| <b>总负债 Total Liabilities</b>                                       | <b>3823200.66</b> | <b>3863922.36</b> | <b>3941374.33</b> | <b>3934809.20</b> | <b>3958216.25</b> | <b>4028285.71</b> | <b>4004538.67</b> | <b>4019473.61</b> |         |         |         |         |

资料来源: WIND, 中国人民银行网站, 华西证券研究所

## 2.3 金融机构人民币信贷收支表 (C)

金融机构人民币信贷收支表  
 Summary of Sources And Uses of Credit Funds of Financial Institutions (in RMB)

单位: 亿元  
 Unit: 100 Million Yuan

| 项目 Item  | 2023. 01          | 2023. 02          | 2023. 03          | 2023. 04          | 2023. 05          | 2023. 06          | 2023. 07          | 2023. 08          | 2023. 09 | 2023. 10 | 2023. 11 | 2023. 12 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>来源方项目 Funds Sources</b>   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |          |          |          |          |
| 一、各项存款 Total Deposits  | 2653915.86        | 2681999.00        | 2739076.14        | 2734467.18        | 2749085.32        | 2786204.53        | 2774993.33        | 2787610.76        |          |          |          |          |
| (一) 境内存款 Domestic Deposits   | 2636332.04        | 2664473.44        | 2721314.92        | 2717441.67        | 2731196.18        | 2768381.32        | 2757337.98        | 2769639.07        |          |          |          |          |
| 1. 住户存款 Deposits of Households   | 1265275.07        | 1273200.73        | 1302280.16        | 1290293.78        | 1295657.80        | 1322386.57        | 1314293.53        | 1322170.58        |          |          |          |          |
| (1) 活期存款 Demand Deposits   | 396348.74         | 379553.56         | 386219.68         | 371355.33         | 370076.03         | 384261.12         | 375019.09         | 373900.92         |          |          |          |          |
| (2) 定期及其他存款 Time & Other Deposits  | 868926.33         | 893647.17         | 916060.48         | 918938.45         | 925581.77         | 938125.45         | 939274.44         | 948269.67         |          |          |          |          |
| 2. 非金融企业存款 Deposits of Non-financial Enterprises   | 738366.29         | 751236.14         | 777323.16         | 775915.03         | 774521.81         | 795170.50         | 779848.68         | 788738.51         |          |          |          |          |
| (1) 活期存款 Demand Deposits   | 240330.61         | 245103.82         | 257099.29         | 250140.11         | 247728.94         | 259402.74         | 248648.13         | 248978.31         |          |          |          |          |
| (2) 定期及其他存款 Time & Other Deposits  | 498035.67         | 506132.32         | 520223.87         | 525774.92         | 526792.87         | 535767.76         | 531200.55         | 539760.21         |          |          |          |          |
| 3. 机关团体存款 Deposits of Government Departments & Organizations                               | 326924.62         | 334876.34         | 341880.25         | 343461.65         | 347654.92         | 351238.00         | 350401.64         | 353345.02         |          |          |          |          |
| 4. 财政性存款 Fiscal Deposits   | 56840.80          | 61398.30          | 52986.64          | 58014.72          | 60384.07          | 49888.25          | 58965.86          | 58878.32          |          |          |          |          |
| 5. 非银行业金融机构存款 Deposits of Non-banking Financial Institutions                               | 248925.26         | 243761.93         | 246844.70         | 249756.49         | 252977.59         | 249698.00         | 253828.27         | 246506.63         |          |          |          |          |
| (二) 境外存款 Overseas Deposits   | 17583.82          | 17525.56          | 17761.22          | 17025.51          | 17889.13          | 17823.21          | 17655.35          | 17971.69          |          |          |          |          |
| 二、金融债券 Financial Bonds   | 123353.25         | 121832.26         | 124853.57         | 126973.08         | 129818.87         | 133071.84         | 133753.22         | 139897.34         |          |          |          |          |
| 三、流通中货币 Currency in Circulation  | 114601.30         | 107602.58         | 105591.30         | 105904.46         | 104756.71         | 105419.20         | 106129.68         | 106515.36         |          |          |          |          |
| 四、对国际金融机构负债 Liabilities to International Financial Institutions                            | 4.97              | 5.03              | 5.01              | 5.02              | 5.07              | 5.12              | 5.08              | 5.12              |          |          |          |          |
| 五、其他 Other Items   | 309839.30         | 316915.44         | 302719.13         | 320518.33         | 321786.77         | 312687.11         | 332931.78         | 341446.14         |          |          |          |          |
| <b>资金来源总计 Total Funds Sources</b>  | <b>3201714.69</b> | <b>3228354.31</b> | <b>3272245.14</b> | <b>3287868.07</b> | <b>3305452.74</b> | <b>3337387.80</b> | <b>3347813.10</b> | <b>3369574.71</b> |          |          |          |          |
| <b>运用方项目 Funds Uses</b>  |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |          |          |          |          |
| 一、各项贷款 Total Loans   | 2197455.14        | 2215575.67        | 2254455.10        | 2261643.47        | 2275271.41        | 2305766.69        | 2309226.18        | 2322806.64        |          |          |          |          |
| (一) 境内贷款 Domestic Loans  | 2187392.88        | 2205743.51        | 2244861.16        | 2251422.86        | 2264256.37        | 2294723.42        | 2297264.69        | 2310317.32        |          |          |          |          |
| 1. 住户贷款 Loans to Households  | 760231.86         | 762313.16         | 774754.82         | 772343.70         | 776015.23         | 785610.62         | 783604.01         | 787526.00         |          |          |          |          |
| (1) 短期贷款 Short-term Loans  | 189620.16         | 190837.96         | 196931.80         | 195676.60         | 197664.55         | 202602.33         | 201267.52         | 203587.92         |          |          |          |          |
| 消费贷款 Consumption Loans   | 97507.05          | 97284.42          | 99144.16          | 98806.09          | 99747.59          | 101471.73         | 101047.21         | 102277.52         |          |          |          |          |
| 经营贷款 Operating Loans   | 92113.11          | 93553.54          | 97787.64          | 96870.51          | 97916.96          | 101130.60         | 100220.31         | 101310.40         |          |          |          |          |
| (2) 中长期贷款 Mid & Long-term Loans  | 570611.70         | 571475.20         | 577823.02         | 576667.11         | 578350.68         | 583008.29         | 582336.50         | 583938.09         |          |          |          |          |
| 消费贷款 Consumption Loans   | 470226.47         | 469762.59         | 472449.87         | 470339.18         | 470300.70         | 471959.93         | 470899.19         | 470952.90         |          |          |          |          |
| 经营贷款 Operating Loans   | 100385.24         | 101712.61         | 105373.15         | 106327.93         | 108049.99         | 111048.36         | 111437.31         | 112985.18         |          |          |          |          |
| 2. 企(事)业单位贷款 Loans to Non-financial Enterprises and Government Departments & Organizations | 1421925.55        | 1438021.74        | 1465077.09        | 1471915.87        | 1480474.06        | 1503307.95        | 1505686.01        | 1515174.43        |          |          |          |          |
| (1) 短期贷款 Short-term Loans  | 374367.14         | 380152.30         | 390940.31         | 389841.64         | 390191.89         | 397625.57         | 393840.88         | 393934.64         |          |          |          |          |
| (2) 中长期贷款 Mid & Long-term Loans  | 891232.36         | 902359.91         | 922968.75         | 929637.70         | 937335.70         | 953326.39         | 956037.93         | 962481.77         |          |          |          |          |
| (3) 票据融资 Paper Financing   | 123963.52         | 122974.81         | 118287.57         | 119567.62         | 119987.56         | 119166.97         | 122763.84         | 126236.21         |          |          |          |          |
| (4) 融资租赁 Financial Leases  | 30157.44          | 30368.12          | 30774.36          | 30810.01          | 30866.22          | 31165.11          | 31036.05          | 31024.18          |          |          |          |          |
| (5) 各项垫款 Total Advances  | 2205.09           | 2166.61           | 2106.10           | 2058.89           | 2092.69           | 2023.91           | 2007.30           | 1992.64           |          |          |          |          |
| 3. 非银行业金融机构贷款 Loans to Non-banking Financial Organizations                                 | 5235.47           | 5408.60           | 5029.25           | 7163.29           | 7767.09           | 5804.85           | 7974.67           | 7618.89           |          |          |          |          |
| (二) 境外贷款 Overseas Loans  | 10062.26          | 9832.16           | 9593.94           | 10220.62          | 11015.03          | 11043.27          | 11961.49          | 12489.32          |          |          |          |          |
| 二、股权投资 Portfolio Investments   | 584396.00         | 592956.57         | 598314.88         | 603119.25         | 606017.17         | 611310.66         | 613520.12         | 621893.78         |          |          |          |          |
| 三、股权及其他投资 Shares and Other Investments   | 196137.21         | 195980.10         | 193823.71         | 197372.52         | 198373.17         | 194494.11         | 199191.73         | 198833.74         |          |          |          |          |
| 四、黄金占款 Position for Bullion Purchase   | 3169.49           | 3270.77           | 3349.50           | 3385.10           | 3455.76           | 3539.95           | 3633.25           | 3750.44           |          |          |          |          |
| 五、中央银行外汇占款 Foreign Exchange  | 216249.25         | 216182.12         | 217893.63         | 217895.06         | 217822.22         | 217733.71         | 217824.72         | 217673.89         |          |          |          |          |
| 六、在国际金融机构资产 Assets with International Financial Institutions                               | 4307.61           | 4389.08           | 4408.33           | 4452.67           | 4513.01           | 4542.69           | 4417.11           | 4616.22           |          |          |          |          |
| <b>资金运用总计 Total Funds Uses</b>   | <b>3201714.69</b> | <b>3228354.31</b> | <b>3272245.14</b> | <b>3287868.07</b> | <b>3305452.74</b> | <b>3337387.80</b> | <b>3347813.10</b> | <b>3369574.71</b> |          |          |          |          |

1. 本表机构包括中国人民银行、银行业存款类金融机构、银行业非存款类金融机构。

2. 银行业存款类金融机构包括银行、信用社和财务公司。银行业非存款类金融机构包括信托投资公司、金融租赁公司、汽车金融公司、贷款公司、消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等银行业非存款类金融机构。

## 2.4 三张表重要关系梳理

1, “金融机构人民币信贷收支表” (C), 该表主要由“货币当局资产负债表” (A) 和“其他存款性公司资产负债表” (B) 整合而来; 从整合对消后结余维度对其理解, 强调所涵盖金融机构与外部的资金勾连关系。前者 (C) 只包括人民币业务, 后面二表 (A与B) 还包括外币业务; 前者金融机构 (C) 包括中国人民银行、银行业存款类金融机构 (银行、信用社和财务公司)、银行业非存款类金融机构 (信托投资公司、金融租赁公司、汽车金融公司、贷款公司、消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等)。需注意上述口径差异!

