

宏观分析框架：社融分析方法

YY 团队 2023/10/16

摘要：

社会融资规模（简称“社融”）是指实体经济从金融体系获得的资金量，能够反映实体经济的融资需求与通路。

社融包含四大类别：**金融机构表内业务、金融机构表外业务、直接融资及其他项目**，其中表内业务中的人民币贷款是社融存量规模的**最大组成分项（超 60%）**。

社融的总量及其各细分项数据从多方面表征了我国经济发展周期及状况。

- 1) 总量视角：**社融是稳增长与稳杠杆的参照标，不仅支撑宏观经济增长目标，还反映了实体经济杠杆率。
- 2) 票据融资：**具有信用货币二重性。信贷方面，票据规模波动性强，是信贷需求的先行指示；货币方面，通过票据利率来反映流动性松紧。
- 3) 未贴现银行承兑汇票：**与票据融资呈现此消彼长的态势，是反映经济好坏的高频敏感性指标。
- 4) 政府债券：**逆周期调节下承担经济托底的作用。
- 5) 企业短贷：**逆周期调节下反映结构性货币政策工具力度。
- 6) 企业中长期贷款：**表征企业发展的内生动能，滞后于社融，衡量“宽信用”周期对实体经济支持力度。
- 7) 居民中长期贷款：**以住房按揭抵押贷款为关键，与房地产销售关联密切，是地产调控政策的试金石。
- 8) 居民短期贷款：**是消费状况的晴雨表，但曾受到“消费贷”挪用“首付贷”现象的干扰。
- 9) 外币贷款：**与进口额密切相关，反映外贸活跃度。

近期研究：

宏观分析框架：PMI 分析方法-2023/11/1

9 月金融数据点评：经济仍需宽财政托底 -

2023/10/17

社融与 M2 是一枚硬币的两面，分别反映金融机构的资产端与负债端，但由于统计口径不同，二者同比增速会出现背离。**社融-M2 剪刀差**刻画了该背离情况，其主要由非银机构及银行表外业务扩张情况驱动，表征了实体经济货币供需情况，反映利率走势。



目录

社融分析框架.....	1
摘要:	1
1. 社融基本概念.....	5
2. 社融分项拆解.....	6
3. 社融指标解读.....	7
3.1 总量: 稳增长与稳杠杆参照标.....	7
3.2 票据融资: 具货币信用二重性.....	8
3.3 政府债券: 依基建发力, 反映财政对经济的托底.....	13
3.4 企业短期贷款: 反映结构性工具力度.....	15
3.5 企业中长期贷款: 企业发展的内生动能, 衡量“宽信用”.....	16
3.6 居民中长期贷款: 地产调控的试金石.....	17
3.7 居民短期贷款: 消费状况的晴雨表.....	19
3.8 外币贷款: 外贸活跃度的风向标.....	20
4. 社融与 M2 综合分析	21
4.1 M2 概述: 与社融同为“硬币的两面”, 反映金融机构负债端.....	21
4.2 社融与 M2 统计范围差异	23
4.3 社融-M2 剪刀差.....	24
5. 总结.....	25
瑞霆狗(深圳)信息技术有限公司免责声明.....	27

表目录

图表 1 社融增量数据波动大，具有明显的季节性特征.....	5
图表 2 社会融资规模分类.....	6
图表 3 社融各主要分项占存量比例（2023 年 8 月）	6
图表 4 人民币贷款存量分项比例（2023 年 8 月）	7
图表 5 社融对名义 GDP 的贡献度与出口金额的同比变化总体呈反向波动	8
图表 6 社融增速长期高于名义 GDP 增速，拉升实体杠杆率.....	8
图表 7 票据流通过程.....	9
图表 8 票据融资同比变化波动大，与一般信贷同比呈明显负相关.....	10
图表 9 票据融资利率对 Shibor 波动较为敏感	11
图表 10 票据融资利率对人民币贷款有指示意义.....	12
图表 11 未贴现银行承兑汇票与票据融资反向变动，与名义 GDP 呈一致性.....	13
图表 12 政府债占新增社融比例具有高波动特点，占社融存量比例不断提升....	14
图表 13 政府债发行通常集中在二、三季度.....	15
图表 14 2021 年以来企业短贷高增，占社融存量比例下滑趋势得到缓解.....	16
图表 15 企业中长期贷款占企业贷款余额比例持续提升，社融对企业中长期贷款具有领先性.....	17
图表 16 企业中长期贷款与制造业 PMI 同向变动.....	17
图表 17 居民中长期消费贷款与商品房销售具有一致性.....	18
图表 18 房贷利率与居民中长期消费贷款总体呈负相关关系，具有一定领先性	19
图表 19 居民短期贷款和社零规模弱相关.....	20
图表 20 疫情后居民短贷与居民人均可支配收入同步性增强.....	20
图表 21 进口额同比增速与外币贷款同比存在正相关性（除疫情期间出现异动）	21
图表 22 广义货币 M2 与狭义货币 M1、基础货币 M0 的关系示意	22
图表 23 社融与 M2 统计范围差异	23
图表 24 政府债发行、交易及政府投放对社融与 M2 的影响	24
图表 24 社融-M2 剪刀差与 10 年国债收益率变动具有一致性	25

1. 社融基本概念

社会融资规模（简称“社融”）是指实体经济（即非金融企业和个人）从金融体系获得的资金量。

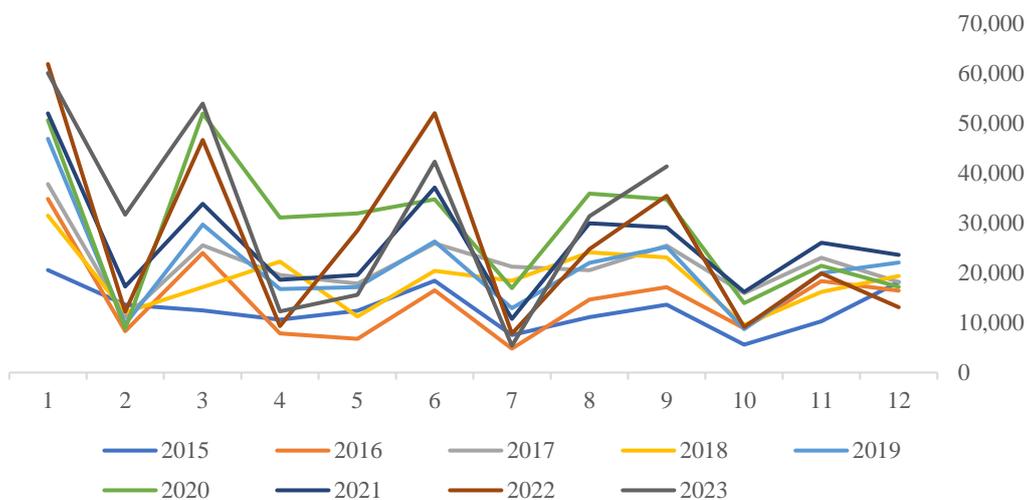
2011年起，人民银行正式编制并公布社会融资规模增量统计数据，通常每月10-15日发布。社融是我国经济运行的重要指标，一方面反映了金融机构向实体经济的放贷意愿与通路；另一方面反映实体经济融资需求。

