



宏观专题

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

社融的时代性与局限性

投资要点:

● **背景&核心观点:**作为反映资金需求和经济动能的重要指标,社融近期关注度很高。今年以来,社融存量同比整体持续下降,4月,社融当月值更是在多年之后再次出现负增长;与此同时,宏观层面政治局会议定调经济良好开局,一季度GDP增速5.3%也超过全年目标。潘功胜行长在陆家嘴论坛的讲话似乎也在有意引导市场淡化对社融指标的关注。社融指标的时代性和局限性成为焦点话题。

我们认为,作为一个经济指标,社融存在一定的局限性,考虑时代性的变化,历史上也经历过几次调整,未来社融进一步扩围重点在于拓展直接融资;从有效需求、市场预期和库存周期视角来看,当下我们构建的“社融脉冲”和不含政府债的社融存量同比是更好的观测指标。

● **社融口径的调整体现了“时代性”:**社融指标是为衡量金融体系对实体经济的资金支持力度而创设的,得益于对金融机构资产端的全面反映优于M2和信贷,社融也逐步成为了货币政策重要的中介指标,政府工作报告历史上也设置过具体目标。社融指标先后经历了三次口径调整,背后体现了其“时代性”的特征,分别在2018年7月纳入资产支持证券和贷款核销,2018年9月纳入地方专项债,2019年12月将地方一般债、国债纳入社融统计,此前社融主要反映居民和企业部门获得的资金支持,百年变局下内外部均面临一定的挑战,经济增长承压的背景下,宏观政策发挥逆周期调节作用,财政货币政策的配合越来越多,将政府融资纳入社融能更全面的反映金融体系对实体经济的全面支持,是适应“新时代”而做的口径调整,在社融口径调后往往增速也会相应回升,2020年较为典型。

● **社融的新特征:“两降两升”。**近年来社融的构成和增量来源出现了一些新的变化特征,具体表现为“两降两升”,“一降”是去地产化,宏观层面的“去地产化”在社融层面表现为地产相关行业信贷占比下降、相关债券发行和表外融资减少;“二降”是“平台化债”,防范化解地方政府债务风险的背景下,城投债净融资等相对下降;“一升”是政府融资持续增加,国债、地方政府一般债和专项债作为广义赤字概念,近年来逐年走高,占社融比重显著抬升。“二升”是五篇大文章占比提升,在中央金融工作会提出“五篇大文章”后,从央行到商业银行等出台了一系列相对应的支持工具,当前结构性货币政策的工具箱已经较为完备,未来仍有进一步拓展可能。

● **当前社融指标也存在局限性:**当前社融走势与增长不相匹配的现象并非由于社融的指向意义下降,而是由于作为一个经济指标,社融存在一定的局限性:首先,总量指标难以反映经济结构转型期的结构性变化,例如2019年与2022年社融增速较为接近,但其背后经济增长的结构已发生显著变化。其次,社融变化易受贷款投放、政府债券融资的季节性影响,容易造成误读,4月社融新增当月值负增长,本质上是源于两方面因素,一个是政府债券发行相对较慢,另一个是“平台化债”限制融资导致企业债券发行较少,预计后续政府债发行提速,社融增速则有望改观。其三,票据冲量、金融空转等可能阶段性抬高社融数据,导致与经济实际运行不符。

● **新形势下如何更好使用社融指标:**社融指标对宏观经济、市场预期和库存周期等有重要指引和表征,在新形势下如何更好使用社融指标,我们提供了两个视角,社融不含政府债存量同比的增长和社融脉冲指标,一方面对M1、企业利润、库存周期等经济周期和有效需求有较好表征,另一方面对市场预期和估值有重要指示。

● **风险提示:**国内货币政策变化超预期;汇率变化等导致内外均衡压力上升;海外主要经济体降息时点与节奏不及预期

内容目录

1. 为什么当前要重新思考社融.....	4
2. 社融的来龙去脉.....	5
2.1. 详解社融指标.....	5
2.2. 社融与 M2、信贷有何区别?	7
2.3. 社融增速经历了三轮下行.....	8
2.4. 社融口径的调整体现了“时代性”.....	11
2.5. 未来社融扩大口径关注直接融资.....	12
3. 社融的新特征：“两降两升”.....	14
3.1. 一降：“去地产化”.....	14
3.2. 二降：“平台化债”.....	15
3.3. 一升：政府融资.....	16
3.4. 二升：五篇大文章.....	17
3.5. 新特征有望持续.....	20
4. 如何理解社融的局限性?	21
5. 新形势下如何使用社融指标?	23
6. 风险提示.....	25

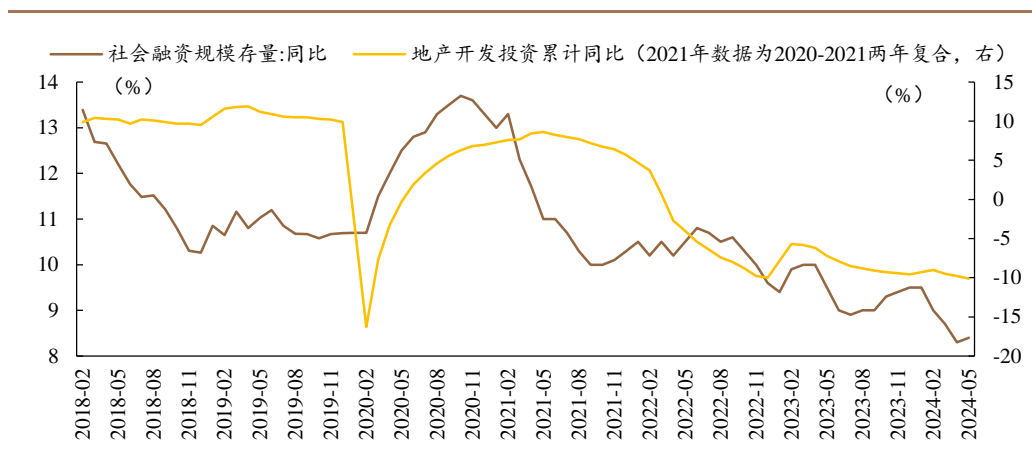
图表目录

图 1: 伴随着地产投资增速下滑, 社融增速也明显下降	4
图 2: 社会融资规模构成	6
图 3: 社融存量结构中直接融资与间接融资占比	7
图 4: 社融存量结构中表内融资与表外融资占比	7
图 5: 社融口径与金融机构口径贷款统计对比	8
图 6: 2019 年上一次社融口径调整时央行公布的调整后社融历史增速最早可追溯到 2017 年 1 月	9
图 7: 社融、信贷和 M2 增速走势	10
图 8: 各类 ABS 发行规模统计	13
图 9: REITs 发行规模统计	13
图 10: 地产相关新增贷款占社融增量比例明显下降	15
图 11: 城投债融资额占社融增量比例的“潮起潮落”	16
图 12: 社融增量中政府债券融资占比持续高于存量占比, 带动存量占比持续上升	17
图 13: 绿色债券发行与净融资额逐步增多	19
图 14: 绿色信贷增速明显高于贷款整体增速	19
图 15: 绿色信贷规模持续扩大, 占比持续上升	19
图 16: 社融增量与后续预测 (6 月起为预测值)	21
图 17: 社融存量同比与后续预测 (6 月起为预测值)	21
图 18: 去年四季度社融增速阶段性回升但并未反应在 M1 上	24
图 19: 近年来社融脉冲与 M1 走势较为一致	25
图 20: 库存扩张是企业融资后资本开支的直观表现	25
表 1: 历年政府工作报告目标一览	11
表 2: 结构性货币政策工具情况表 (截止 2024 年 3 月末)	22