2, 几项重要的对消项: 其他存款性公司存款 (A)  $\approx$  准备金存款 (B), 对其他存款性公司债权 (A)  $\approx$  对中央银行负债 (B)

3, 流通中现金 (C) = 货币发行 (A) - 库存现金 (B)

4, 债券投资 (C) 主要包括政府债、企业债和非银金融债。企 (事) 业单位贷款+非银金融机构贷款+债券投资+股权及其他投资 (主要是非标) (C)  $\approx$  对非金融机构债权 (B) + 对政府债权 (A+B) + 对其他金融机构债权 (B)

5, 金融债券 (C) 仅指C中金融机构发行而被非银行类机构所购买持有的债券 (剔除C中机构互持)。

6, 对其他存款性公司债权 (B)  $\approx$  对其他存款性公司负债 (B) + {债券发行 (B) - 金融债券 (C)}, 这意味着: 金融债券 (C)  $\approx$  对其他存款性公司负债 (B) + 债券发行 (B) - 对其他存款性公司债权 (B)。

7, 参考“金融机构外汇信贷收支表”, C中资金来源方可补充的项有: “卖出回购资产”和“借款及非银行业金融机构拆入”, C中资金运用方可补充的项有: “买入返售资产”和“存放非银行业金融机构款项”。

8, 其他 (C)  $\approx$  其他负债 (B) - 其他资产 (B)

9, 信贷收支表 (C): (住户+非金融企业+机关团体+非银金融机构+境外) 存款  $\approx$   $m_2 - m_0$  (差异在货币基金)

## 2.4 三张表重要关系梳理

| 信贷收支表(资金来源)  | 与央行资产负债表(A)、其他存款性公司资产负债表(B)勾稽关系                   |
|--|---|
| <b>各项存款</b><br>住户存款<br>非金融企业及机关团体存款<br>非银行业金融机构存款<br>财政性存款<br>其它存款 | $\approx$ 对非金融机构及住户负债(B)<br>+对其他金融性公司负债:计入广义货币(B) |
| <b>金融债券</b>  | $\approx$ 债券发行(B)+对其他存款性公司负债(B)-对其他存款性公司债权(B)     |
| <b>流通中货币</b>   | $\approx$ 货币发行(A)-库存现金(B)                         |
| <b>其它(轧差项)</b>   | $\approx$ 其它负债(B)-其它资产(B)                         |

| 信贷收支表(资金运用)  | 与央行资产负债表(A)、其他存款性公司资产负债表(B)勾稽关系                                      |
|--|--|
| <b>各项贷款</b><br><b>证券投资</b><br>债券投资<br>股权及其它投资<br>投向非标、公募基金等<br>... | $\approx$ 对政府债权(B)<br>+对其他金融机构债权(B)<br>+对非金融机构债权(B)<br>+对其他居民部门债权(B) |
| <b>储备资产占款</b><br>中央银行外汇占款<br>黄金占款<br>在国际金融机构资产                     | $\approx$ 国外资产(A)  |

资料来源：WIND，中国人民银行网站，华西证券研究所



### 3、基础流动性：长钱、短钱与超储率

## 3.1 基础流动性投放工具

央行提供基础流动性的工具：

- 1) 降准
- 2) 公开市场操作（OMO）
- 3) MLF
- 4) 常规再贷款、再贴现
- 5) 各类结构性工具（绿色、科技等）
- 6) 外汇市场干预

根据中央经济工作会议和政府工作报告定的GDP目标，估算信贷及M2增速及扩张幅度、基础货币增量，相应评估各类工具综合投放规模。

实际操作中，根据经济情况和结构性因素变化，灵活调整工具组合。

根据基础流动性投放工具的期限特征，可以将相关资金区分为“长钱”和“短钱”。

### 3.1 基础流动性投放工具

| 政策工具 |                 | 操作方式   | 期限             | 资金投放对象                                    | 工具性质   |
|------|-----------------|--|----------------|---|--|
| 传统型  | 逆回购             | 质押回购   | 7天、14天、28天、63天 | 公开市场业务一级交易商                               | 数量、价格引导复合型                                   |
|      | 国库现金定存          | 利率招标   | 3个月、6个月、9个月    | 具有资格的商业银行                                 | 数量、价格引导复合型。                                  |
| 创新型  | 常备借贷便利 (SLF)    | 以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等           | 1-3个月          | 政策性银行、全国性商业银行                             | 数量、价格引导复合型。正探索让其利率发挥货币市场利率走廊上限的功能            |
|      | 短期流动性调节工具 (SLO) | 短期回购   | 1-7天，节假日可延长    | 公开市场业务一级交易商中具有系统重要性、资产状况良好、政策传导能力强的部分金融机构 | 数量、价格引导复合型                                   |
|      | 中期借贷便利 (MLF)    | 以质押方式发放，需提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品 | 3个月、6个月、1年     | 政策性银行、全国性商业银行                             | 数量、价格引导复合型。利率发挥中期政策利率的作用，引导金融机构降低贷款利率和社会融资成本 |

### 3.1 基础流动性投放工具

| 政策工具 |                 | 操作方式  | 期限       | 资金投放对象                              | 工具性质       |
|------|-----------------|---|----------|-------------------------------------|------------|
| 创新型  | 定向中期借贷便利 (TMLF) | 以质押方式发放, 需提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品                   | 1年/2年/3年 | 符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行 | 数量、价格引导复合型 |
|      | 抵押补充贷款 (PSL)    | 以抵押方式发放, 合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等                             | 3-5年     | 政策性银行, 主要是国开行和进出口银行                 | 数量、价格引导复合型 |
|      | 临时流动性便利 (TLF)   | 无需抵押品发放   | 28天      | 政策性银行、全国性商业银行                       | 数量、价格引导复合型 |
|      | 临时准备金动用安排 (CRA) | 无需抵押品发放   | 28天      | 现金投放占比较高的商业银行                       | 数量、价格引导复合型 |
| 其他工具 | 再贴现             | 指中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为, 最长期限6个月。                        |          |                                     |            |
|      | 再贷款             | 指中央银行对金融机构的贷款。近年来央行再贷款的工具不断丰富, 除了有支农、支小、扶贫再贷款外, 推出了科技、绿色等再贷款工具。 |          |                                     |            |

资料来源: WIND, 中国人民银行网站, 华西证券研究所

## 3.1 结构性货币政策工具

结构性货币政策工具情况表

数据截至2023年6月末

| 工具名称  |                   | 存续状态 | 支持领域                      | 发放对象                         | 利率（1年期）/激励比例 | 额度（亿元） | 余额（亿元） |
|-------|-------------------|------|---------------------------|------------------------------|--------------|--------|--------|
| 长期性工具 | 1 支农再贷款           | 存续   | 涉农领域                      | 农商行、农合行、农信社、村镇银行             | 2%           | 8000   | 5658   |
|       | 2 支小再贷款           | 存续   | 小微企业、民营企业                 | 城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行        | 2%           | 17600  | 14231  |
|       | 3 再贴现             | 存续   | 涉农、小微和民营企业                | 具有贴现资格的银行业金融机构               | 2%（6个月）      | 7400   | 5950   |
| 阶段性工具 | 4 普惠小微贷款支持工具      | 存续   | 普惠小微企业                    | 地方法人金融机构                     | 1%（激励）       | 800    | 398    |
|       | 5 抵押补充贷款          | 存续   | 棚户区改造、地下管网、重点水利工程等        | 开发银行、农发行、进出口银行               | 2.40%        | /      | 28896  |
|       | 6 碳减排支持工具         | 存续   | 清洁能源、节能减排、碳减排技术           | 21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构 | 1.75%        | 8000   | 4530   |
|       | 7 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款 | 存续   | 煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备        | 工农中建交、开发银行、进出口银行             | 1.75%        | 3000   | 2459   |
|       | 8 科技创新再贷款         | 到期   | 科技创新企业                    | 21家全国性金融机构                   | 1.75%        | 4000   | 3200   |
|       | 9 普惠养老专项再贷款       | 存续   | 浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目   | 工农中建交、开发银行、进出口银行             | 1.75%        | 400    | 13     |
|       | 10 交通物流专项再贷款      | 到期   | 道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业 | 工农中建交、邮储、农发行                 | 1.75%        | 1000   | 434    |
|       | 11 设备更新改造专项再贷款    | 到期   | 制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户    | 21家全国性金融机构                   | 1.75%        | 2000   | 1694   |
|       | 12 普惠小微贷款减息支持工具   | 到期   | 普惠小微企业                    | 16家全国性金融机构、地方法人金融机构          | 1%（激励）       | /      | 269    |
|       | 13 收费公路贷款支持工具     | 到期   | 收费公路主体                    | 21家全国性金融机构                   | 0.5%（激励）     | /      | 0      |
|       | 14 民企债券融资支持工具（II） | 存续   | 民营企业                      | 专业机构                         | 1.75%        | 500    | 0      |
|       | 15 保交楼贷款支持计划      | 存续   | 保交楼项目                     | 工农中建交、邮储                     | 0%           | 2000   | 5      |
|       | 16 房企纾困专项再贷款      | 存续   | 房企项目并购                    | 5家全国性资产管理公司                  | 1.75%        | 800    | 0      |
|       | 17 租赁住房贷款支持计划     | 存续   | 试点城市收购存量住房                | 工农中建交、邮储、开发银行                | 1.75%        | 1000   | 0      |
| 合计    |                   |      |                           |                              |              |        | 68737  |