社融口径：目前人民银行按月公布存量数据与增量数据。**存量数据**是指一定时期末实体经济从金融体系获得的资金余额；**增量数据**是指一定时期内获得的资金总额（新的投放总量扣除到期后的净融资规模）。

值得注意的是，增量数据增速波动较大，不宜用做比较分析；而**存量数据增速**相对平稳，有利于将社融作为反映金融与经济关系的监测指标，用于与其他经济变量间同比增速的比较分析，也可以作为货币政策的监测分析指标。

社融规模具有较强的季节性特征。1月、3月、6月、9月、11月往往表现出明显冲量，而在4月、5月、7月、10月、12月会有明显收缩。其原因在于年初银行倾向于在年初（1月）追求“开门红”，达放贷高点，在季末（3月、6月、9月）冲量放贷应对内部业绩考核；由此在季末（4月、5月、7月）有所回落，同时年末（12月）信贷额度枯竭加之银行为次年开门红储备项目而成放贷低点。为消除社融数据季节性因素的干扰，我们主要采用社融存量数据同比增速（简称“社融同比”）作为主要分析指标。

图表 1 社融增量数据波动大，具有明显的季节性特征

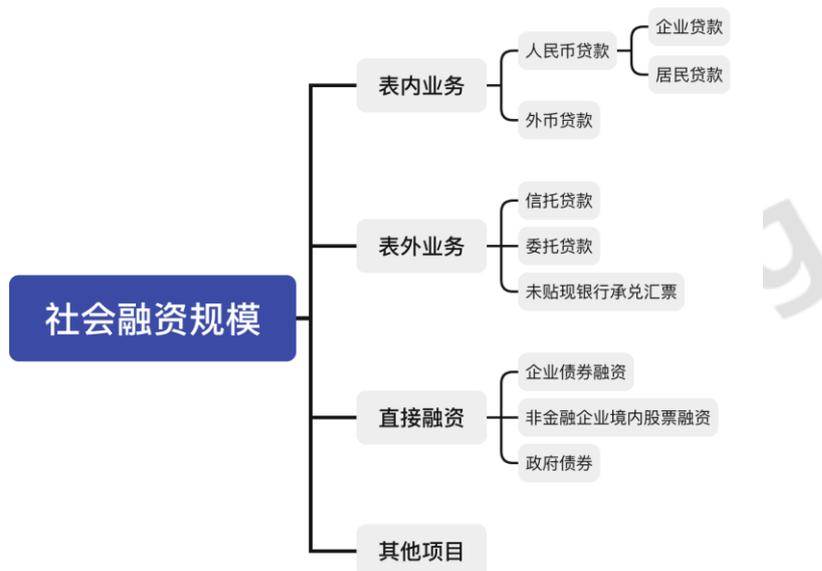


数据来源：Wind，YY 评级整理

2. 社融分项拆解

根据人民银行分类口径，社会融资规模存量统计由**四个部分九项指标**构成：**一是金融机构表内业务**，包括人民币和外币贷款；**二是金融机构表外业务**，包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票；**三是直接融资**，包括非金融企业境内股票，企业债券，政府债券；**四是其他项目**，包括投资性房地产、小额贷款公司、贷款公司贷款等。

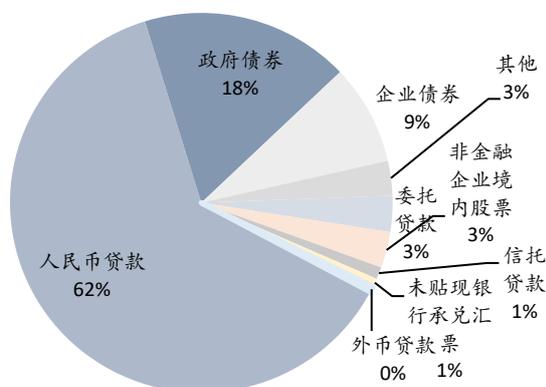
图表 2 社会融资规模分类



数据来源：Wind，YY 评级整理

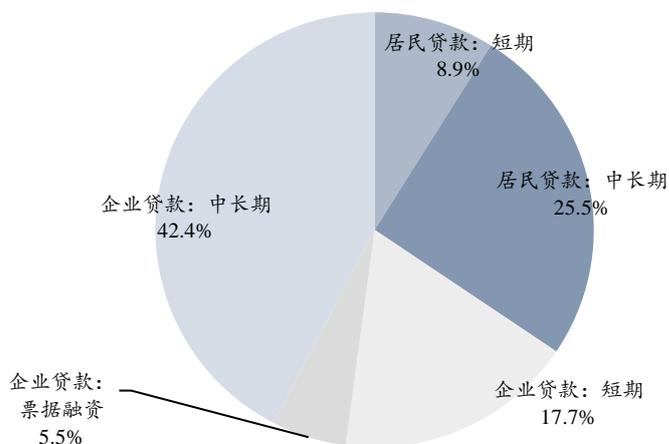
从比例构成来看，社融存量规模中人民币贷款占比最高，往往超过 60%。人民币贷款按流向可分为企业贷款和居民贷款，分别约占社融口径下人民币贷款的 66%和 34%（非银同业贷款因没有流向实体部门，故不计入社融）。

图表 3 社融各主要分项占存量比例（2023 年 8 月）



数据来源：Wind，YY 评级整理

图表 4 人民币贷款存量分项比例 (2023 年 8 月)



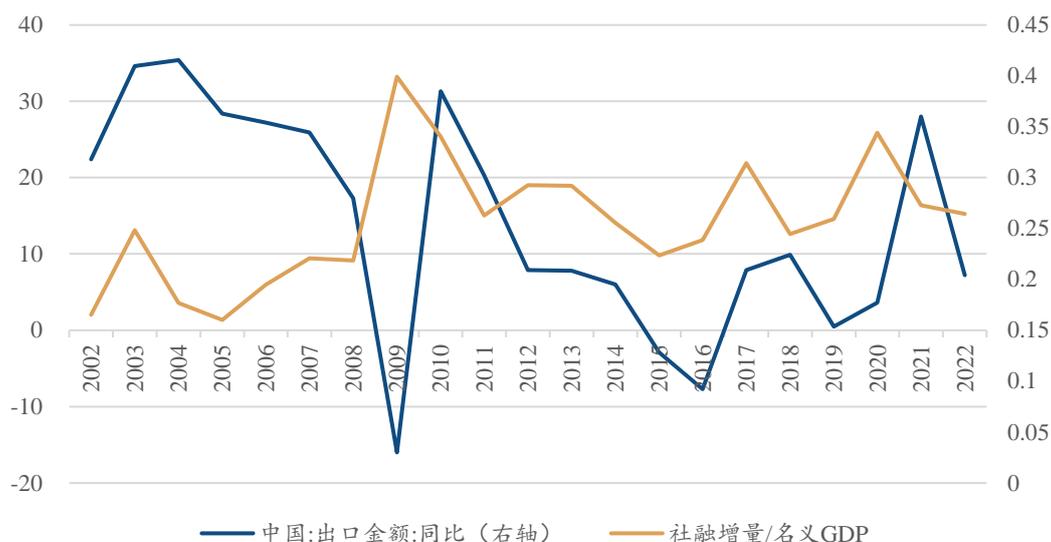
数据来源：Wind，YY 评级整理

3. 社融指标解读

3.1 总量：稳增长与稳杠杆参照标

社融本质上表征实体经济的内在增长需求，对稳增长的宏观经济目标有重要支撑作用。在当前世界主要经济体经济承压，地缘政治风险加剧的背景下，表征外需的出口呈现疲弱态势，社融对稳增长的拉动作用更加凸显。2012 年以来，单位名义 GDP 所需要的社融增量围绕 0.27 单位附近波动。依此估算 2023 年实现 7% 名义 GDP 的增速需要社融存量同比增长约 10.2%。中长期看，伴随着名义 GDP 增长中枢下移，社融增速中枢亦存在下行趋势。