1. 为什么当前要重新思考社融

去年以来社融增速下破稳定区间，今年上半年有加速下滑的迹象。今年4月社融单月负增长，引发市场诸多关注。实际上社融增速下滑并非今年开始，自2021年起，社融存量同比就开始波动下行，2021年上半年社融增速较快下滑后，下半年到2022年维持在相对稳定的10%-11%的增速区间波动，而2023年开始社融增速频频下破10%，阶段性企稳也只是回到了10%的下沿，到今年3月起，社融增速降至9%以下，出现加速下滑的迹象。换个角度理解，保持社融增速在10%以上变得愈发困难。在中国经济结构转型的当下，“去地产化”对应的实体融资需求减少，社融冲量变得更加难以实现和持续。社融的持续下滑、单月负增长的经济指向与政治局会议定调经济增长良好开局不匹配，或体现出社融指标具有一定局限性，也需重新思考社融指标的指向性和经济意义。

图1：伴随着地产投资增速下滑，社融增速也明显下降



资料来源：Wind，德邦研究所

货币政策层面持续淡化数量型目标。2019年以来，政府工作报告不再对广义货币、社融等设定定量目标，仅做定性表述；6月19日陆家嘴论坛上潘功胜行长发言表示“目前我国社会融资规模存量超过390万亿元，M2余额超过300万亿元，宏观金融总量规模已经很大。金融总量增速有所下降也是自然的，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的……未来还可以继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注。当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时，如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在‘规模情结’，显然有悖经济运行规律”，潘行长的措辞一定程度上解释了社融指标和经济增长不匹配的原因，侧面也表征出央行可能在有意淡化使用社融这一数量型中介目标。

如今中国已经进入“去地产化”、“制造立国”的新时代，作为全球第一制造大国，我国的制造立国并不是要通过大量投资形成广泛的产业基础，而是在坐拥庞大产业链的基础上进行产业升级，在这个过程中对经济更重要的是投资于创新、投资于效率。社融指标创立至今已有十余年，作为我国独创的数量型中间目标，其创设目的是反映经济中的实体资金供需情况，这是社融的“时代性”使然。中国经济的动能与结构与此前相比发生较大变化，社融也一定程度上表现出了局限性，此前社融指标为适应“时代性”经历过三次口径调整，未来若进一步扩展可以重点考虑拓展直接融资领域。

本文旨在全面解读社融指标，剖析其背后的时代性与局限性，并介绍在当前背景下，如何更好以社融为基础构建对市场预期、有效需求更有效的指标。

2. 社融的来龙去脉

2.1. 详解社融指标

社会融资规模作为一项统计指标最早于 2011 年开始公布。2011 年政府工作报告首次提出“保持合理的社会融资规模”，当年 4 月人民银行首次发布社会融资规模季度数据。2012 年 9 月人民银行调查统计司负责人在答记者问时表示，社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额，包括银行、证券、保险等金融机构通过信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等提供的各类资金。

设立之初，社会融资规模组成为：

$$\begin{aligned} \text{社会融资规模} = & \text{人民币贷款} + \text{外币贷款} + \text{委托贷款} + \text{信托贷款} \\ & + \text{未贴现的银行承兑汇票} + \text{企业债券} + \text{非金融企业境内股票融资} \\ & + \text{保险公司赔偿} + \text{投资性房地产} + \text{其他} \end{aligned}$$

其中，保险公司赔偿、投资性房地产和其他项目并不在央行按月公布的社会融资规模增量和存量统计报告中呈现，而是体现在其他项目合计值与社会融资规模本身的差值中。2018 年 7 月，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；2018 年 9 月，地方政府专项债券纳入社会融资规模统计；2019 年 12 月，国债和地方政府一般债券纳入社会融资规模统计。自此，社会融资规模统计口径未再发生调整，目前，社会融资规模主要组成为：

$$\begin{aligned} \text{社会融资规模} = & \text{人民币贷款} + \text{外币贷款} + \text{委托贷款} + \text{信托贷款} \\ & + \text{未贴现的银行承兑汇票} + \text{企业债券} + \text{政府债券} \\ & + \text{非金融企业境内股票融资} + \text{存款类金融机构资产支持证券} \\ & + \text{贷款核销} + \text{其他} \end{aligned}$$

整体结构上看，社会融资规模可以分为五类：1) 表内融资（人民币贷款、外币贷款）；2) 表外融资（委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票）；3) 直接融资（企业债券、非金融企业境内股票融资）；4) 政府债券；5) 其他业务（保险公司赔偿、投资性房地产、存款类金融机构资产支持证券、贷款核销、贷款公司贷款等其他融资工具）。

图 2：社会融资规模构成



资料来源：人民银行，Wind，德邦研究所绘制

为进一步了解社融背后的结构变化，我们将社融分项分为三大类：间接融资（人民币贷款+外币贷款）、直接融资（企业债券+股票融资）和政府融资（政府债券）三大类。值得注意的是，虽然政府债券融资在形式上也属于直接融资，但从政府发债融资到资金抵达实体还需要经历财政支出等步骤，由于资金并非直达实体，其内涵的金融体系对实体的资金支持相对间接，我们将政府债券融资剥离出直接融资。自 2011 年社融指标推出以来，跟踪其这十多年来的变化，我们观察到了四个现象：

其一间接融资占比逐步下降，随后在近年来逐步平稳。2011 年社融公布以来，存量口径下，间接融资占比整体处于下降趋势，高峰时曾在 2015 年 3 月达到 86.65%，2021 年底降至 68% 以下，随后至今在 67-68% 之间波动；从增量和存量来看，人民币贷款依然是占社融比例最高的分项，在我国金融体系以银行为核心，间接融资供给相对更多，信贷规模也在社融指标诞生前就长期作为货币政策中间目标存在。

其二是直接融资占比曾阶段性上升，近年来占比回落。直接融资占比的“潮起潮落”与相关领域政策宽松周期密切相关。2014 年 10 月国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，提出“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”，城投平台债务扩张得到规范化；2015 年 5 月发改委发布《国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》，简化企业债发行手续，鼓励优质企业发债融资，放宽城投和一般企业发债约束，城投债随后迎来一波发行高峰。