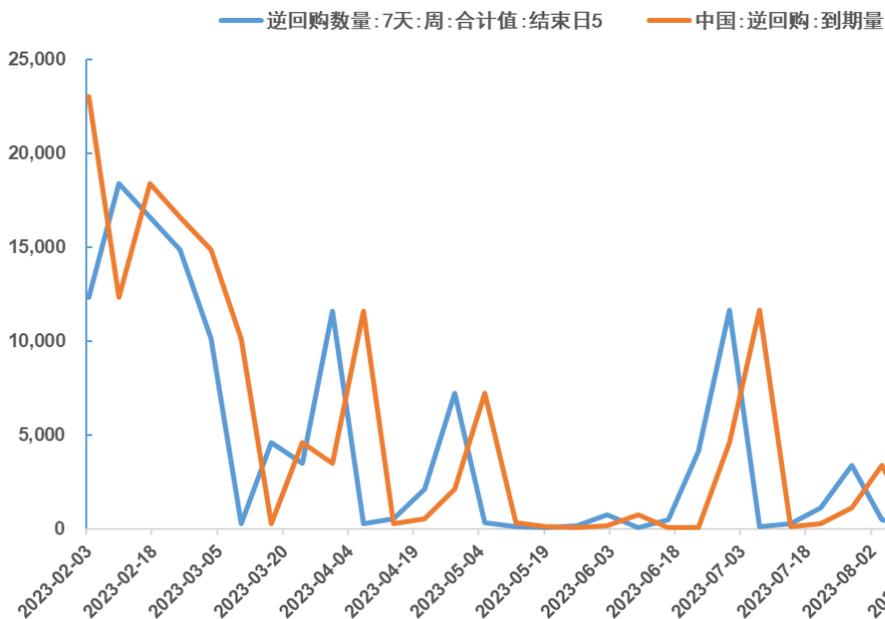
备注：收费公路贷款支持工具以利率互换协议方式操作，将于2023年8月协议到期后放款。

资料来源：WIND、中国人民银行网站、华西证券研究所

## 3.2 基础流动性投放规模：长钱与短钱

表：央行基础流动性：“长钱”投放（亿元）

|         | MLF净投放 | 降准    | PSL净投放 | TMLF净投放 | 结构性货币政策工具 | 央行利润上缴 | 外汇占款     | 合计       |
|---------|--------|-------|--------|---------|-----------|--------|----------|----------|
| 2019    | -12610 | 24000 | 1579   | 8226    | 1816      | 6000   | -239.42  | 28771.58 |
| 2020    | 14600  | 13500 | -3024  | -5260   | 9964      | 0      | -1009.16 | 28770.84 |
| 2021    | -6000  | 22000 | -4333  | -2966   | 3109      | 0      | 1559.1   | 13369.1  |
| 2022    | 0      | 10300 | 3511   | 0       | 9716      | 11300  | 1845.08  | 36672.08 |
| 2023年8月 | 6450   | 5000  | -1864  | 0       | 5904      | 0      | 3112.44  | 18602.44 |
| 2023年9月 | 8360   | 10000 | -2506  | 0       | 5904      | 0      | 3112.44  | 24870.44 |



从基础流动性投放看：  
8月之前，“长钱”较为不足，持续靠“短钱”滚动。

对市场资金价格产生扰动。

### 3.3 案例：流动性缺口测算（10月）

1) 公开市场操作：10月公开市场操作到期量总计35180亿元。其中7D逆回购到期规模约8720亿元，14D逆回购到期规模约21460亿元，MLF到期规模5000亿元。

2) 政府存款：预计回笼约7500亿元流动性

- 政府存款主要受到政府债融资情况和财政收支情况两大因素影响。
- 根据四季度地方债、国债发行计划以及到期量推算，10月政府债净融资规模约为3500亿元；
- 10月份财政收入往往高于支出，利用近5年历史均值预测，财政收支差额预计为4000亿元。
- 二者合计约7500亿元，政府存款的增加会对流动性产生一定压力。

3) M0：季节性回落，预计释放流动性约1200亿元

- M0是流通中的现金，主要受居民取现需求影响，具有较强的季节性。10月份随着国庆假期的结束，居民和企业取现需求逐步回落，预计M0环比下降约1200亿元，对流动性产生一定支撑。

### 3.3 案例：流动性缺口测算（10月）

4) 缴准：季节性回落，预计释放流动性1000亿元。

从历年同期环比变化看，10月份缴准基数往往出现季节性回落。参考过去五年同期均值，预计10月份缴准基数环比或减少1.3万亿元。结合金融机构加权平均存款准备金率7.4%的水平，则10月法定存款准备金将减少近1000亿元，对流动性产生一定支撑。

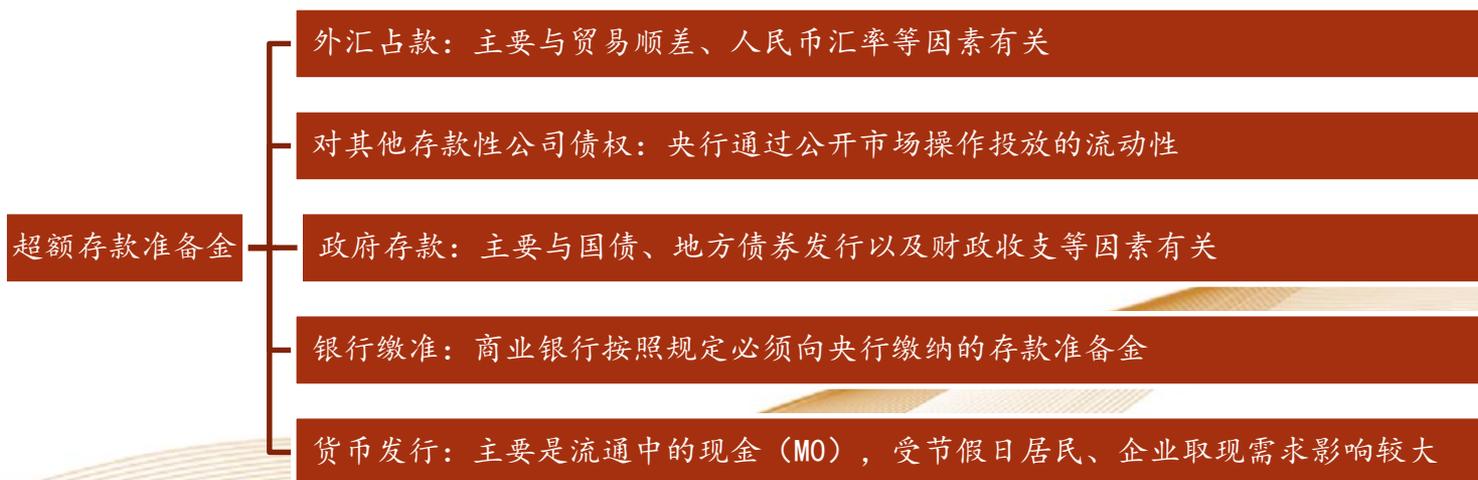
5) 外汇占款：预计影响较小。

- 2018年以来10月份外汇占款环比变动幅度较小（100亿元以内），对流动性的影响较小。

综合来看，除公开市场操作外，10月流动性缺口规模约为5300亿元（-7500+1200+1000），流动性缺口主要贡献项是政府存款，如果考虑特殊再融资债券的发行（每月5000亿元），想要流动性相对平稳，则需要央行紧密配合（MLF超量续作、逆回购加大投放等）。

### 3.4 超额存款准备金

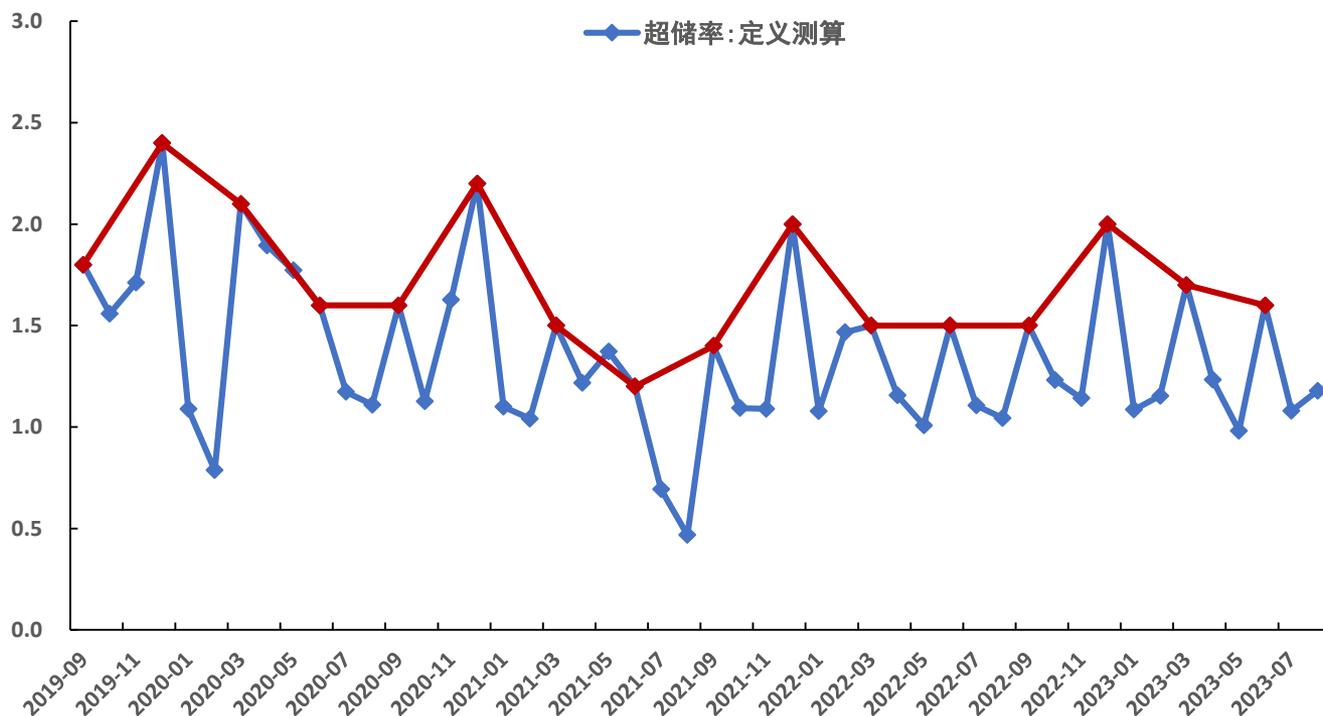
- 由央行资产负债表可知：
- 储备货币 = 总资产 - 除储备货币外的总负债 = (国外资产 + 对政府债权 + 对其他存款性公司债权 + 对其他金融性公司债权 + 对非金融性部门债权 + 其他资产) - (不计入储备货币的金融性公司存款 + 债券发行 + 国外负债 + 政府存款 + 自有资金 + 其他负债)
- 根据前面对于央行资产负债表的分析，剔除变动较小的项： $\Delta$ 储备货币 =  $\Delta$ 外汇占款 +  $\Delta$ 对其他存款性公司债权 -  $\Delta$ 政府存款
- 而储备货币又由四项构成，储备货币 = 货币发行 + 超额存款准备金 + 法定存款准备金 + 非金融机构存款
- 将储备货币带入公式，进一步移项可得： $\Delta$ 超额存款准备金 =  $\Delta$ 外汇占款 +  $\Delta$ 对其他存款性公司债权 -  $\Delta$ 政府存款 -  $\Delta$ 银行缴准 -  $\Delta$ 货币发行。