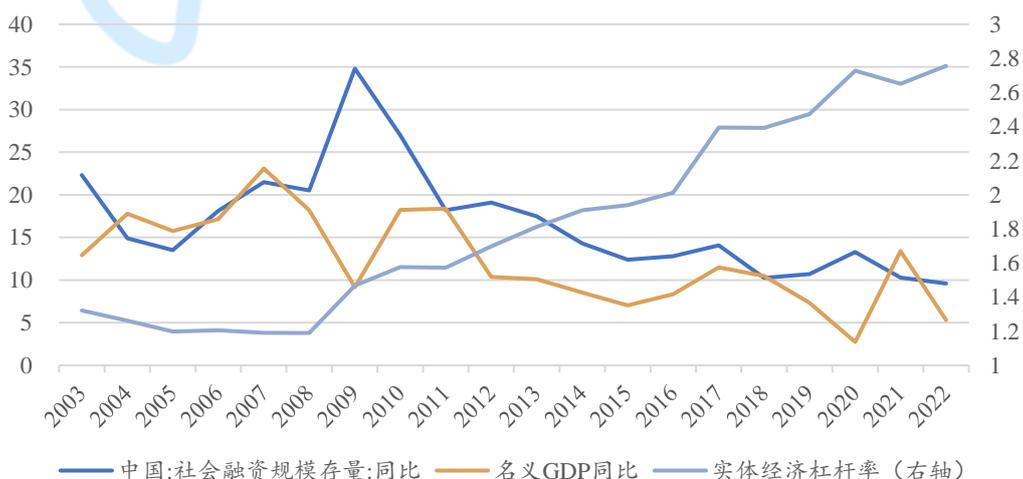
图表 5 社融对名义 GDP 的贡献度与出口金额的同比变化总体呈反向波动



数据来源: Wind, YY 评级整理

社融作为实体经济的负债端，同时体现了实体经济的杠杆率。2019 年政府工作报告首次提出“融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”。从历史数据看，08 年后我国社融增速长期领先于名义 GDP 增速，带动实体杠杆率（估算为（社融存量-非金融境内股票社融存量）/名义 GDP）不断提高，尤其在逆周期调节阶段，实体杠杆率呈现明显抬升。2023 年是经济复苏的关键时期，对稳杠杆的要求会有所淡化，一系列货币及财政刺激预计将会进一步拉高实体杠杆率。

图表 6 社融增速长期高于名义 GDP 增速，拉升实体杠杆率



数据来源: Wind, YY 评级整理

3.2 票据融资：具货币信用二重性

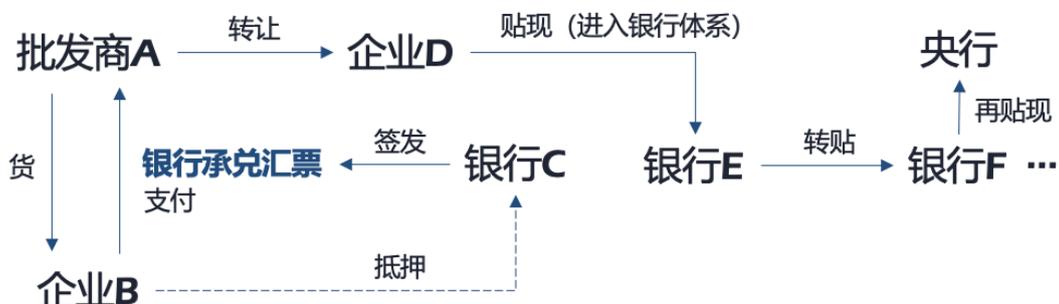
3.2.1 票据融资全流程

根据票据法，广义的票据包括本票、支票和汇票。其中汇票按签发人是银行还是非银行，分为银行汇票和商业汇票。商业汇票即为狭义上的票据，对于商业汇票而言，如果承兑方是存款类金融机构，则为银行承兑汇票，如果承兑方为企业，则为商业承兑汇票。**我国票据市场以商业汇票为主，其中银行承兑汇票占较高。**本票和支票因功能单一而使用频率较低，已经逐渐被市场淘汰。整体看，票据融资规模在我国呈持续上升的态势，2022 年票据融资规模占社融存量规模约 3.7%，占人民币贷款存量规模约 5.3%。

票据具有支付、转让、贴现、转帖、再贴现等功能。以一具体场景为例：

- 1) **支付**：批发商 A 向企业 B 供货，由于生产周期因素，企业 B 不愿立即交付全款，于是向银行 C 申请签发银行承兑汇票，并缴纳保证金、手续费、向银行抵押资产，承诺 6 个月后偿还余额。
- 2) **转让**：批发商 A 可将银票转让给企业 D，以实现采购等目的。
- 3) **贴现**：企业 D 可选择将持有的银票向银行申请直接贴现，银行 E 会根据票据贴现利率扣除利息后向企业 D 返还本金。贴现完成后，银票进入了银行体系。
- 4) **转贴现**：银行 E 可将未到期的银票再向其他银行或贴现机构（如银行 F）进行转让以获取资金。这一过程使用的利率成为转贴现利率。
- 5) **再贴现**：央行通过买进银行 F 持有的已贴现但尚未到期的银票向 F 提供融资支持。再贴现是央行的一种货币政策工具，其利率由央行制定，能够体现货币政策取向。

图表 7 票据流通过程



数据来源：YY 评级

3.2.2 信贷属性：票据规模波动性强，是信贷需求的先行指示

票据融资具有期限短，成本低，流动性强的特点，是中小微企业重要资金渠道。票据融资承担着补充营运资金、偿还到期负债或结算等功能，和企业部门现金流关联密切，其背后往往有大企业或银行信用背书，呈现低风险特点。与此同时，大企业因融资渠道广对票据融资依赖度小，而中小微企业因规模较小、融资渠道受限、抵押物较少等原因，惜贷现象严重。票据融资能够有效帮助中小微企业解决融资难的问题，因而中小微企业是票据融资中主要的出票人和贴现申请人。

票据规模的波动性强，对信贷具有一定指示意义。票据融资与一般信贷共占人民币贷款，在逆周期调节下，银行往往面临较大信贷额度压力（若无法完成则在下期有可能被收回），对不良贷款有所顾虑，而实体经济信贷需求不足，此时银行便倾向于用低风险的票据冲量以完成信贷投放指标。而在经济回暖复苏时，人民币信贷需求旺盛，银行会收紧票据融资，给一般信贷保留更大额度。因此票据融资也是商业银行对信贷规模和结构的一种调节工具。