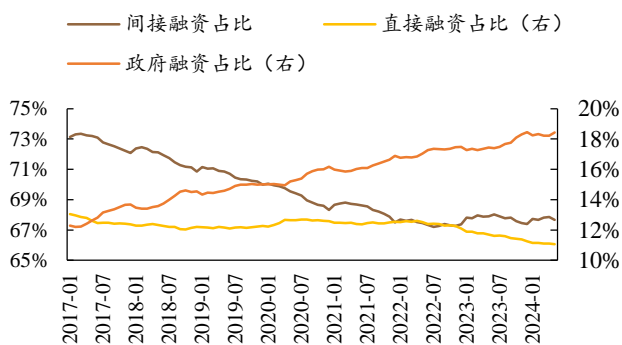
另一方面，2015 年政府工作报告提出实施股票发行注册制改革，2015 年中国 IPO 372 宗，成为全球最大 IPO 来源国，其中 A 股 IPO 219 宗，筹资 1586 亿

人民币，较 2014 年增加了一倍。直接融资全面政策利好下，2015-2016 年社融存量中直接融资占比由不到 13% 上升至 15% 以上，2017 年随着《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》、《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》等文件的出台，地方政府与城投平台的划分更加清晰，专项债发行一定程度上代替了原本城投债的作用，城投债发行、净融资放缓，社融中直接融资占比也开始回落，在 2017 年下半年到 2022 年底始终在 12-13% 之间波动，2023 年以来进一步下行至 12% 以下。

其三是政府融资的占比逐步提升。 存量口径下，社融中占比第二高的是政府债券融资，在 2018 年和 2019 年人民银行分别将地方专项债和地方一般债、国债纳入社融指标后，作为实体经济的重要参与部分，政府部门通过信用扩张对经济发展的支持力度逐步上升，2017 年地方政府专项债相关管理办法出台后，新增专项债年度限额明显提升，当前规模较 2017 年的 8000 亿元发行规模增加四倍以上，2022 年至 2024 年分别在 3.65 万亿元、3.8 万亿元和 3.9 万亿元；与此同时与国债发行对应的中央财政赤字也明显提高，2022 年至 2024 年分别在 2.65 万亿元、3.16 万亿元和 3.34 万亿元，中央财政扩张也成为政府融资占比提升的主要原因。此外，特别国债也是重要增量，2020 年发行了 1 万亿元抗疫特别国债，2023 年增发了 1 万亿元国债，2024 年计划发行 1 万亿元超长期特别国债，三次国债增发或特别国债发行都形成了相应规模的政府融资。综上，政府债在社融存量占比中呈不断上升的趋势，政府融资占比从 2017 年初的 12% 上升了 6 个百分点至 18% 以上。

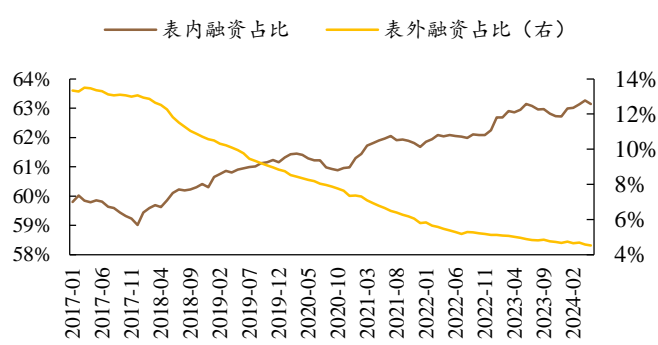
其四，表内融资与表外融资结构变化的背后是监管政策的变化。 表外融资曾在一段时期稳定占据社融存量的 15% 左右，2017 年银监会打击表外非标、2018 年《商业银行委托贷款管理办法》发布，表外融资监管收紧，自此表外融资占比逐渐下降，表外融资存量进入逐渐下降的阶段。同时，对表外融资监管的收紧也意味着原有融资需求转回表内，这进一步扩大了表内融资与表外融资占比的差距。

图 3：社融存量结构中直接融资与间接融资占比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融存量结构中表内融资与表外融资占比



资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 社融与 M2、信贷有何区别？

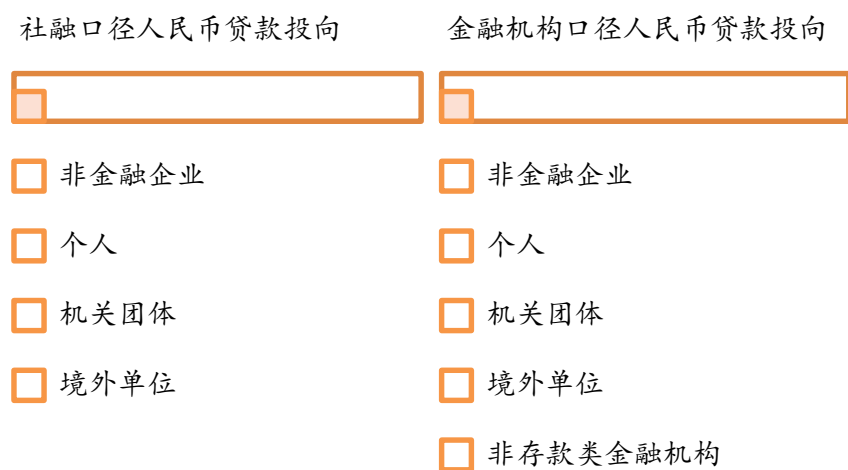
同为中介目标，社融与信贷和 M2 有何区别？

其一、社融与 M2 有何差别？ 社融与 M2 在统计范围和统计对象两个维度都有差异，在资产负债表中分列金融系统的资产端和负债端两侧。1) 从统计范围来看，社融统计所有金融机构对实体的资金支持，而 M2 只统计存款类金融机构；

2) 从统计对象来看，社融的统计对象是金融机构向实体提供的贷款、购债资金、购股资金等，也就意味着社融是金融机构的资产；M2 的统计对象是各类主体在存款类金融机构的存款，也就意味着 M2 是金融机构的负债。3) 社融与 M2 相关的核心理论依据是现代经济中贷款派生存款，市场主体获得贷款、债券融资、股票融资等资金后会再次形成存款，从而导致实体企业获得的社融资金也是存款的增量资金。但社融和 M2 也有一些组成部分并不相通，例如国债发行过程中可能引起社融与 M2 的非对称变化，社融包括国债净融资，而财政存款、超额存准和银行备付金不包含在 M2 中，因此国债发行本身是国债承销团的银行超额存准下降、国债资产增加，资金流入财政存款，这些都不会影响 M2，但社融因此增加；国债发行完成后承销团的银行若将其出售给非承销团银行，资金在银行内部流动，同样不会导致 M2 变化，也不会导致社融变化；若出售给非银机构，会导致非银存款减少，从而导致 M2 下降。