### 3.4 超储率

超储率的计算公式为：超储率 = 超额存款准备金 / 一般性存款，其中超额存款准备金 = 全部存款准备金 - 法定存款准备金率 \* 需缴准一般性存款。

具体的计算步骤分为两步：1) 首先利用央行公布的季末的超储率以及公式中涉及的其他变量推算出季末的法定存款准备金率；2) 根据央行是否降准调整法定存款准备金率。





## 4、信用创造与派生

4.1 分析M2的两个视角

4.2 M2与社融增速的背离

4.3 当前信贷的结构性问题

4.4 一个有用的指标：实体总信用

## 4.1 分析M2的两个视角

从银行资金来源看，M2代表流通中现金以及银行系统从实体企（事）业及居民、非存款类金融机构吸收的存款。

根据央行公布的“其它存款性公司资产负债表”，商业银行负债端中纳入M2统计范畴的主要有3大类：单位存款（活期、定期）、个人存款、对其他金融性公司负债（绝大部分）。

“对其他金融性公司负债”中纳入M2统计范畴的变化：

- 1) “证券公司客户保证金”（2001年7月起纳入M2范畴）；
- 2) “非存款类金融机构在存款类金融机构的其它存款”（2011年10月起纳入M2统计范畴）；
- 3) “用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）”（2018年1月），扩大了货币的定义。完善后，2018年1月末M2余额扩大1.15万亿元，2017年1月末M2余额扩大8249亿元，数据可比；2018年1月末M2余额同比增长8.6%，2017年末M2余额同比增长8.1%。按完善前方法统计，2018年1月末M2增速为8.5%。

央行通过调整“存款性公司概览”的统计范围实现M2统计量的调整，即在“存款性公司概览”中直接增加货币基金的数据，实现M2统计量的调整（“存款性公司概览”中“其他存款”项目）。

根据央行公布的数据，2023年8月，“对其他金融性公司负债”中纳入M2的部分占其约98.7%。

## 4.1 分析M2的两个视角

信用货币体系下，金融机构（主要是银行）通过扩张资产，进而在银行负债端派生出存款。所以，应该从信用创造和存款生成两个维度探究M2。

| 资金运用：      | 资金来源：         |
|------------|---------------|
| 各项贷款       | 各项存款          |
| 证券投资       | 住户存款          |
| 债券投资       | 非金融企业及机关团体存款  |
| 股权及其它投资    | 非银行业金融机构存款    |
| 投向非标、公募基金等 | 财政性存款         |
| ...        | 其它存款          |
| 储备资产占款     | 金融债券          |
|            | 流通中货币         |
| 中央银行外汇占款   | 其它(轧差项)       |
| 黄金占款       | 借款及非银行业金融机构拆入 |
| 在国际金融机构资产  | 卖出回购资产        |
|            | 其它负债-其它资产     |

注：灰色表示纳入M2统计范围。

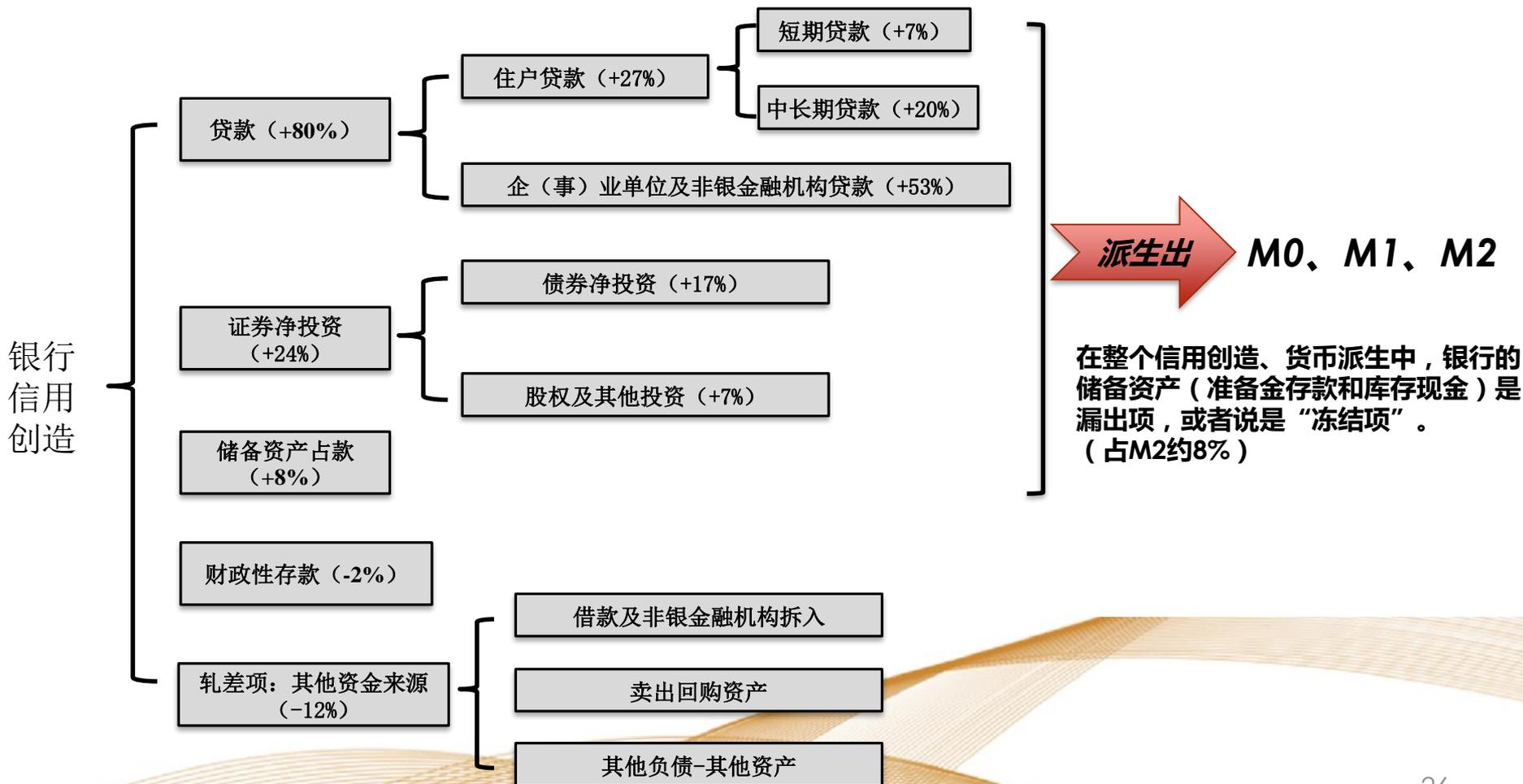
资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4.1 分析M2的两个视角:信用创造维度

在信用货币条件下，是“先有资产，后有负债；先有贷款，后有存款”。

根据央行公布的金融机构人民币信贷收支表，

$M2 = \text{各项贷款} + \text{证券净投资} (\text{债券投资} - \text{金融债券发行} + \text{股权及其它投资}) + \text{储备资产占款} (\text{外汇占款} + \text{黄金占款}) - \text{财政性存款} - \text{其它资金来源} (\text{轧差项})$ 。