图表 8 票据融资同比变化波动大，与一般信贷同比呈明显负相关



数据来源：Wind, YY 评级

3.2.2 货币属性：票据利率反映流动性松紧，折射信贷需求

票据利率受资金面影响大，反映流动性松紧。票据普遍定价方式是贴现利率加上利差为转贴利率。贴现为商业银行信贷业务，与贷款利率的定价受到同

样因素影响，包括货币政策走向、市场流动性以及信贷需求等。转贴现具有银行同业业务性质，市场化程度较高，以 Shibor 为基准利率进行定价，受到贴现利率水平、资金成本 Shibor 水平、资金面松紧情况以及同业竞争状况等多因素影响，其中对 Shibor 波动较为敏感，当基准利率微幅调整，转贴利率将有较大幅度回应。因此转贴现利率也是观察货币政策的重要指征。

图表 9 票据融资利率对 Shibor 波动较为敏感



数据来源：Wind，YY 评级

票据利率也是高频反映信贷需求的指标。当实体经济融资需求疲弱，银行向同业买入票据或加大票据贴现来完成信贷监管考核指标，“以票冲贷”导致票据供不应求，转贴现利率下降；当融资需求旺盛，一般贷款利率较贴现利率更高，银行卖出票据或更倾向于释放一般贷款，对票据有一定挤出效应，转贴现利率上涨。

图表 10 票据融资利率对人民币贷款有指示意义



数据来源: Wind, YY 评级

3.2.4 未贴现银行承兑汇票：与票据融资反向变动，高频反映名义 GDP

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的部分，从侧面反映企业发展状况。**未贴现银行承兑汇票与票据融资呈现此消彼长的态势**，通常情境下，企业愿意持有未贴现银行承兑汇票主要有三点原因，**1) 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，会控制票据融资规模（贴现规模）以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；**2) 贴现利率过高**，贴现不划算，企业倾向于不贴现或晚贴现；**3) 投资贸易需求较旺盛**，未贴现汇票可以应对大量资金需求。**因此未贴现银行承兑汇票也被视为是反映经济好坏的敏感性指标，与名义 GDP 呈现正相关性。**

图表 11 未贴现银行承兑汇票与票据融资反向变动，与名义 GDP 呈一致性

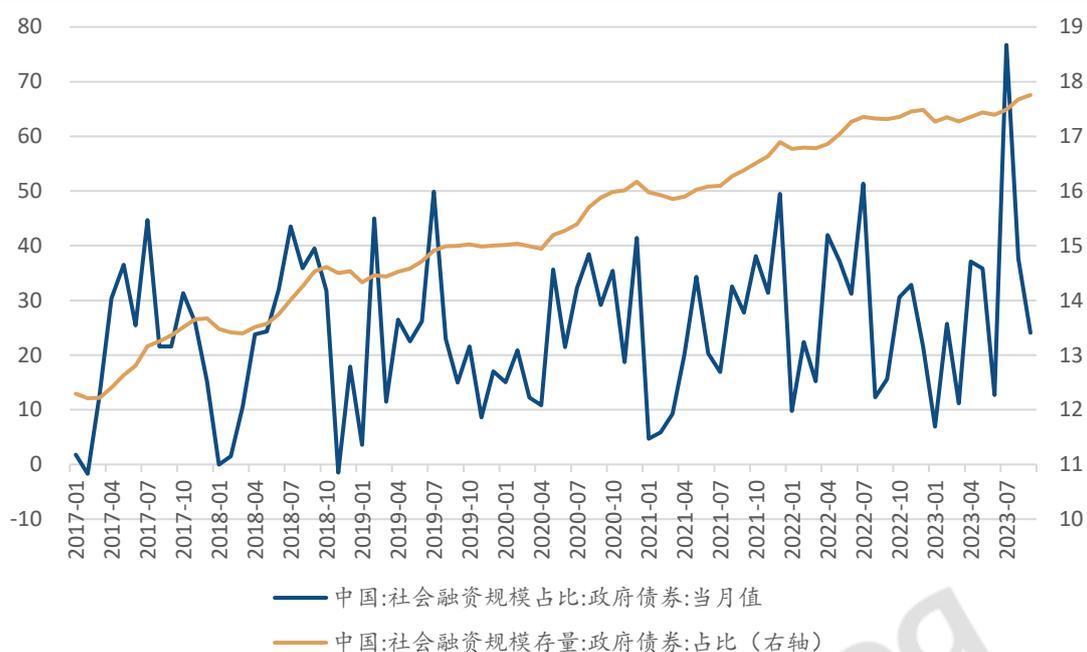


数据来源: Wind, YY 评级整理

3.3 政府债券：依基建发力，反映财政对经济的托底

社融口径下的政府债券包含中央政府一般国债、地方政府一般国债（2019年12月纳入社融统计），以及地方政府专项债（2018年9月纳入统计）。政府通过发行政府债券，获得来自银行的资金以投资基建等项目，该过程可视为金融体系对实体经济的支持，故而将政府债纳入社融。但政府债券对实体的支持存在滞后性，政府债券一发行即计入社融，而对实体的支持需要等到政府投放之后。

图表 12 政府债占新增社融比例具有高波动特点，占社融存量比例不断提升



数据来源: Wind, YY 评级整理

新增政府债券取决于财政赤字率与政府债发行节奏，对新增社融造成较大扰动。中央政府一般债和地方政府一般债纳入财政赤字预算中，地方政府专项债每年有发行上限。根据 2023 年《政府工作报告》的安排，财政赤字率拟按 3% 安排（10 月新增 1 万亿国债，财政赤字率提高至 3.8%），新增地方政府专项债券安排 3.8 万亿元；在确定了总额后，可以通过政府债券发行节奏来推算各月发行规模，通常集中在第二、三季度，但在近年来也出现了发行节奏错位的情况，如 2022 年发行前移，“早发早用”；2023 年预计在第三、四季度会有高强度发行作为财政刺激的手段。

图表 13 政府债发行通常集中在二、三季度



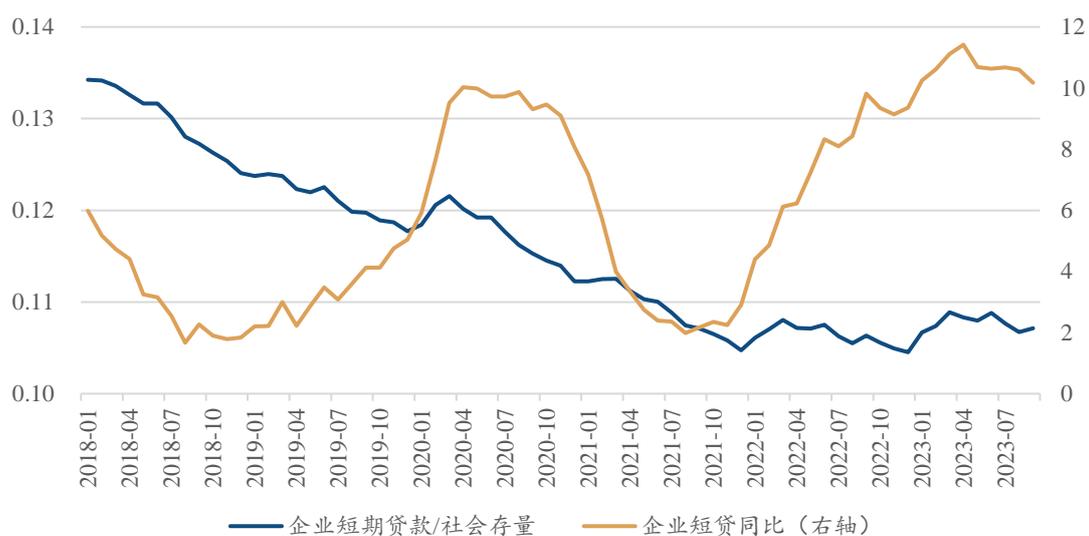
数据来源：Wind，YY 评级整理

我国政府债券增速保持高位，占社融存量比例不断攀升。一方面政府债能够提振基建投资，另一方面地方政府也需要依靠发行政府债来对冲土地出让金的下滑。在当前“弱复苏”的情境下，经济依靠财政兜底的效应十分明显。