其二、社融与金融机构统计的信贷统计有何差别？社融不含对非银金融机构的信贷。根据人民银行 2014 年 3 月 5 日发布的《社会融资规模构成指标的说明》，社会融资规模指一定时期内实体经济（非金融企业和个人）从金融体系获得的资金总额，这一说明的核心在于纳入社融的贷款目标必须是“实体经济”，而相比之下，金融机构口径下人民币贷款投向包括居民、企业 and 非银行金融机构三大目标群体，虽然银行投向非银行金融机构的贷款可能经过一些渠道流向实体经济，但在社融统计中由于非银行金融机构并不属于实体经济，因此不会将非银行金融机构贷款包含在内。例如，今年 1-2 月非银行金融机构贷款新增 4294 亿，而同期社融口径与金融机构口径新增人民币贷款相差了 5500 亿。历史上看，非银行金融机构贷款增量大幅增加往往与特定时点、特定事件有关，如中央汇金公司等增持权益资产的行动等。除今年 1-2 月外，非银行金融机构贷款短时间大幅度新增还曾发生在 2015 年 7 月，也是发生在权益市场大幅波动后。

图 5：社融口径与金融机构口径贷款统计对比



资料来源：人民银行，德邦研究所绘制

2.3. 社融增速经历了三轮下行

2016 年 1 月起，央行按月公布社融存量和存量同比增速，此后对社融指标的统计范围进行了适度的扩围，每次扩围的时间点，均伴随着社融存量同比有一定下行压力的阶段。

值得注意的是，存量同比数据在 2017 年前可能相对不可比，在 2018 年资产支持证券、贷款核销、地方专项债纳入社融和 2019 年地方一般债、国债纳入社融两次口径调整后，央行公布的可比口径社融存量同比增速上溯到 2017 年 1 月，因此以当前口径看社融增速，仅 2017 年 1 月以后的数据有可比意义，虽然央行官网也保留了 2017 年以前的社融增速，但口径与如今并不相同，不可直接对比。

图 6：2019 年上一次社融口径调整时央行公布的调整后社融历史增速最早可追溯到 2017 年 1 月

表 2：2017 年以来各月完善后的社会融资规模增速数据
Chart 2: the Adjusted Growth Rate of AFRE (Stock) for Months since 2017

单位：%
Unit: %

月份 Month	社会融资规模存量余额 AFRE(stock)	其中 of which									
		人民币贷款 RMB loans	外币贷款 (折合人民币) Foreign currency-denominated loans (RMB equivalent)	委托贷款 Entrusted loans	信托贷款 Trust loans	未贴现银行承兑汇票 Undiscounted bankers' acceptances	企业债券 Net financing of corporate bonds	政府债券 Government bonds	非金融企业股票融资 Equity financing on the domestic stock market by non-financial enterprises	存款类金融机构资产支持证券 Asset-backed securities of depository financial institutions	贷款核销 Loans written off
2017.01	16.4	12.8	-9.0	20.3	19.7	-24.6	19.9	45.9	26.2	5.5	125.3
2017.02	16.4	12.9	-5.5	19.6	20.9	-22.7	17.1	45.7	25.2	4.8	124.2
2017.03	15.7	12.6	-2.9	19.7	24.9	-18.7	12.7	40.6	25.4	5.5	110.2
2017.04	15.5	13.1	-1.5	17.9	26.9	-13.8	10.7	34.7	24.6	10.5	107.4
2017.05	15.5	13.2	-2.2	16.1	29.8	-7.4	9.2	32.9	22.8	17.9	102.8
2017.06	14.9	13.1	-3.0	14.4	32.3	-2.3	7.7	27.9	21.0	16.8	85.0
2017.07	15.5	13.5	-3.3	12.9	33.5	4.9	8.1	29.6	19.3	23.0	84.0
2017.08	15.1	13.8	-7.2	11.5	34.3	6.5	6.8	26.4	18.1	32.1	81.6
2017.09	14.9	13.5	-5.7	10.8	35.9	14.8	5.6	25.3	16.1	27.1	74.1
2017.10	15.0	13.5	-5.8	10.2	36.4	20.6	5.1	25.4	14.8	42.9	74.1
2017.11	14.5	13.7	-6.2	8.7	35.1	16.8	2.8	24.5	15.4	38.2	70.3
2017.12	14.1	13.2	-5.8	5.9	35.9	13.7	3.9	24.7	15.2	40.5	61.4

资料来源：人民银行网站，德邦研究所

具体来看，社融存量同比增速经历了以下几个阶段：

第一轮下行：2017-2018 年，社融存量同比从 2017 年 1 月的 16.4% 最低下降至 2018 年 12 月的 10.3%；

企稳：2019 年，社融存量同比多数时间在 10%-11% 之间波动；

回升：2020 年，社融存量同比从 2020 年 1 月的 10.7% 最高上升至 2020 年 10 月的 13.7%；

第二轮下行：2021 年 Q1-Q3，社融存量同比从 2021 年 1 月的 13% 最低下降至 2021 年 9 月的 10%；

企稳：2021 年 Q4-2022Q3，社融存量同比在 10%-11% 之间波动；

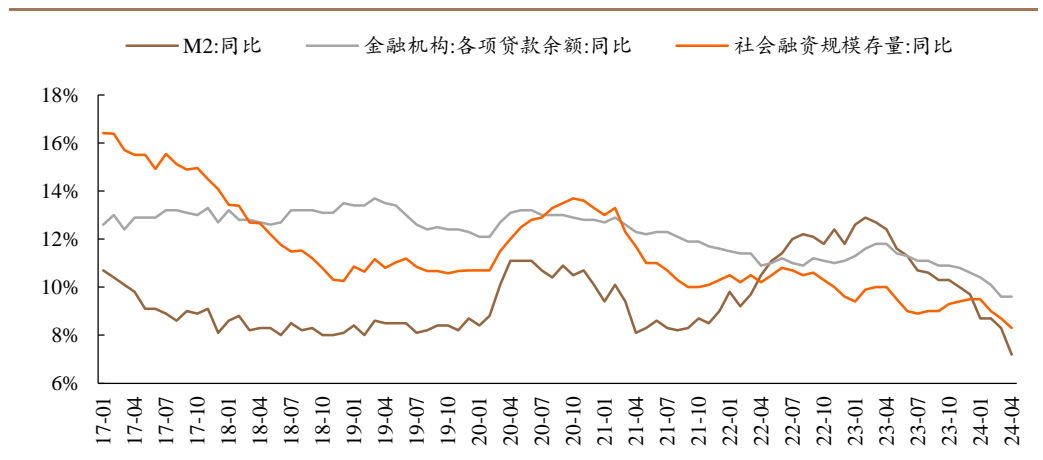
第三轮下行：2022Q4 至今，社融存量同比从 2022 年 10 月的 10.3% 最低下降至 2024 年 4 月的 8.3%。

第一轮下行：2017 年金融去杠杆大幕拉开，银监会大力推进对影子银行、通道业务的穿透监管，社融中表外融资增量占比快速下降至转负，存量占比持续降低，构成社融增速第一轮下行的主要原因。2017 年一季度起，表外理财被纳入 MPA 考核，3 月起，银监会连续印发包括《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》、《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》、《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》、《银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》等文件，一系列监管收紧抑制了表外资产快速扩张的惯性，表外融资逐步收缩至负增长，社融增