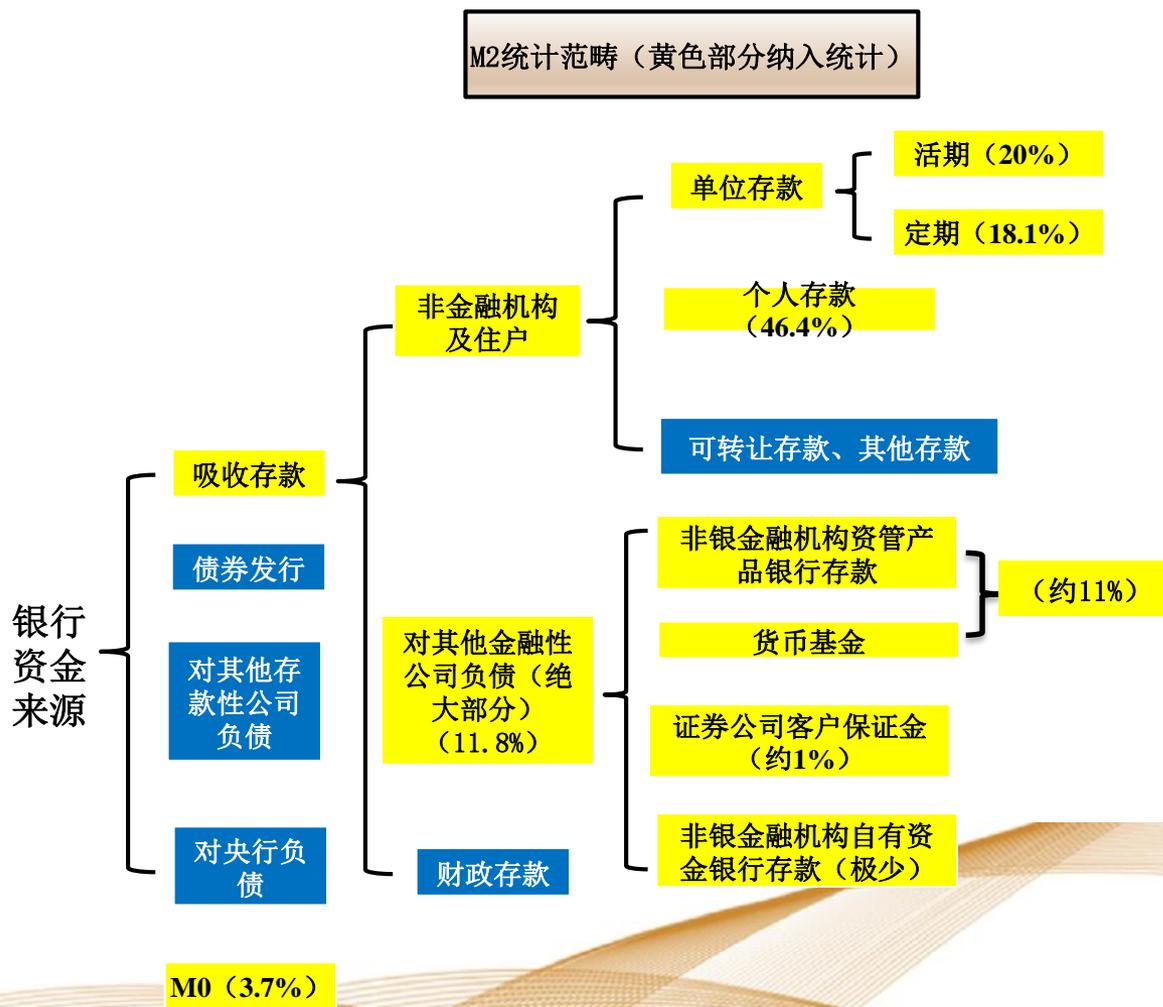


注：数据为2023年8月。

资料来源：华西证券研究所

## 4.1 分析M2的两个视角:资金来源维度

$M2 = \text{流通中货币} + \text{住户存款} + \text{非金融企业及机关团体存款} + \text{非存款类金融机构存款}$



注：数据为2023年8月。

## 4.2 M2与社融：统计口径对比

从社融和M2定义看：

**社融：**从信用创造（资金运用）角度，统计银行和非银金融机构向实体企业、机关团体、居民和政府投放的资金总量。

**M2：**从资金来源角度，统计银行从实体企业、机关团体、居民及非银金融机构吸收的资金总量。

| 资金运用                                     | 资金来源                                     |
|--|--|
| <b>社融</b><br>银行和非银金融机构向实体企（事）业及居民投放的资金总量 | <b>M2</b><br>银行向非银金融机构、实体企（事）业及居民吸收的资金总量 |
| 信贷融资                                     | 流通中现金                                    |
| 非标融资                                     | 单位存款                                     |
| 直接融资                                     | 个人存款                                     |
| 其他融资                                     | 对其他金融性公司负债                               |

资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4.2 M2与社融：统计口径对比

结合信用创造视角下的M2分析，进一步梳理社融与M2差异：

- 1) 社融并不包括资金在银行和非银金融机构之间流转运用的体量。
- 2) 主要项目下的涵盖内容存有差异（细项口径）。

社会融资规模=信贷融资+非标融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）  
+直接融资（企业债券、政府债券、非金融企业境内股票）

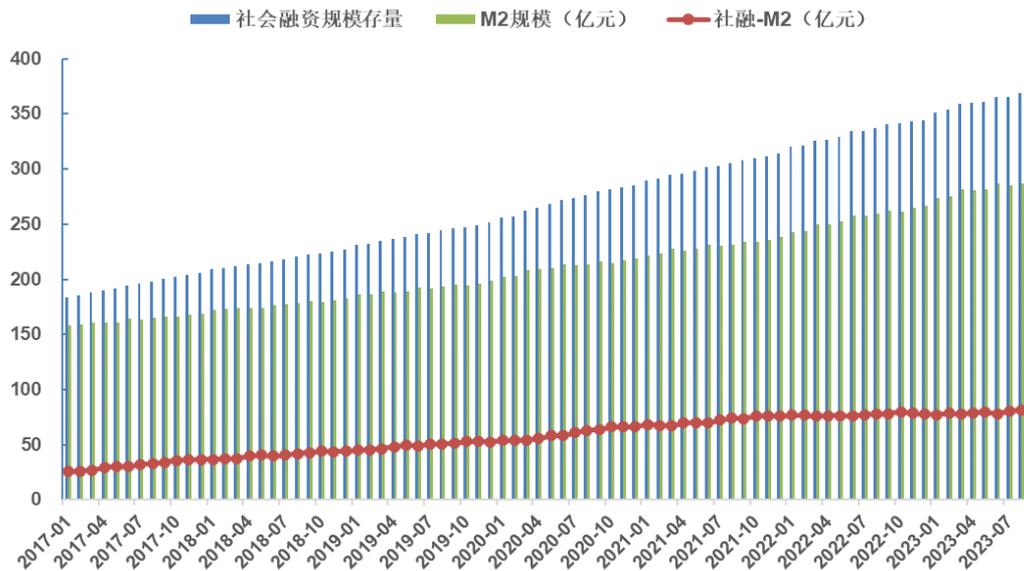
M2=各项贷款+证券净投资+储备资产占款-财政存款-其它资金来源

## 4.2 M2与社融：统计口径对比

|             | 贷款                 | 非标融资  | 直接融资      |        | 其它项   |
|-------------|--------------------|---|-----------|--------|---|
|             |                    |   | 债券融资      | 股票融资   |   |
| 社融统计口径      | 仅包括住户、非金融企业及机关团体贷款 | 仅包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票；<br>不包括各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资、信用证、应收账款等非标融资方式      | 企业债券、政府债券 | 口径较为完整 | 存款类金融机构资产支持证券、贷款核销、保险公司赔偿、投资性房地产、小额贷款合同、贷款公司贷款  |
| M2统计口径      | 社融口径贷款+非银金融机构贷款    | 包括银行业表内资金直接或通过其它非银金融机构（委外、公募基金、基金子、信托、券商资管等）投向非标、债券、股票等资产的体量；<br>包括货币基金 |           |        | 储备资产占款（+）、财政存款（-）、其它资金来源（-）                     |
| 社融-M2增速背离原因 | 两者相差不大             | 两者统计口径存在差异。金融去杠杆后，差异有所减小。   | 存在一定差异。   |        | 社融的“其他项”规模较小；<br>M2中的三项规模均比较大，合计为负值。<br>不具有比较性。 |