3.4 企业短期贷款：反映结构性工具力度

短期贷款指银行业金融机构发放的期限在一年以内的贷款，与票据融资类似，承担着为企业补充流动性的功能，尤其作用在补库存过程。值得注意的是，2021 年以来央行对结构性货币政策的运用力度明显加大，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业与市场主体的结构性支持。结构性货币政策工具的期限多在一年左右，计入企业短期贷款，因而逆周期政策的发力也往往带动企业短贷明显高增。

图表 14 2021 年以来企业短贷高增，占社融存量比例下滑趋势得到缓解

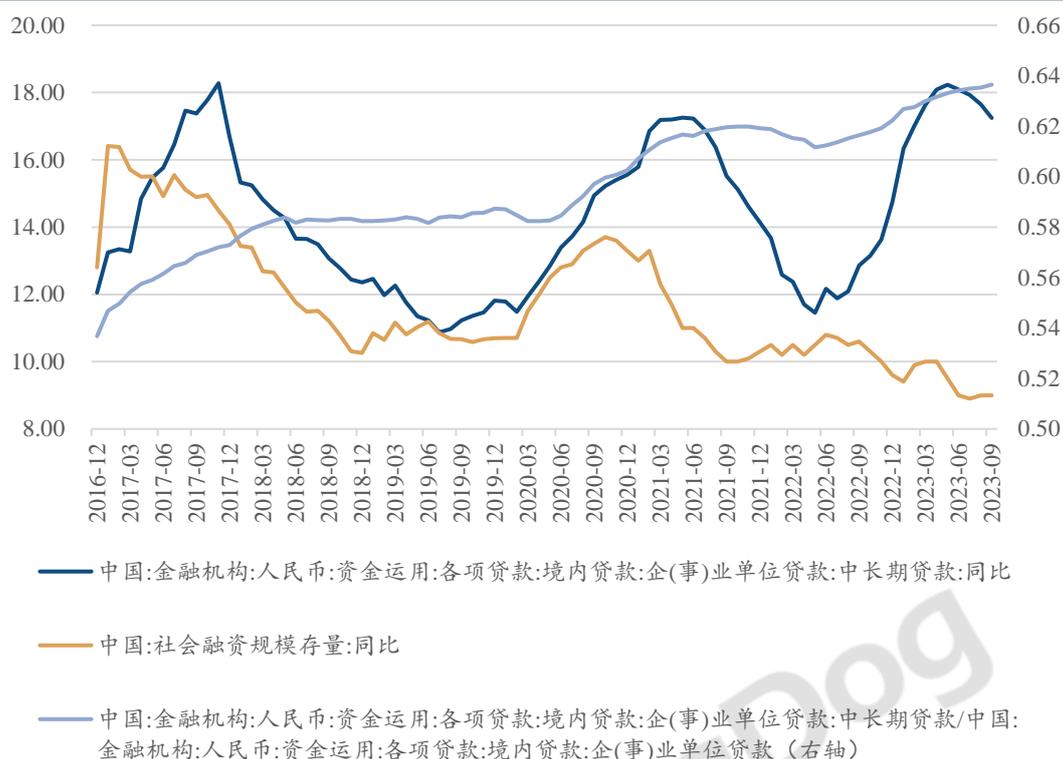


数据来源：Wind，YY 评级整理

3.5 企业中长期贷款：企业发展的内生动能，衡量“宽信用”

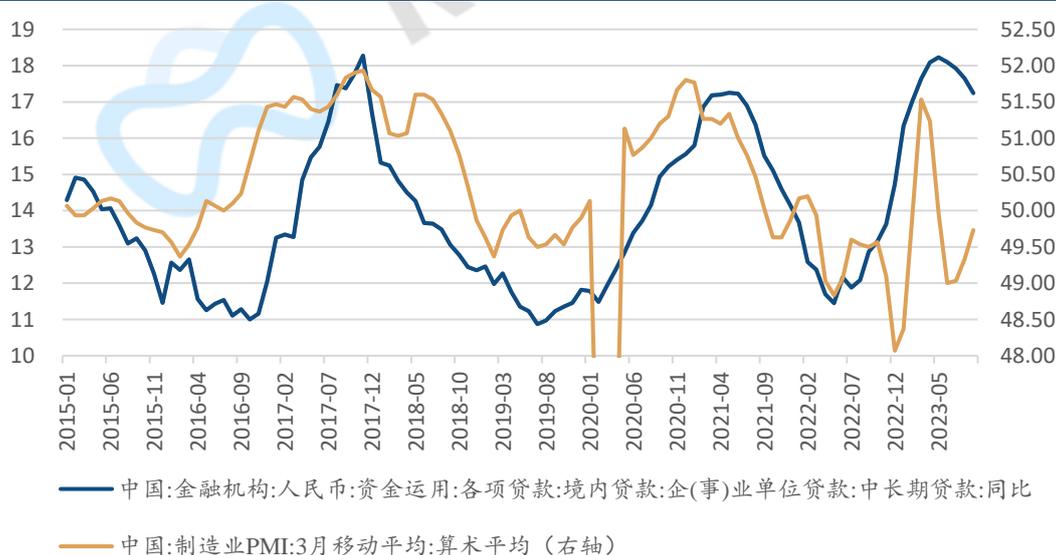
企业中长期贷款指银行业金融机构向非金融企业发放的期限在一年以上的贷款，多用来购置设备和建设工程，与企业资本开支需求相对应，更能反映实体经济景气度。在新增企业贷款数据里，企业中长期贷款占比越高，意味着银行信贷结构越好，银行对实体的支持也越强。**企业中长期贷款因而被用于衡量“宽信用”周期对实体经济的支持效果。**从历史数据看，企业中长期贷款占企业贷款比例持续提升，表明信贷结构总体不断改善。同时企业中长期贷款的拐点通常滞后社融拐点 6-9 个月，即在总量先行助力后，贷款结构逐步改善，“宽信用”实效显现。我们同样观察到伴随着企业中长期贷款的回升，制造业 PMI 景气度往往呈上行态势。