速随之开启了第一轮下行。

第二轮下行：2020年8月“三道红线”约束地产信用扩张，地产行业信用扩张脚步放缓带动第二轮社融增速下行。2020年出现疫情扰动，政府工作报告未对GDP增速设定数量目标，2021年恢复设定数量目标为6%，较2019年的6%-6.5%的目标略有下调；且2020年疫情扰动下为呵护市场主体，政府工作报告对社融的目标描述为“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，而2021年政府工作报告中对社融增速目标采取“与名义经济增速基本匹配”的表述，从政府预期目标角度看2021年社融增速或也能够容忍一定的下降空间。影响2021年社融增速下行的主要原因或来自地产信用的收紧，2020年8月“三道红线”出台，自2021年开始实施，2021年全年房地产开发贷共投放23.3万亿，较2020年的26.7万亿下降了12.7%，有统计以来单年降幅首次超过10个百分点，地产行业信用扩张放缓成为这一轮社融增速下行的主要原因。

图7：社融、信贷和M2增速走势



资料来源：Wind，德邦研究所

第三轮下行：经济增长中枢下行的产物。2022Q4至今，社融存量同比从2022年10月的10.3%最低下降至2024年4月的8.3%。对于本轮社融增速的下行，不宜简单理解为经济增长动能的下降，实际上背后很重要的因素是金融资源并不类似固定资产，有着持续稳定增长的天然需要，金融资源是一种不断有增量、也不断有存量到期收回的具有期限属性的资源，伴随着我国实体经济获得金融资源总量达到较高水平，存量的增长意味着在现有总量的基础上实现同比增长所需的增量资源投入大幅增加，要在满足到期的存量资源补充的基础上再增加增量的投放，而这并不符合实体经济对金融资源的需求特征。简单来看，在经济粗放式增长阶段，实体经济规模快速扩大，对金融资源的需求也相应快速增加，而随着经济增长由粗放式转入高质量发展，实体对金融资源的需求也将适应实体规模增长的放缓，在5%和6.5%的经济增速目标下维持相同的10%以上社融存量同比增速显然是不合理的，容易造成金融空转，金融资源冗余也可能导致僵尸企业难以出清。因此，社融中枢下行是经济增长中枢下降的衍生现象。

2024年以来，社融存量同比加速下降，主要原因是人民币贷款和政府债券融资这两大增量占比最大的分项新增较少，政府债券融资较少或是受到专项债项目审批较慢的影响，而新增人民币贷款相对往年较少原因是多方面的，既有经济“去地产化”背景下地产部门信用收缩和居民购房意愿持续较低、房贷增量较少的因素；又有总需求相对较弱，部分行业产能相对饱和，企业投资扩张意愿不高的因

素；盘活存量金融资源也会对增量产生影响，现存的低效资源转为高效运用也能够满足部分融资需求。

此外，存量不断上升后，增速下滑也是合理现象，央行行长潘功胜在 2024 年陆家嘴论坛开幕式上发言表示，目前我国社会融资规模存量超过 390 万亿元，M2 余额超过 300 万亿元，宏观金融总量规模已经很大。金融总量增速有所下降也是自然的，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的。

表 1：历年政府工作报告目标一览

年份	政府工作报告目标				
	GDP	CPI	赤字率	M2	社融
2024	5.00%	3.00%	3.00%		
2023	5.00%	3.00%	3.80%		
2022	5.50%	3.00%	2.80%		
2021	6.00%	3.00%	3.20%		
2020		3.50%	3.60%		
2019	6-6.5%	3.00%	2.80%		
2018	6.50%	3.00%	2.60%		
2017	6.50%	3.00%	3.00%	12.00%	12.00%
2016	6.5-7%	3.00%	3.00%	13.00%	13.00%
2015	7.00%	3.00%	2.30%	12.00%	

资料来源：中国政府网，德邦研究所

2.4. 社融口径的调整体现了“时代性”

社融口径的调整体现了“时代性”。历史上三次主要的社融口径调整分别是 2018 年 7 月纳入资产支持证券和贷款核销、2018 年 9 月纳入地方政府专项债和 2019 年 12 月纳入地方政府一般债和国债，每一轮社融口径的调整都体现了一定的“时代性”。

第一次口径调整：2018 年 6 月社融存量同比下降至 11.8%，此前 2016-2017 连续两年政府工作报告对社融增速提出数量目标，分别为 13% 和 12%，2018 年未明确社融增速的数量目标，仅做定性表述“合理增长”，但考虑彼时中美贸易摩擦（两会时并未发生贸易摩擦）、棚改货币化降温和金融去杠杆的影响下，经济下行压力加大，在更大的下行压力下社融增速低于前期目标，意味着表观需求的相对较弱，央行首次调整了指标口径，将资产支持证券和贷款核销纳入考虑范畴，前者考虑了信贷出表对实体的支持，后者将贷款核销纳入范围则是进一步提升了信贷数据的真实性，但考虑这两项的规模有限，对维稳社融的影响相对有限。

第二次口径调整：随即，2018 年 10 月 17 日，中国人民银行公布，自 2018 年 9 月份起将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计，央行开始第二次调整社融指标，可以看到在彼时的宏观背景下，外贸面临贸易摩擦带来的扰动，地产进入后棚改货币化时代，居民与企业的信用扩张需求和预期边际走弱，宏观政策发挥逆周期调节作用，财政政策是重要抓手，政府部门的信用扩张也是对实体经济的重要支持，前统计局副局长许宪春也从三方面做出了解读：

其一是地方政府专项债券的用途是有现金流的公益性建设项目（收费公路、轨道交通、棚改等），大多为金融机构持有，反映了金融对经济建设的资金支持。

其二是 2018 年 8 月份以来，地方政府专项债券发行进度加快，对银行贷款、企业债券等的接替效应增强，是在银行贷款、企业债券之外对实体经济提供的融资支持，将其纳入社会融资规模统计，更能全面反映金融对实体经济的资金支持。

其三是将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计符合国际“广义信用”统计理念。2008 年国际金融危机后，为适应系统性金融风险测度和宏观审慎管理需求，国际货币基金组织（IMF）建立了“广义信用”统计框架。IMF 的“广义信用”统计框架比较宽泛且具有灵活性，融资方包括中央和地方政府、非金融性公司、住户和为住户服务的非营利机构、非居民部门。IMF 同时建议各国根据实际需要制定相应的统计指标。国际清算银行（BIS）和欧洲中央银行（ECB）均开展了与“广义信用”相对应的统计。我国的社会融资规模是在国际“广义信用”理念下建立起来的。

2018 年底，全国人大发布《关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定》，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元。新增专项债的提前下达使得 2019 年开年后专项债发行提速，进而也扭转了社融颓势，2019 年 1 月社融存量同比达到 10.9%，较 2018 年 12 月的 10.3% 显著回升。