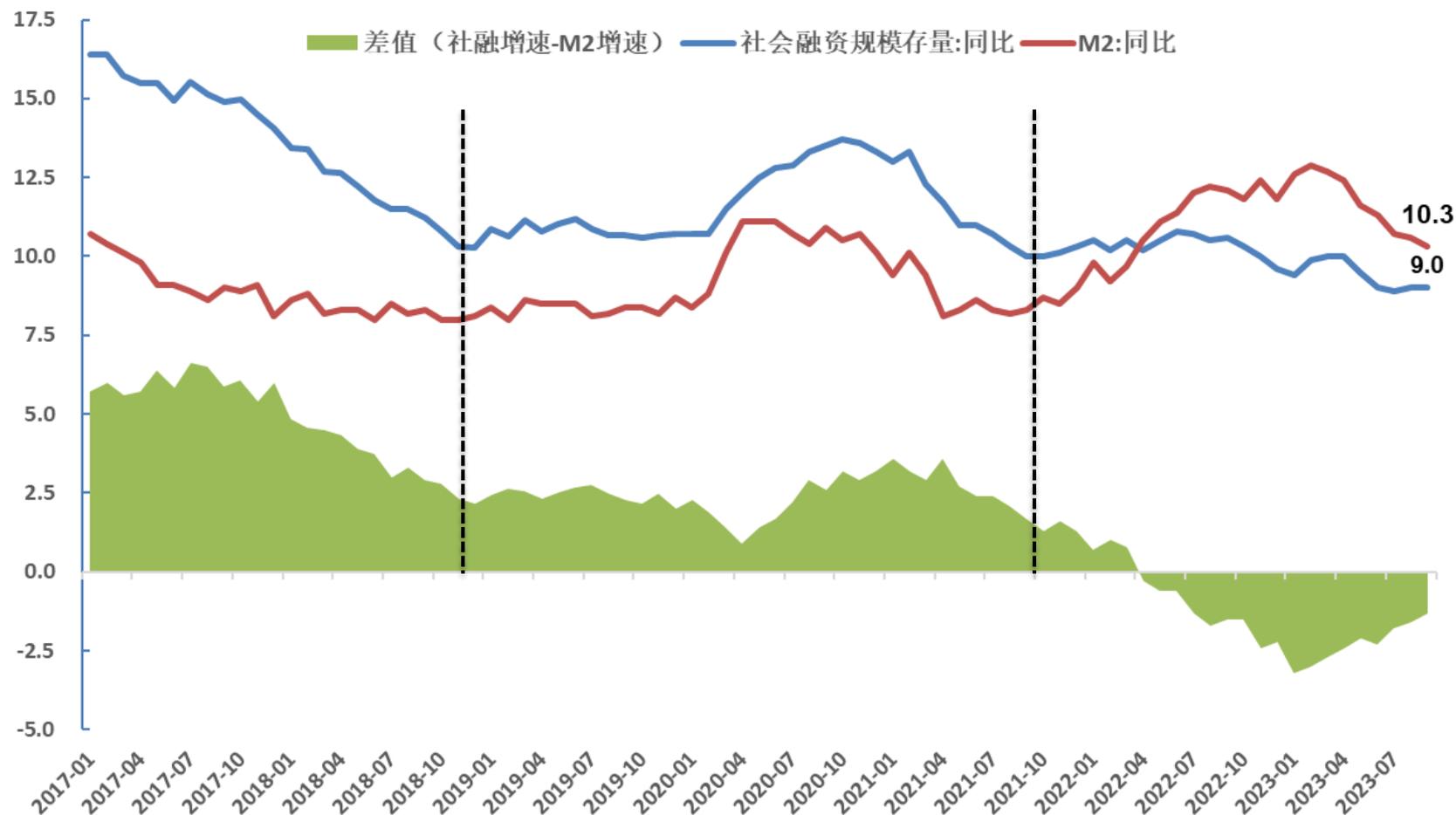
2017年之前，在未将政府债券纳入社融下，社融存量与M2规模基本相同。

2017年之后，政府债券纳入社融之后，社融与M2规模差距拉大，当前达到80万亿元。



资料来源·WIND·  
华西证券研究所

## 4.2 M2与社融增速的背离



资料来源：WIND，华西证券研究所

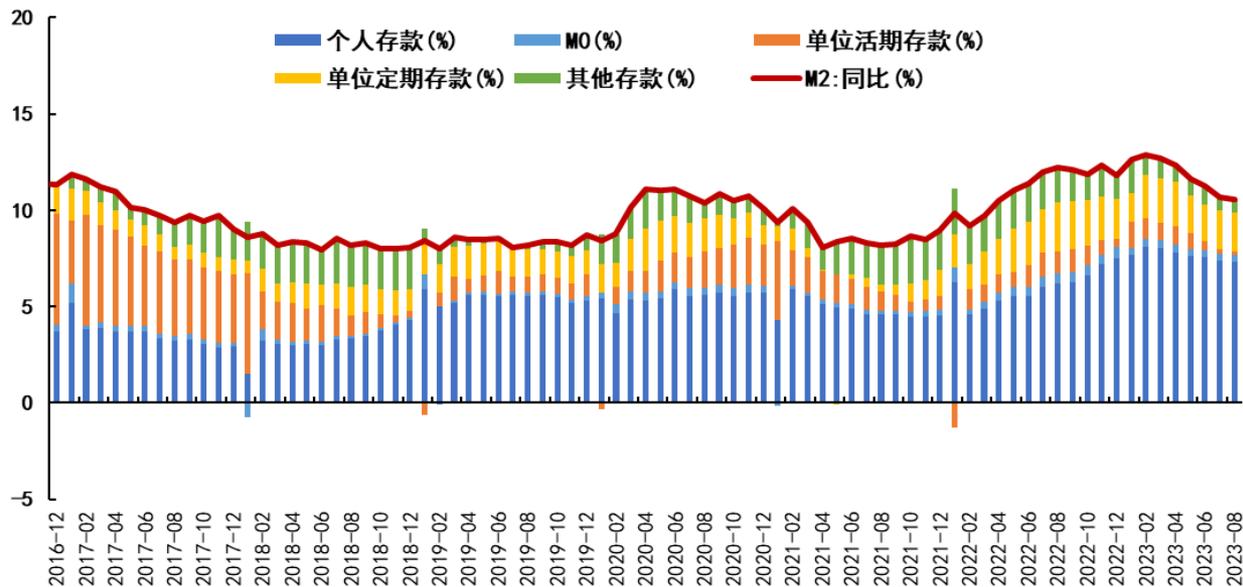
## 4.2 M2与社融增速的背离

| 社融与M2总体状态 | 时间               | 社融增速与M2增速特征                  | 原因   | 研究参考报告                                   |
|-----------|------------------|------------------------------|--|--|
| 增速背离期     | 2017, 1-2017, 12 | 增速均下行，但M2下行较快、较显著            | M2增速下降：1) 地方政府债发行放缓下，单位活期存款同比降幅较大；2) 金融去杠杆，非银金融机构资管规模下降导致银行对其他非银金融机构负债同比降幅较大；3) 房地产调控政策效果初显，对个人信贷及由此派生的房地产企业存款和个人存款也形成一定冲击；4) 理财收益率与存款利率扩大，个人和企业持续增加银行理财和基金购买，银行存款被不断分流。<br><br>社融增速较为稳定：社融不包括资金在银行-非银金融机构间的流转运用，受金融去杠杆影响较小。 | “揭开M2与社融和GDP增速背离之谜”（孙付、顾楚雨，2017, 10, 24） |
|           | 2018, 1-2018, 12 | 社融增速显著下行，M2增速较为稳定            | 受压缩非标融资政策影响，社融项下三项非标融资均显著收缩，同时政府债券融资有所下降，导致社融增速回落较大。   |  |
| 增速同步期     | 2019, 1-2021, 9  | 同步变化，增速差相对稳定                 |  |  |
| 增速背离期     | 2021, 10-2023, 2 | M2增速快速上行，社融增速较为稳定；M2增速高于社融增速 | M2增速高增反映：疫情冲击和房地产市场景气转弱下，居民、企业相应消费和投资意愿下降，预防性货币需求增加，导致短期货币窖藏。  | “深度解析超额储蓄：何来何去”（孙付、丁俊菘，2023, 1, 7）       |
|           | 2023, 3以来        | M2增速高于社融增速；增速差有所收敛           | 伴随消费场景打开，居民储蓄向消费逐步转化。  |  |

资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4.2 M2与社融增速背离：从存款来源看M2高速增长

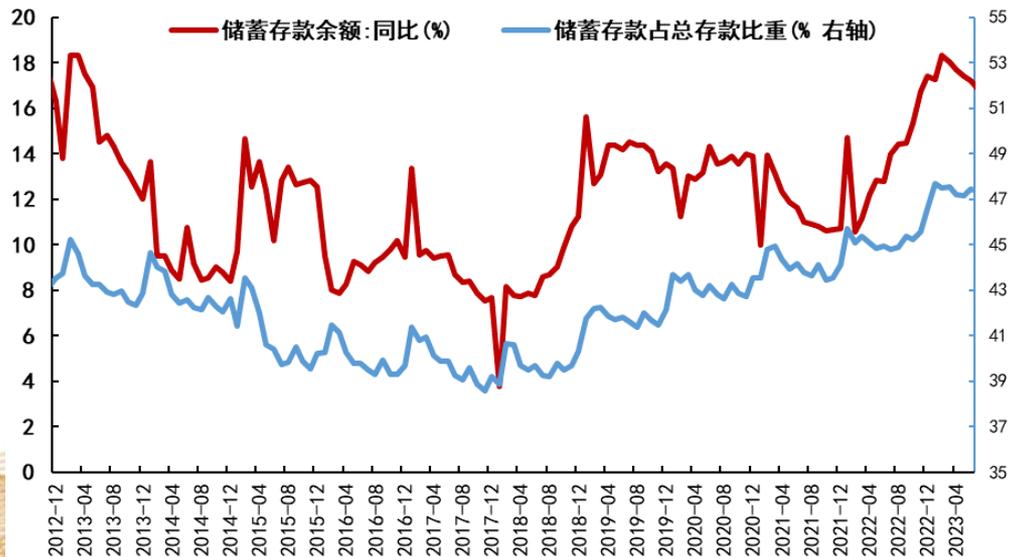
### M2增速各分项拉动 (%)



2021年10月以来，M2增速快速上扬，其主要原因在于居民储蓄存款的快速增长。

疫情影响下居民消费场景受限，带来储蓄被动增加；同时，收入不稳定预期增强，预防性储蓄也有所增加。

居民对房地产市场预期转弱，购房意愿和投资下降，亦导致储蓄存款增加。



资料来源：WIND、华西证券研究所

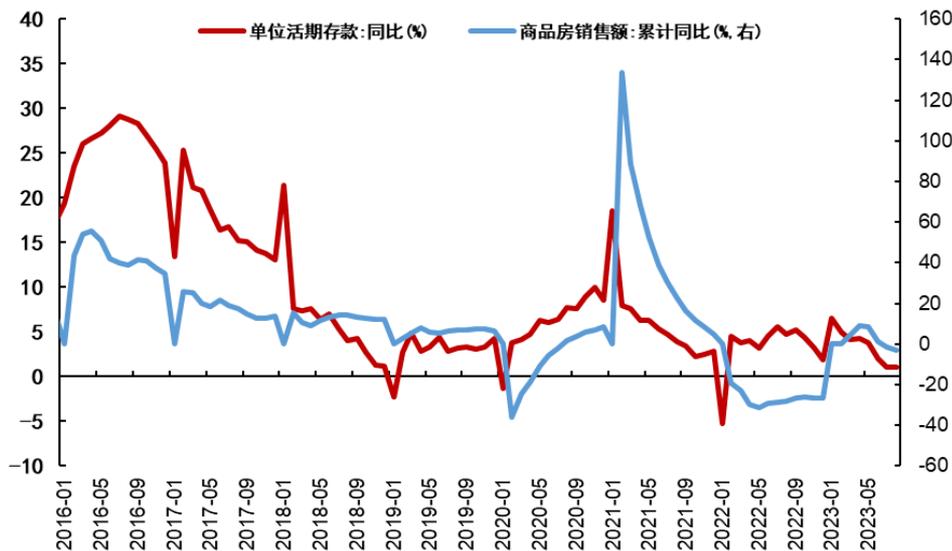
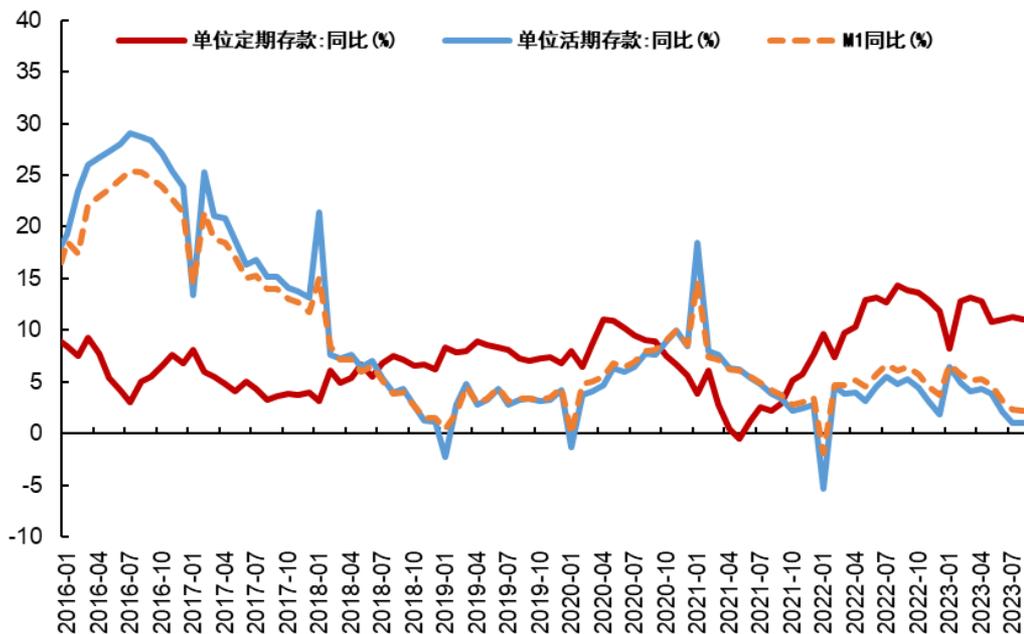
## 4.2 M2与社融增速背离：从存款来源看M2高速增长

2021年10月以来，企业活期存款转向定期存款。在企业预期偏弱，投资意愿不强下，将活期资金“窖藏”，转为定期存款。

另外，房地产业景气度是影响活期存款的重要因素。其景气偏弱导致相应活期存款增速回落。  
(与前述居民购房意愿相关联)