图表 15 企业中长期贷款占企业贷款余额比例持续提升，社融对企业中长期贷款具有领先性



数据来源: Wind, YY 评级整理

图表 16 企业中长期贷款与制造业 PMI 同向变动

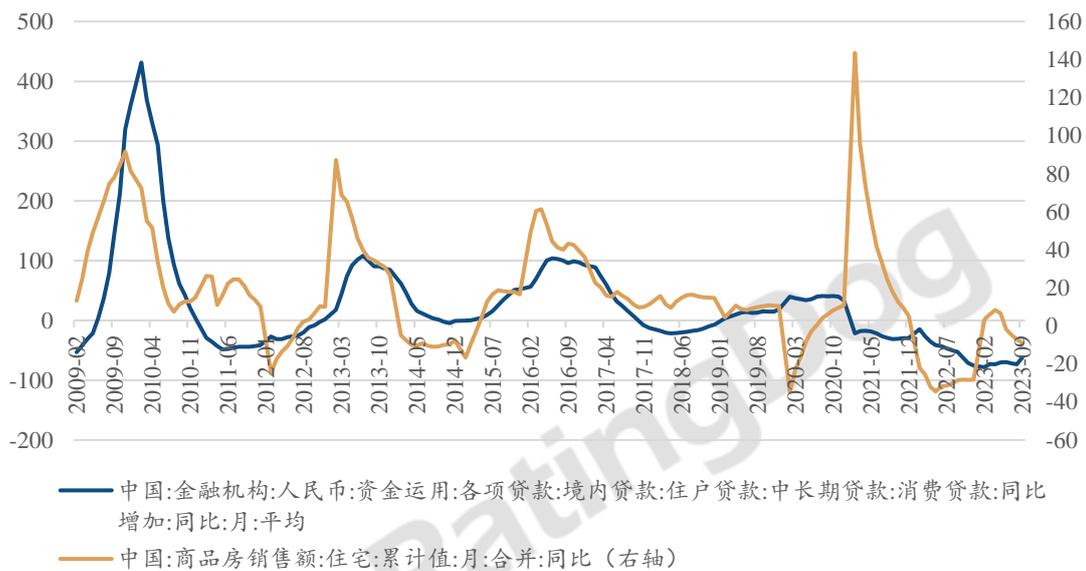


数据来源: Wind, YY 评级整理

3.6 居民中长期贷款：地产调控的试金石

居民中长期贷款按用途分为居民中长期经营贷款和消费贷款。其中经营贷款的主要投放对象是个体工商户及中小企业主；而消费贷款绝大部分属于个人住房按揭抵押贷款，与房地产销售关联密切，是房地产开发重要资金来源。每一轮居民中长期消费贷款抬升，通常对应着未来一段时间房企开发资金的边际好转。从历史数据看，居民中长期消费贷款与住宅销售额总体呈正相关关系（疫情期间住宅销售出现了较大异动）。

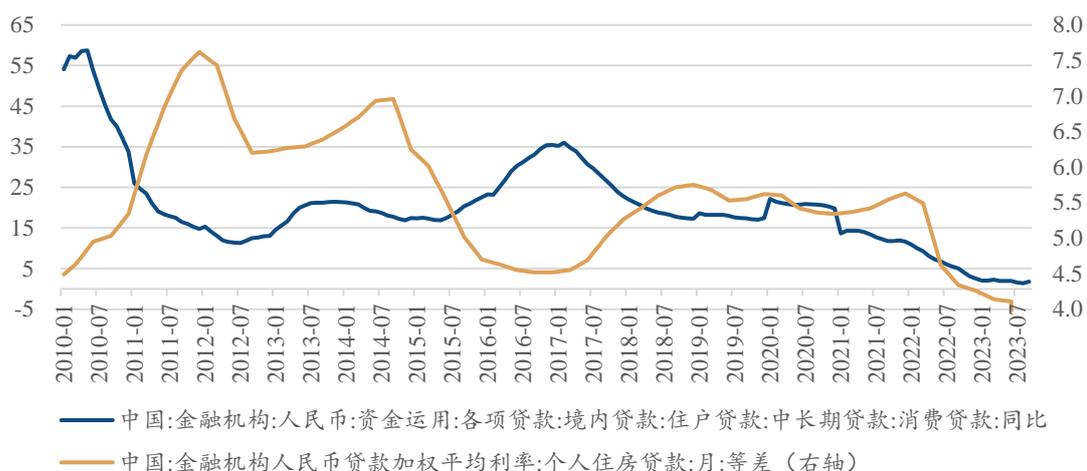
图表 17 居民中长期消费贷款与商品房销售具有一致性



数据来源: Wind, YY 评级整理

居民中长期消费贷款也是地产调控政策的试金石。当房地产政策放松时，房贷利率下降，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，居民房贷需求下降，对应居民中长期贷款需求回落。而 2023 年以来，房地产承压，地产政策持续松绑，而居民中长期贷款仍处于筑底阶段，9 月居民中长期消费贷款同比增长 1.8%，小幅回暖，地产政策的刺激效果尚待观察。

图表 18 房贷利率与居民中长期消费贷款总体呈负相关关系，具有一定领先性



数据来源: Wind, YY 评级整理

3.7 居民短期贷款：消费状况的晴雨表

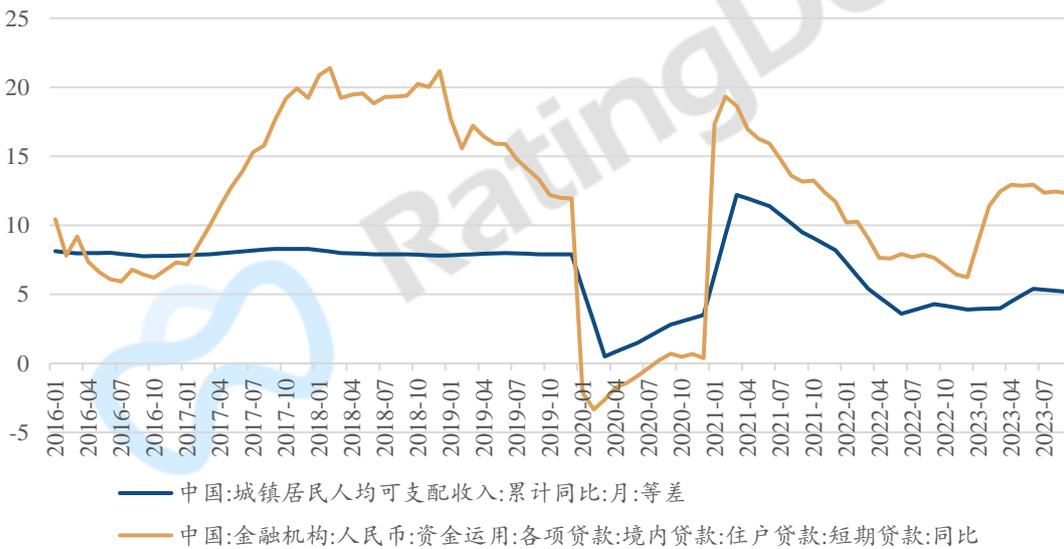
居民短期贷款主要包括短期个人经营性贷款（用于住房装修、私营企业主或个体工商户以自然人名义的贷款等）、信用卡透支、消费贷款（如车贷）等，**通常被认为是反映消费信心的指标**。然而通过观察历史数据，我们发现居民短期贷款**并不总是反映真实的消费状况**。以 2016-2019 年为例，反映消费的社零同比增速基本保持平稳，而居民短贷却在 2017 年起量。这一背离的原因一方面在于银行发力零售业务，信用卡消费向小额消费场景普及；另一方面则是房贷政策受限，居民短贷成为了继续加杠杆购房的工具，2017 年居民中长期贷款滑落，居民短贷随之接棒，支撑住宅销售额保持稳定增速。2017 年末“消费贷”变身“首付贷”的现象受到了持续监管，居民短贷与人均可支配收入的同步性得到增强，更能反映真实的消费状况。