第三次口径调整：2019 年 12 月，央行宣布将国债和地方政府一般债纳入社融统计口径。2020 年 1 月 16 日，时任央行调查统计司司长阮健弘在新闻发布会上表示“从国际经验、统计实践和指标稳定性等方面看，将政府债券全部纳入社会融资规模的条件已经成熟……货币政策和财政政策作为宏观经济调控的两个重要抓手，出于协调配合的需要，客观上需要一个能够综合反映货币政策和财政政策影响的总量性信用指标。发行政府债券是财政政策的重要组成部分。将政府债券纳入社会融资规模统计后，社会融资规模可以更好地支持货币政策和财政政策的协调”。可以看到，社融口径的拓宽是更好的反映宏观政策对实体经济的综合支持，也可以更好的反映财政货币政策互相配合的效果。

这也意味着货币政策与财政政策的配合变得更加重要。政府债券融资是财政行为，地方专项债年度新增额度由每年两会政府工作报告制定，每年国债净融资额和地方一般债净融资额与中央和地方财政赤字基本相符，背后主要是财政部门的决策，央行对政府债券融资更多是扮演配合的角色，通过公开市场操作、降准等方式平抑政府债券融资对流动性环境的影响，也通过降息等间接影响政府债券融资成本。将政府债券融资纳入社融也就意味着对货币政策配合财政政策的要求更高，央行在货币政策决策过程中要兼顾到财政政策层面，尽管货币政策的独立性可能有所降低，但在科学合理的政策协调机制下，财政与货币政策的配合或能够更有效地发挥宏观经济调控的作用，这也是今年以来宏观政策多次强调协同发力的要义所在。

2.5. 未来社融扩大口径关注直接融资

考虑社融指标的时代性，若对社融指标口径进行调整，我们认为应纳入更多直接融资渠道。近年来，我国金融市场快速发展完善，直接融资的可得性大幅提升，目前社融对直接融资的统计仅包含企业债券融资和股票融资，未包含一级市场融资，实际上上市公司仅占我国企业很小的一部分，大多数的非上市企业中，不少优秀企业、初创企业等也能够从一级市场获得融资，一级市场投资机构也属

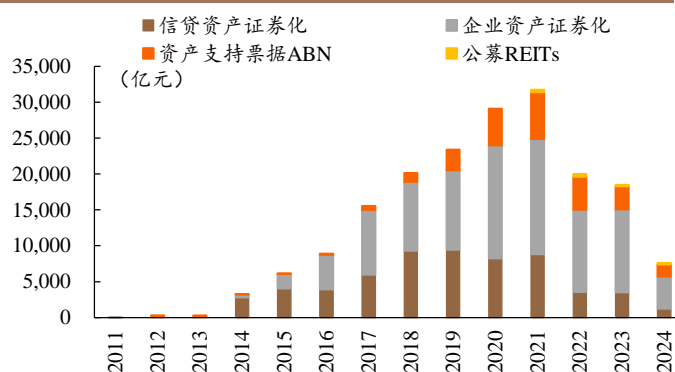
于金融机构的一种，资金通过一级市场投资机构投资行为流向实体企业，也符合社融“实体经济从金融机构获得的资金支持”的概念，因此将一级市场融资额也纳入到社会融资规模统计中或能够更有效地反映实体经济融资需求。

近年来，从国家到地方政府层面设立了诸多政府引导基金，政府引导基金为产业政策支持的方向提供了有力支持，又能够实现政府投资对民间投资的拉动形成杠杆效应，增加对实体经济的支持力度。由此，实体企业从政府引导基金获得的融资额度也适合纳入到社融统计口径中。

做好五篇大文章也需要股权融资等直接融资渠道的发展。6月28日，人民银行等七部门联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，成为五篇大文章的首个工作方案式政策文件，其中提到“深入推进区域性股权市场创新试点，丰富创业投资基金资金来源和退出渠道。打造科技金融生态圈，鼓励各地组建科技金融联盟，支持各类金融机构、科技中介服务组织等交流合作，为科技型企业提供‘天使投资—创业投资—私募股权投资—银行贷款—资本市场融资’的多元化接力式金融服务”，相比于二级市场融资和间接融资，一级市场股权融资对于初创企业重要性更大、可得性更高，在初创企业诞生与发展早期一级市场股权融资能够确保企业较高研发支出等的需要，投贷联动也需要一级市场的参与，发展一级市场对于支持新质生产力发展、新兴产业建设不可或缺。

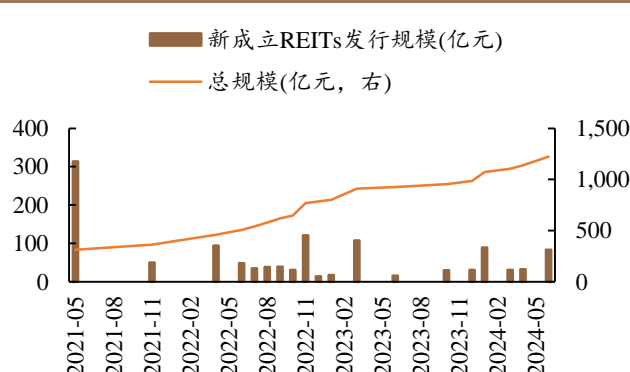
部分新式融资工具或将对盘活存量金融资源、改善社融存量结构、优化新增社融投向起到重要作用。近年来，各级政府积极支持部分新式融资工具发展，如PPP模式、REITs、资产证券化等，这些新式融资工具和渠道也能够促成金融机构向实体提供资金，也符合社融的概念，因此2018年7月人民银行将存款类金融机构资产支持证券纳入社融统计，从发行规模来看，近年资产支持证券对社融增量的影响不算大，但在盘活存量金融资产的目标下，资产支持证券发展空间或将得到扩展，未来可能成为社融更重要的组成部分；在防范化解金融风险问题上，AMC发挥了重要作用，AMC通过收购存量不良资产，也能够帮助金融机构摆脱不良资产的拖累、促进金融机构对实体经济更有效地供给金融资源。未来社融统计口径中，新式融资工具可能进一步扩围。

图 8：各类 ABS 发行规模统计



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：REITs 发行规模统计



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 社融的新特征：“两降两升”

当前中国经济正处于结构调整阶段，经济增长的新动能不断培养形成，旧动能不断改革优化，经济增长动能的切换意味着金融资源的配置也需要相应的调整，近年来社融指标也出现了一些新的特征。

社融的新特征主要体现为增量结构层面地产和城投占用的金融资源比例下降，财政和以五篇大文章为代表的新动能相关领域占用的金融资源上升这“两降两升”。

3.1. 一降：“去地产化”