综合分析，M2增速高增反映：疫情冲击和房地产市场景气转弱下，居民、企业相应消费和投资意愿下降，导致短期货币窖藏。

### 单位活期和定期存款同比 (%)

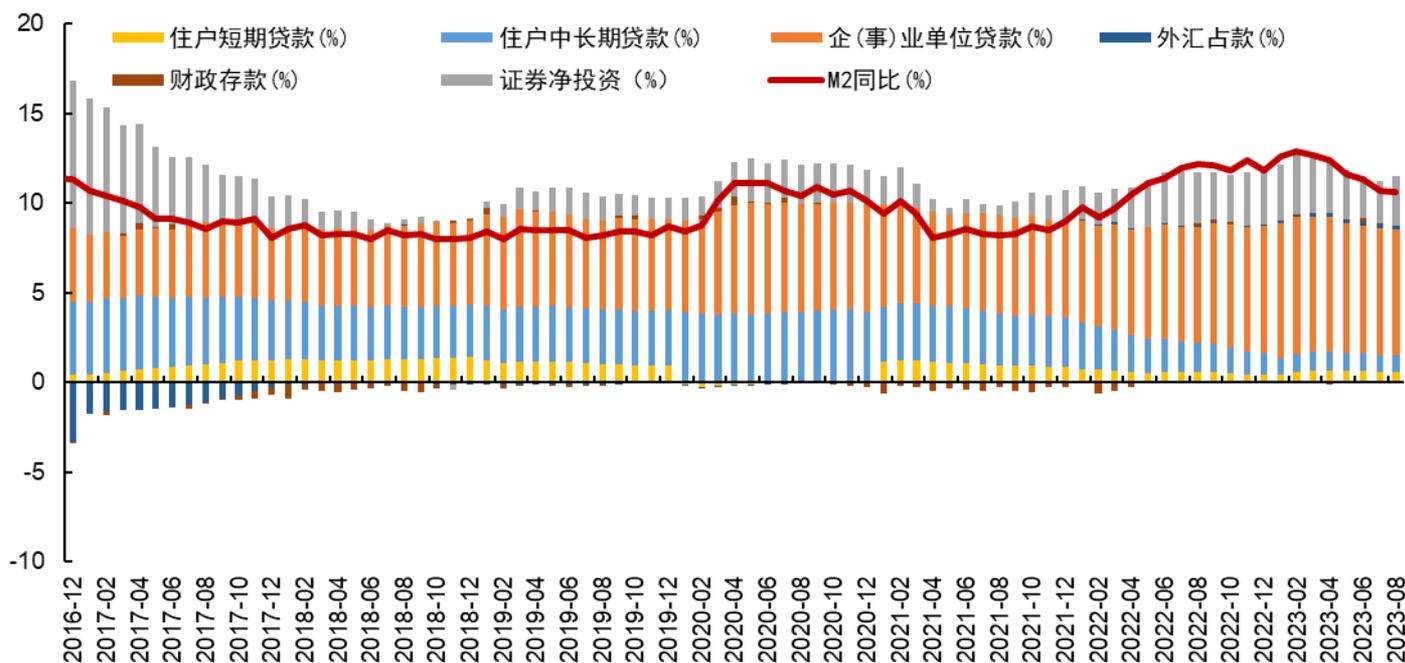


资料来源：WIND、华西证券研究所

## 4.2 M2与社融增速背离：从信用创造看M2高增速

$M2 = \text{各项贷款} + \text{证券净投资} + \text{储备资产占款} - \text{财政存款} - \text{其它资金来源}$

各主要分项对M2的拉动 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

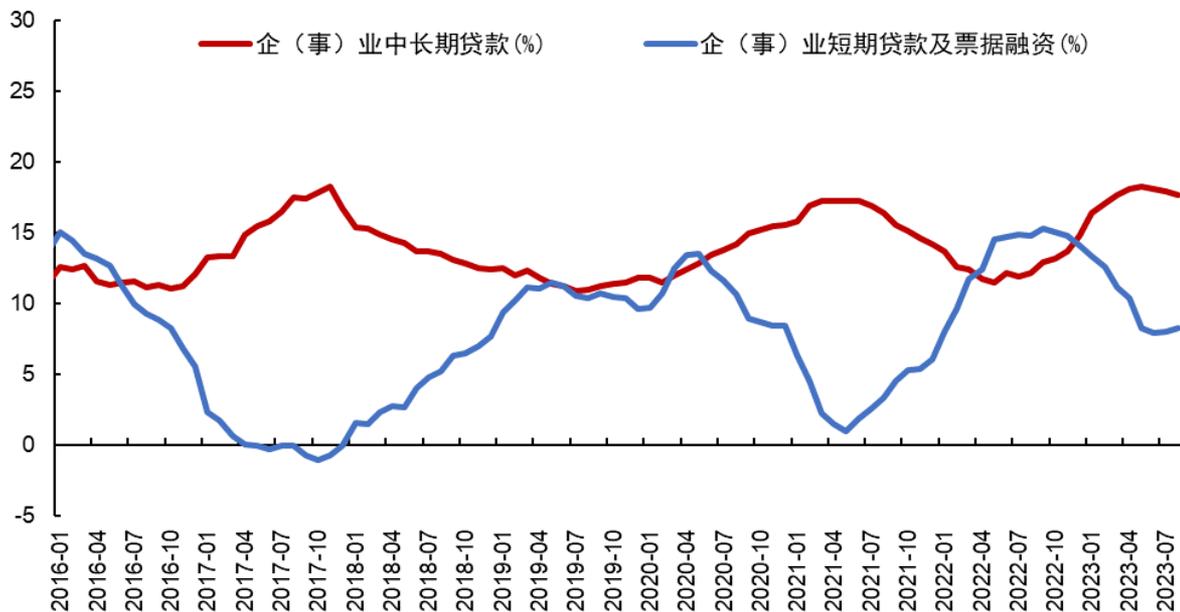
2021年10月以来，企业信贷扩张显著，对M2派生影响较大。（而居民信贷则较明显转弱。）