图表 19 居民短期贷款和社零规模弱相关



数据来源: Wind, YY 评级整理

图表 20 疫情后居民短贷与居民人均可支配收入同步性增强



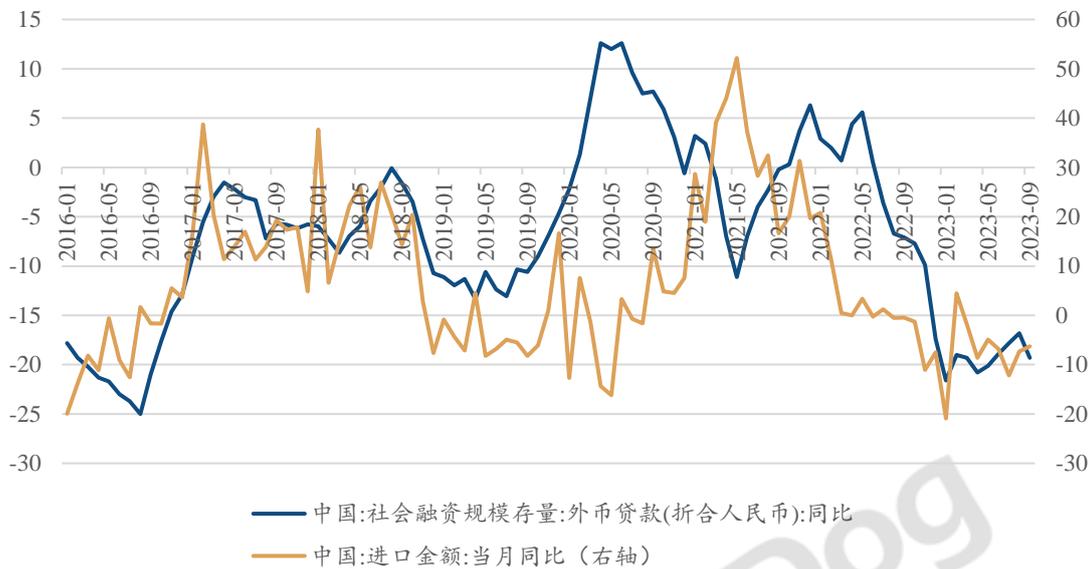
数据来源: Wind, YY 评级整理

3.8 外币贷款：外贸活跃度的风向标

外币贷款是金融机构以票据贴现、信贷、垫款等方式向非金融企业与居民发放的，以外币为计算单位的贷款。出于可比性的考虑，央行在统计时会将其折算成人民币加总。从使用用途上讲，外币贷款主要用于进口商品付汇或资本账户下的对外投资（国内资本账户仍然存在较强的管制，对外投资的规模要远小于进口，外币贷款更多是用于进口商品的付汇）。因此，我们能看到进口额同比增速与外币贷款同比存在明显的正相关性。我国外币贷款总体呈现持续下滑

趋势，系进口额快速下降所致，侧面反映出我国外贸环境活跃度降低，已进入重大调整期。

图表 21 进口额同比增速与外币贷款同比存在正相关性（除疫情期间出现异动）



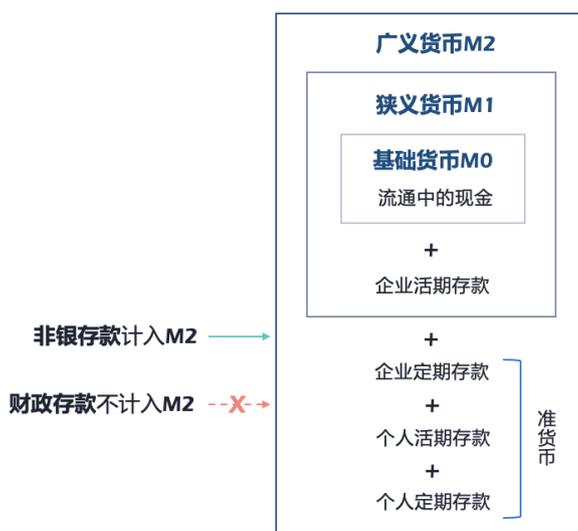
数据来源：Wind，YY 评级整理

4. 社融与 M2 综合分析

4.1 M2 概述：与社融同为“硬币的两面”，反映金融机构负债端

社融与广义货币 M2 往往被视为“硬币的两面”。社融反映金融机构的资产端（实体经济的负债），而 M2 为货币的供应量，从金融机构负债端（实体经济的资产）进行统计。因此，从资产负债角度看，社会融资规模 M 能够相互补充、相互印证。

图表 22 广义货币 M2 与狭义货币 M1、基础货币 M0 的关系示意



数据来源：YY 评级

M2 呈现较为明显的季节性：

- 1) 季末冲量：**和贷款一样，每个季末银行内部都会有存款规模考核，所以每个银行到了季末的时候，都会提高揽储的力度，增加表内的居民或企业存款，有些银行会将到期理财暂时转入表内做存款等；
- 2) 春节异动：**很多企业在春节前发年终奖，企业端的存款规模会大幅减少，而居民端的存款规模会有明显上涨。
- 3) 财政上缴与投放：**财政存款不计入 M2，一般来讲，1、4、5、7、10 月是财政存款上缴月，货币从企业或个人手中流向了政府部门，拖累 M1 与 M2；而季末是财政投放时点，政府存款大量流向实体，推高货币供应量。

从存款类金融机构的信贷收支表入手，可以将 M2 的派生渠道用以下公式概括表示：

$$M2 = \text{各项贷款} + \text{一级市场信用债投资} - \text{财政存款} + \text{非标} + \text{外汇占款}$$

其中四项增项，一项扣减项：

- 1) 贷款派生存款：**
- 2) 一级市场信用债投资：**即为债券投资（银行自营持有的国债、地方政府债以及非金融企业发行的信用债）扣减金融债券（政策性银行债、存单及二级资本债）的部分，反映创造存款部分；
- 3) 扣除财政存款：**银行自营持有的国债及地方政府债只有勇于财政支出才能转化为 M2，在此之前作为财政存款不计入 M2。