伴随着宏观政策对经济结构调整的引导和对地产信用过度扩张的限制，地产行业信用扩张能力大幅收缩。过去二十年，地产为我国经济创造了大量需求。在涨价预期的推动下，中国房地产在 21 世纪的前 20 年通过拉动增长、吸纳就业、创造财富、推动消费、财政开源、信用扩张等对经济增长的拉动作用较强，尤其是信用扩张层面，城镇化和地产开发成为过去二十年金融资源的重要投向。

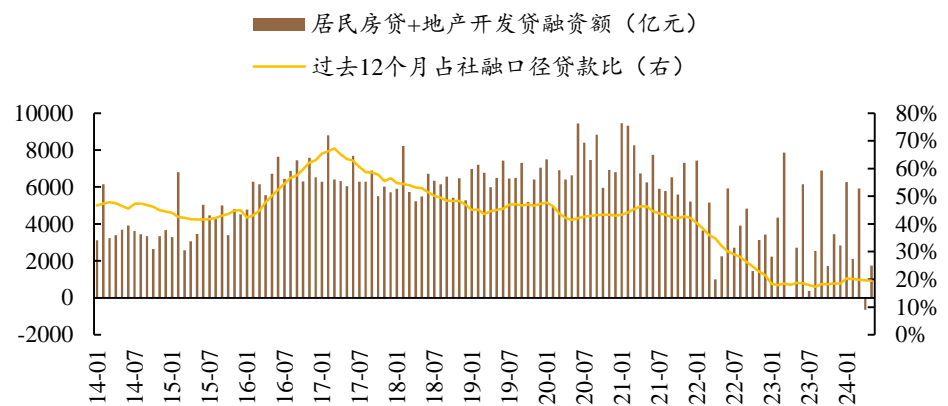
我国房地产市场发展正处于历史转折期。在人口结构变化、土地制度改革和城镇化发展等因素的共同作用下，我国房地产将逐步进入需求引领、存量优化、增量分化、布局调整的新阶段。在人口结构方面，我国于 2021 年实现总人口达峰，人口自然增长率转负，未来在总和生育率较低的情况下，随着育龄妇女人数的逐步减少，出生人口将逐步下降；我国已逐步进入老龄化社会，2023 年末全国 65 周岁及以上老年人口 21676 万人，占总人口的 15.4%，未来老龄化水平将进一步加深；近年来随着户均家庭规模减少和单身率的上升一定程度上也带动了单身公寓等地产需求的增加。在土地制度方面，我国房地产市场经历了 20 多年的快速发展，从“跑马圈地”新增扩展向“以旧换新”的存量替代转型，与之匹配的土地和国有城市规划也相应调整，2017 年《全国国土规划纲要（2016—2030 年）》公布后显示出未来增量土地规模逐步下降，更加关注存量更新置换与优化。在城镇化发展方面，我国城市发展也进入新型城镇化阶段，一方面大中小城市和小城镇协调发展，带动城镇化率进一步提升，另一方面未来京津冀、长三角、粤港澳等城市群发展有望提速，重点城市群和都市圈吸纳人口的趋势将会进一步凸显。

地产市场供需格局已经发生重大变化，“去地产化”决定了地产进入下行周期。2016 年 12 月中央经济工作会议和 2019 年 7 月政治局会议，总书记先后提出“房住不炒”和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，地产政策不再是维稳经济的决定性变量。2023 年 7 月政治局会议提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，2024 年 4 月政治局会议要求“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展”。长期来看，房地产市场的供需格局已经发生根本性变化，未来房地产市场的核心是满足人民群众住有所居的需求，而不是作为短期经济刺激的工具，政策重心在于逐步建立“市场+保障”的住房供应体系，推动房地产市场平稳发展。综合来看，不论是人口、土地改革、城镇化等中长期逻辑，还是从政策角度来看，“去地产化”决定了我国房地产周期进入了下行阶段。

2020 年的“三道红线”成为地产信用扩张能力的重要转折点，在库存、房价等压力下，政策部门积极引导地产供给侧改革，压降地产行业风险取得明显效果，近年来，地产相关贷款占社融增量的比重快速下降，地产信用扩张能力的收缩是新时代社融变化的一个重要因素。

“去地产化”在社融层面表现为地产相关行业信贷占比下降。贷款投放中，居民房贷与地产开发贷与地产行业密切相关，二者合计滚动12个月增量占社融口径贷款比例在2015-2016年大幅上升至60%以上，2017-2018年该比例第一轮下行至45%左右，2021年下半年起第二轮下行，2023年以来基本稳定在20%左右。地产相关贷款增量同比也快速下降，在第二轮下行期间部分房企出现流动性风险，监管部门陆续出台一些呵护性政策，如金融支持地产16条、民营房企债券融资“第二支箭”、一视同仁满足各种所有制房企合理融资需求等，但本质上或是为了稳地产融资，防范地产行业风险，并非扭转地产投融资的趋势性变化，因此地产相关融资占比或仍难以回升。

图 10：地产相关新增贷款占社融增量比例明显下降



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 二降：“平台化债”

融资平台债务扩张曾是社融增长的重要驱动。亚洲金融危机和08年全球金融危机两次危机促使我国财政政策积极发力，房改后地方政府通过融资平台举债经营土地，促成了我国城投公司的快速发展和债务规模的快速扩大。2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》正式赋予了地方政府发行债券的权利，发行地方政府债成为有明确规定的地方政府融资通道，由此开启了2014-2016年地方政府债+城投债占社融增量比例的大幅提升。

化债背景下城投债务收缩是社融的另一个新特征。2019年《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》提出积极鼓励金融机构为专项债项目提供配套融资支持，从此专项债项目可以额外吸引社会融资；还提出允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，二者均提升了专项债的杠杆撬动作用，自此专项债成为地方政府投资的主要融资渠道。2023年7月政治局会议提出“一揽子化债方案”，对隐性债务的约束加强，城投债净融资额快速下降，借新还旧比例大幅上升，城投债务开始收缩，这构成了新时代社融变化的另一个主要因素。

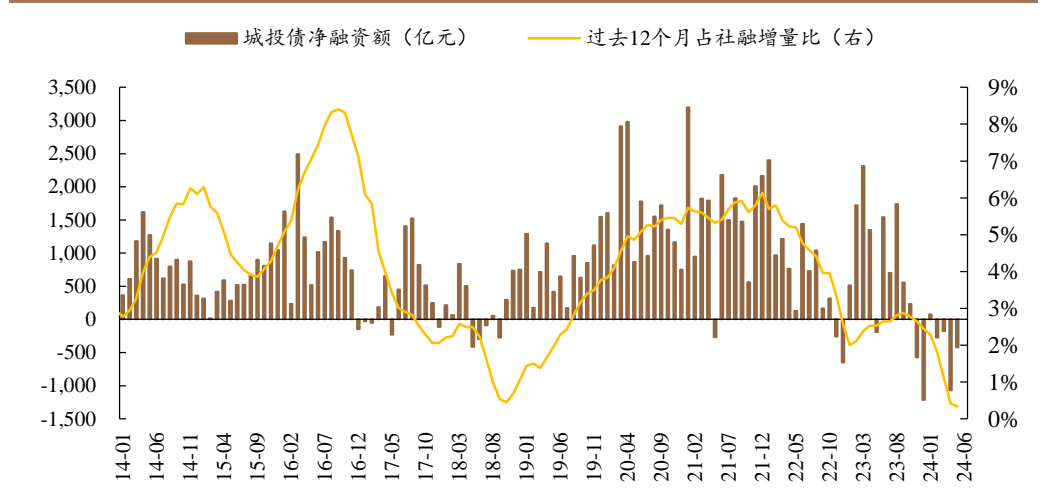
在2014和2015年两轮城投债发行高峰后，2017年5月财政部发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，提出“融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务”，2017年10月总书记在全国金融工作会议上讲话指出“严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”，城投债发行来到第一次“寒冬”，过去12个月融资额在社融增量中的占比也大幅下滑至2018年10月的接近0%。