财政支出力度加大下，财政存款对M2的负向影响弱化，即形成一定支撑。

银行业的证券净投资扩大，对M2派生也提供了支持。

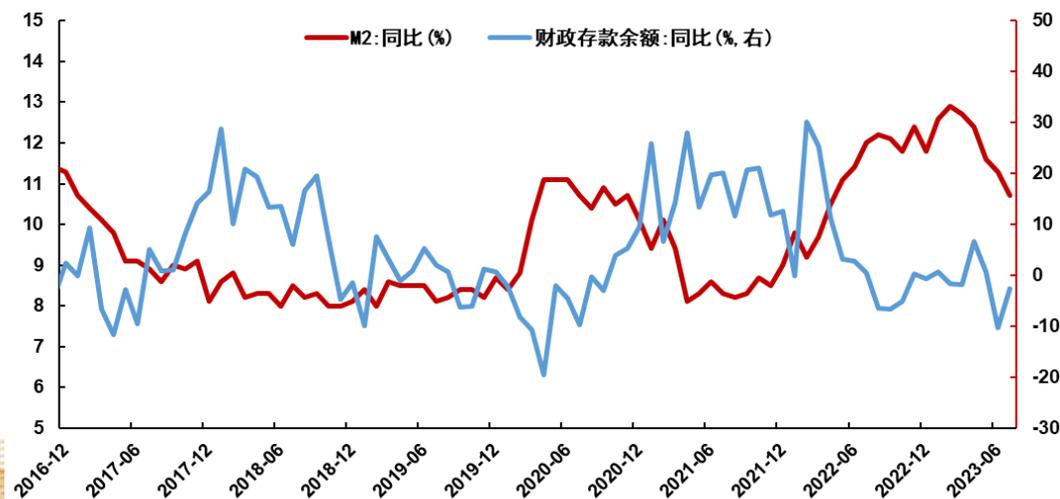
## 4.2 M2与社融增速背离：从信用创造看M2高速增长

### 企（事）业各期限贷款增速（%）



2021年10月以来，在政策鼓励和支持下，先是企业短期贷款快速增长，然后是企业中长期贷款显著上行。

2022年4月后，伴随财政支出节奏加快，财政存款余额增速回落。



## 4.2 M2与社融增速背离：从社融分项看信用扩张

近年社融的显著特征是：信贷和政府债券融资稳定扩张，占比逐步提升；非标融资持续收缩。与信用创造维度下M2的相关特征契合。

社融与M2增速背离主要源于居民经济预期和储蓄行为的变化，这种变化反映到经济增长上体现为“收缩性”。

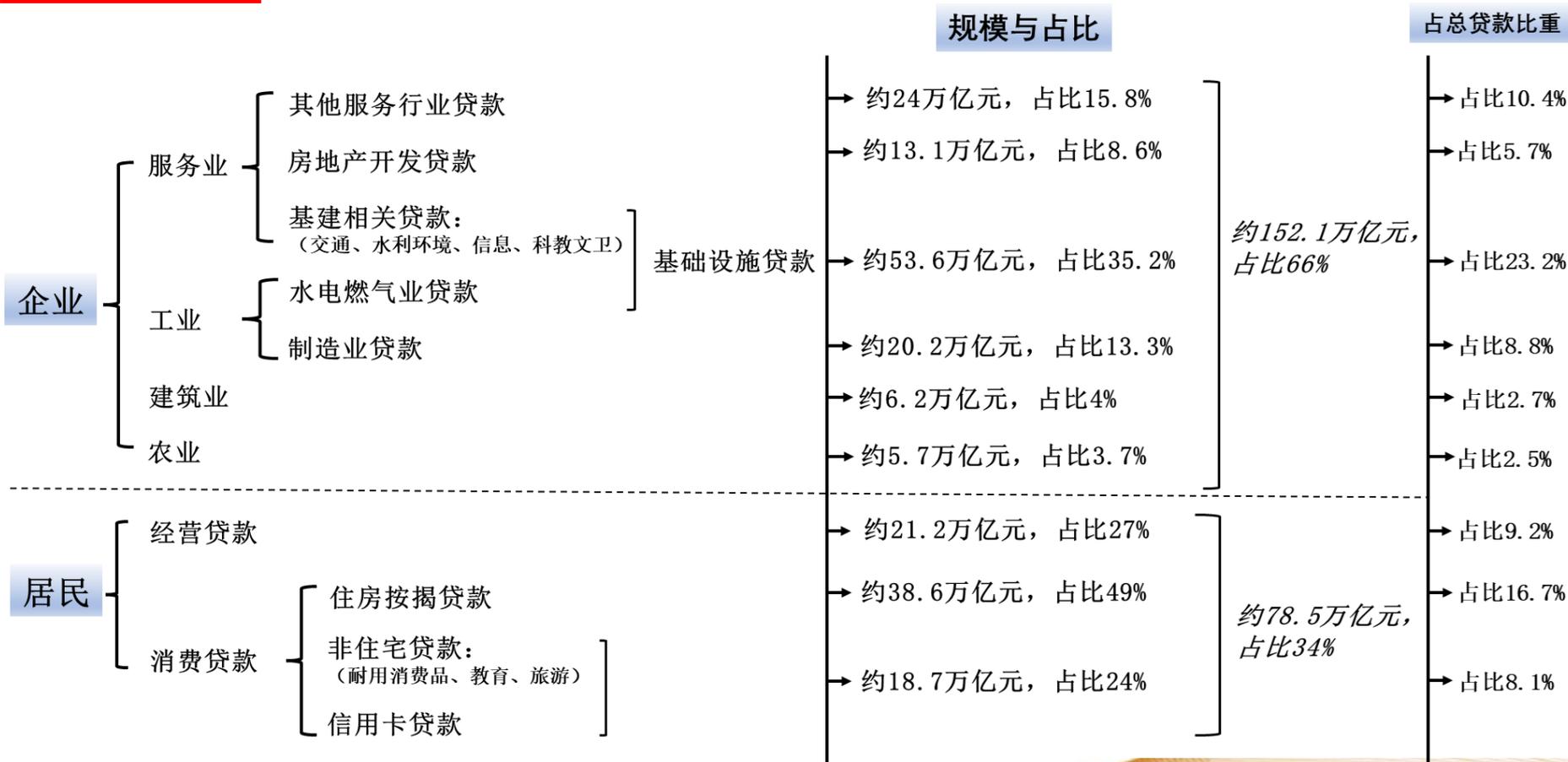
表：社融规模及增速（万亿元 %）

|                | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022  | 2023 (E) |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|----------|
| 新增人民币贷款        | 13.84  | 15.67  | 16.88  | 20     | 20     | 20.9  | 22       |
| 新增非标           | 3.56   | -2.94  | -1.76  | -1.3   | -2.67  | -0.6  | 0        |
| 新增企业债          | 0.6    | 2.63   | 3.24   | 4.4    | 3.3    | 2.05  | 2.0      |
| 新增境内股票融资       | 0.9    | 0.36   | 0.35   | 0.9    | 1.2    | 1.2   | 1.2      |
| 新增政府债券         | 5.58   | 4.85   | 4.72   | 8.3    | 7      | 7.12  | 7.7      |
| 新增其它融资         | 1.65   | 1.9    | 2.2    | 2.56   | 2.52   | 1.33  | 1.4      |
| 新增社融           | 26.15  | 22.49  | 25.58  | 34.86  | 31.35  | 32    | 34.3     |
| 存量社融           | 205.9  | 227    | 251.3  | 284.2  | 314.1  | 344.2 | 378.5    |
| 存量社融同比         | 14.10% | 10.30% | 10.70% | 13.30% | 10.30% | 9.60% | 9.50%    |
| 名义GDP增速        | 11.50% | 10.50% | 7.30%  | 2.70%  | 13.40% | 5.30% | 5.00%    |
| 杠杆率系数 ( $dr$ ) | 2.60%  | -0.20% | 3.40%  | 10.60% | -3.10% | 4.30% | 4.50%    |

资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4.3 当前信贷的结构性问题

信贷投放结构图



注：数据日期为2023年6月。

资料来源：WIND，华西证券研究所

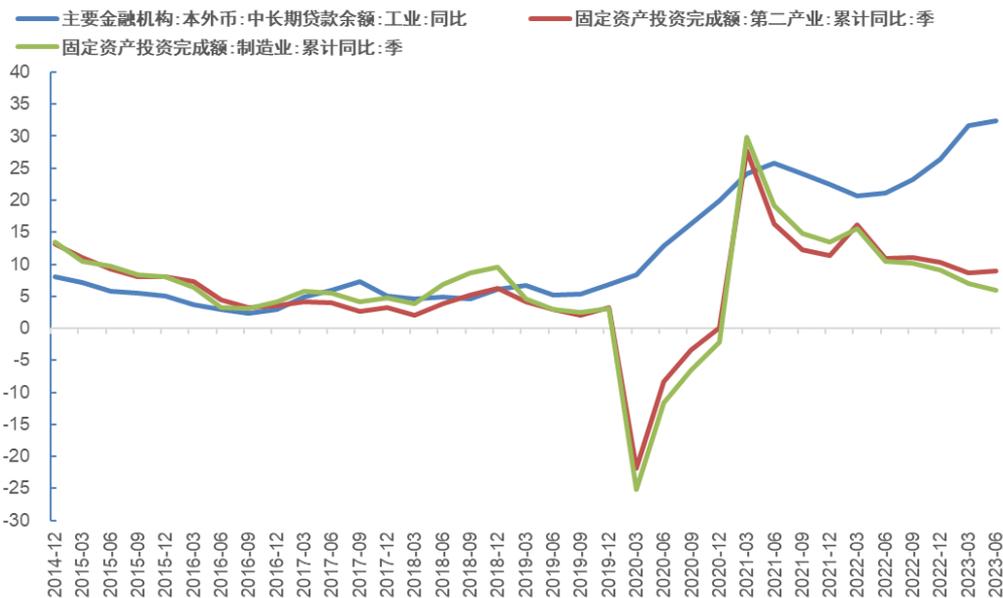
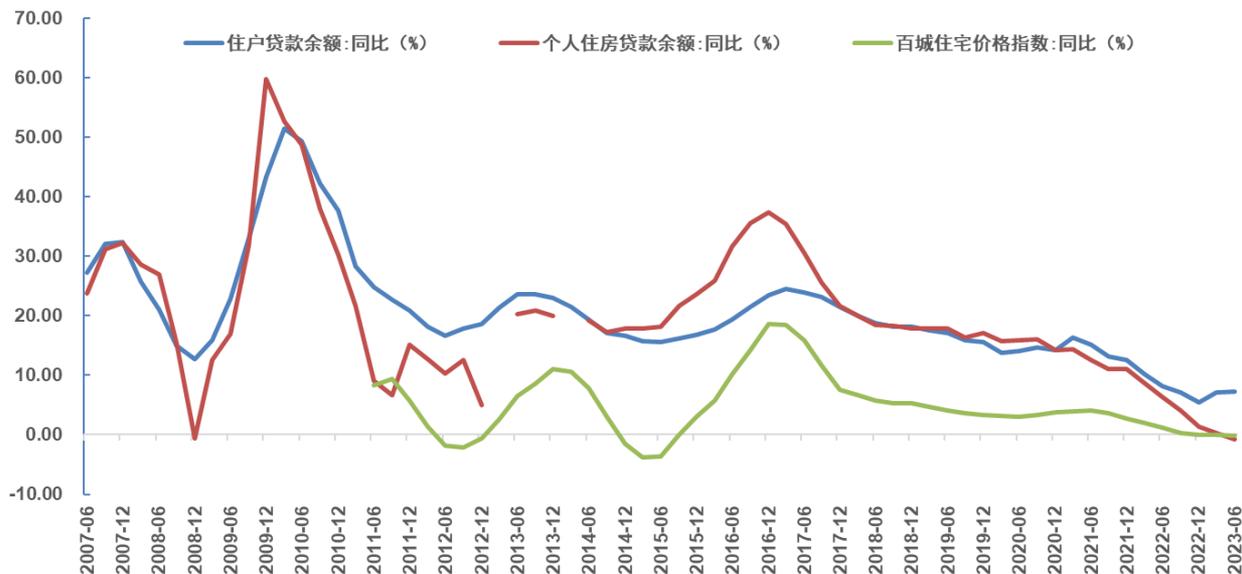
## 4.3 当前信贷的结构性问题

当前信贷的三个问题：

1，房地产市场预期转弱下，居民住房贷款增速的下降，且为负。（需要逆转）

2，企业贷款中基建类贷款占比较高（达35.2%），对隐债可能会产生影响。

3，制造业（工业）中长期贷款快速增长，但对实际投资增速的拉动效果“不显著”。（可能带来资金空转）



资料来源：WIND、华西证券研究所

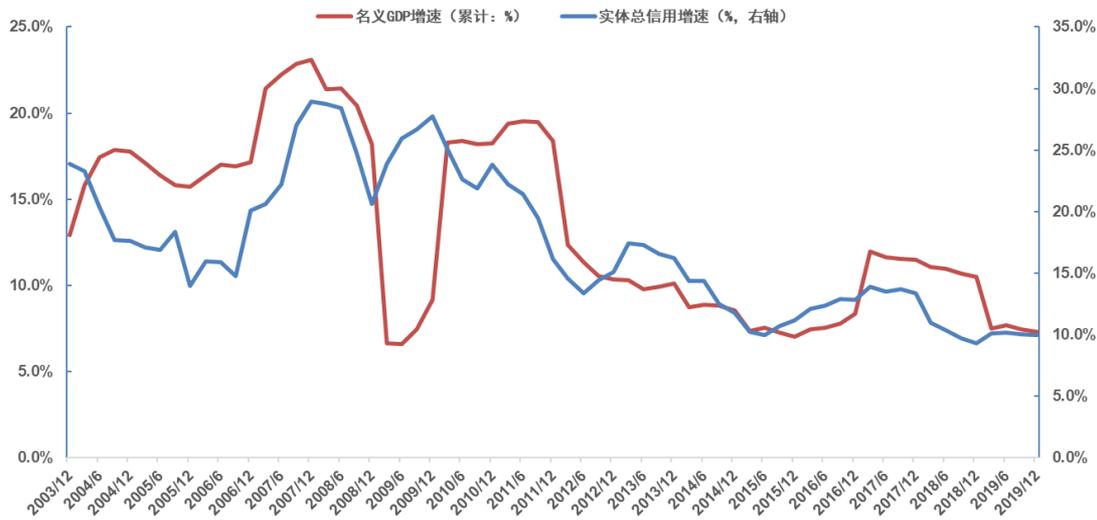
## 4.4 一个有用的指标：实体总信用

从信用创造和资金使用维度，比较社融和M2统计口径，考虑融资与实体经济关联关系，设定“实体总信用”指标：

实体总信用=社融+储备资产占款-财政存款

储备资产占款属于银行（央行）向实体经济投放的货币（信用）；  
财政存款属于一项“资金漏出项”。

观察“实体总信用”、社融和M2与名义GDP增速的关系，前者与GDP的拟合效果较好，且具有领先性（1-2个季度）。



## 5、风险提示

宏观经济出现超预期波动，比如地缘政治因素出现超预期的变化，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

## 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。