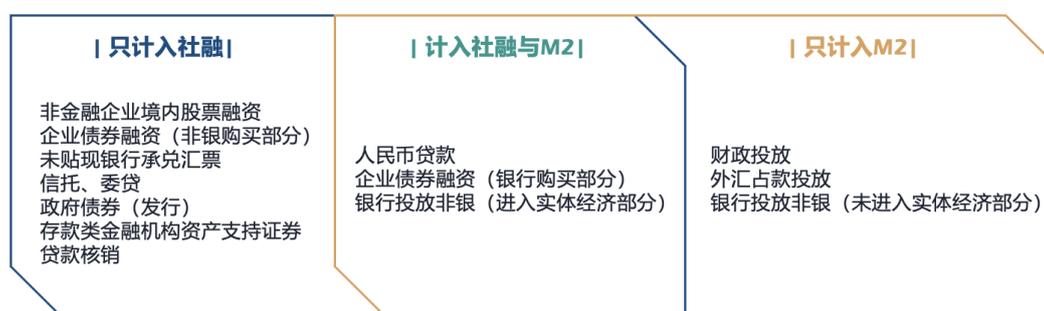
4) 非标（包括“委外”，即信托委贷+公募基金、券商资管、同业理财等）：非标流向实体，增加企业存款；委外流向非银机构，非银存款同样计入 M2。

5) 外汇占款：出口企业收到外汇时，向商业银行结汇，这个过程中银行获得外汇，企业得到人民币（存在银行体系中）。

4.2 社融与 M2 统计范围差异

社融代表金融机构表内表外业务创造出的总资产，M2 代表银行体系负债，二者走势接近，并非完全对应，存在着统计范围的差异。

图表 23 社融与 M2 统计范围差异



数据来源：YY 评级

在上述社融与 M2 的统计中，**政府债及其相关财政投放过程**相对复杂，引起我们特别关注。其主要包含三步骤：

- 1) **发行**：国债招标发行时，由 40 家银行组成的**国债承销团**通过竞争性投标承接全部发行的债券。这一过程在央行的资产负债表完成，银行将超额存款准备金（基础货币）上缴国库，央行资产负债表负债端将其他存款性公司存款下降，政府存款上升。此时**社融增加**，但由于**资金流动仅限于基础货币层面**，**M2 不变**。
- 2) **交易**：承销团随后在二级市场售出国债时，**不创造社融**，对 M2 的影响具体分为两种情况：
 - a. 当购买方为**非承销银行**时，出售方获得备付金，减计国债，资产负债表规模不变；购买方做相反记录，资产负债表规模同样不变，**M2 不变**。
 - b. 当购买方为**非银机构**时，导致银行缩表：资产端对政府债权减少，负债端存款等额下降，**M2 下降**。
- 3) **政府投放**：政府将发行债券融得的资金全部支出后，私人部门存款上升，**M2 回升**。（已在发行阶段计入社融，投放阶段不再记录）。

最终当政府债完成发行、交易、投放全流程，社融增加政府债额度，M2 增加银行持债部分，从而形成社融-M2 剪刀差（剪刀差增加非银持债部分）。

图表 24 政府债发行、交易及政府投放对社融与 M2 的影响



数据来源：YY 评级

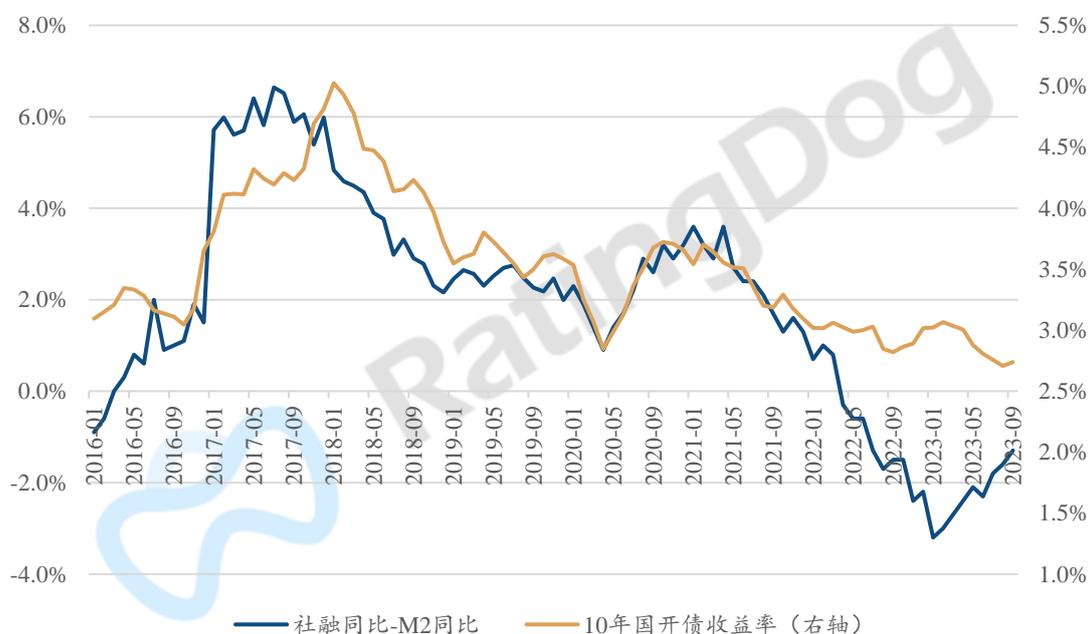
4.3 社融-M2 剪刀差

社融与 M2 同比增速差（下称“社融-M2 剪刀差”）是反映实体融资状况的一项重要指标。社融-M2 剪刀差因二者统计口径差异造成，主要是由非银机构和表外业务的扩张情况来驱动。而非银机构与表外业务的扩张情况表征了总体货币供需，因而社融-M2 剪刀差也往往反映了利率走势。当社融-M2 剪刀差扩大的时，实体融资需求偏强，银行体系无法满足实体融资需求，实体融资绕道影子银行等渠道获得资金，这往往会导致国债利率有向上的压力。当社融与 M2

剪刀差缩小的时候，说明实体融资需求偏弱，银行体系流动性依然滞留在非银体系形成 M2，这部分流动性往往会导致国债走强。

2021 年第二季度起社融-M2 剪刀差持续下滑，甚至自 2022 年第二季度进入“倒挂”状态，2023 年在基数效应及复苏背景下“倒挂”状态有所缓解。一方面倒挂反映出实体融资需求不足；另一方面，社融-M2 剪刀差在 2023 年第三季度剧烈下行也与理财产品“赎回潮”有关。“赎回潮”使得大量理财转银行存款，从而推升 M2，而在 2023 年“赎回潮”逐渐减退，部分存款重新转为理财。这一点也解释为何自 2022 年第三季度至 2023 年第二季度社融-M2 剪刀差与国债收益率出现了一定程度的背离。

图表 25 社融-M2 剪刀差与 10 年国债收益率变动具有一致性



数据来源：Wind, YY 评级整理

5. 总结

社会融资规模指实体经济从金融体系获得的资金量，反映实体经济的融资需求与通路，是一项表征我国宏观经济发展状况的重要指标。

社融按类型可分为表内业务、表外业务、直接融资及其他项目，其中表内业务中的人民币贷款是社融存量规模的最大组成成分。

社融总量反映经济增长内在动能以及实体经济杠杆状况。按社融各指标表征的意义划分，票据融资、政府债券、企业短期贷款及居民中长期贷款可反映

逆周期调节的力度和效果；企业中长期贷款、居民短期贷款、未贴现银行承兑汇票、外币贷款可反映顺周期中经济运行的不同角度。

最后，我们将社融与广义货币 M2 联系起来，详细比较二者统计口径的差异并分析了社融-M2 剪刀差这一综合性指标。



瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司免责声明

本报告由瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，并尽可能保证可靠、准确和完整，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司无关。

本报告版权仅为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。