2018年，稳增长压力上升，基建成为稳增长的重要抓手，2018年7月23日国常会上李克强总理提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，自此城投发债迎来了第二次“暖春”，2018-2021年城投债发行规模持续较大，过去12个月城投债发行额占社融增量比例也最高回升至2021年12月的6%以上。这期间城投债发行规模也有波动，例如2021年2月国资委发布的《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》提出“严控缺乏交易实质的变相融资行为”，严格限制融资用途，城投债发行阶段性收缩，净融资额一度降至负数。

2022年在疫情扰动下政策积极支持政府投资项目建设，2022年1月的《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》提出允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转，城投债净融资再次回到2021年高位水平。

2023年7月，政治局会议提出“制定一揽子化债方案”，下半年多地发行特殊再融资债化解隐债，城投债也相对受益，进入了风险化解阶段，自2023年11月城投债净融资额转负以来，仅2024年1月有小幅正融资，其余时间均持续负融资。地方债务风险化解是当前金融工作中防风险的关键一环，叠加经济高质量发展的结构转型要求，部分债务压力较大省份也出现了一定程度上的“上收事权”和项目暂停，预计城投债务收缩将是持续的趋势，一方面部分城投转型成为市场化经营的国企，另一部分则偏公益性的支出则纳入政府支出责任，前者可以通过信贷、债券、股权融资等方式融资，后者则依赖财政资金支持。

图 11：城投债净融资额占社融增量比例的“潮起潮落”



资料来源：Wind，德邦研究所

3.3. 一升：政府融资

财政政策力度增加，政府债券融资持续支撑社融增量。2023年下半年以来，伴随着去年增发国债和今年开始连续发行特别国债等，过去12个月政府债券融资在社融增量中的占比突破25%，或将带动存量占比继续上升。经济结构转型、经济安全能力建设等都离不开财政的支持，从今年起连续几年发行特别国债，近年来地方专项债额度也保持增加，房地产“保障+市场”的新发展模式也意味着土地财政难以继续成为地方财政收入的主要支撑，在数据要素、股权财政等新的财政收入渠道稳定贡献前，预计未来几年政府债券融资将持续作为社融增量的重要组

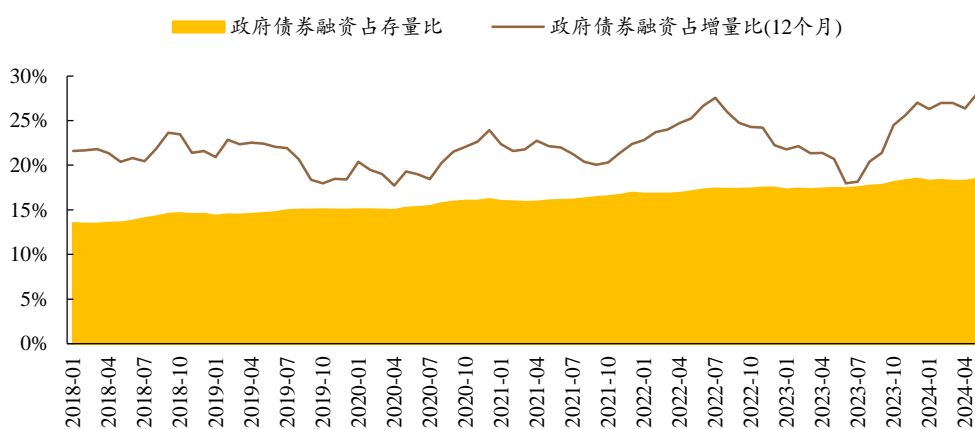
成部分。

2024 年赤字率的安排为 3%，赤字规模目标为 4.06 万亿，这两项数据隐含的名义 GDP 增速达到了 7.4%，与 2023 年保持一致，与过去相比也仅低于 2021 年，可见财政政策基调是足够积极发力的，且将连续几年发行的特别国债不计入赤字率和赤字规模，实际上广义赤字规模更大，以广义赤字衡量的财政政策力度更大，这也符合 1.1 部分讨论中我们提到的 2020 年、2023 年和 2024 年起连续增发国债或发行特别国债导致政府融资支撑社融增长的逻辑。

财政发力、货币配合，筑牢国家安全，“两重”对政府融资需求增加。今年开始连续几年发行超长期特别国债，一个重要目标就是支持“两重”（国家重大战略实施、重点领域安全能力建设）发展，货币政策通过调节货币投放、调整政策利率、丰富货币政策工具箱等方式支持特别国债发行也是对补强经济安全的支持，在百年未有之大变局下，经济安全、国防安全、重大基础设施等或都将成为财政的重点投入方向，兼顾发展与安全需要政府部门更大力度投入，政府融资需求或持续较高。

社融存量中政府债券融资占比不断提升。自 2018 年地方专项债纳入社融、2019 年国债、地方一般债纳入社融后，以连续 12 个月衡量的社融增量中政府债券融资的占比多数时期在 15%-25% 的区间运行，持续高于社融存量中政府债券融资占比，由此带动政府债券融资在社融存量中占比不断上升。

图 12：社融增量中政府债券融资占比持续高于存量占比，带动存量占比持续上升



资料来源：Wind，德邦研究所

3.4. 二升：五篇大文章

当前，产业政策强调“先立后破”，一方面在“去地产化”背景下积极稳定房地产市场，另一方面也在布局“五篇大文章”。上半年地产放松政策持续加码扩围，通过优化调整首付比、房贷利率等降低居民购房负担，释放购房潜力，设立保障性住房再贷款支持各地探索商品房库存“收储”建设保障房模式，支持构建市场+保障的住房供应体系。2023 年中央金融工作会议积极定调五篇大文章，近年来人民银行在这些领域出台了一系列具有“精准滴灌”特征的结构性货币政策工具，得益于结构性货币政策工具“精准滴灌”的特征，在支持经济结构转型的同时又能够避免金融资源低效运用，有助于提升信贷对特定行业发展的提振效果，因此从社融角度来看，“五篇大文章”相关占比也相应增多。

围绕五篇大文章，央行设计了多种结构性货币政策工具加以支持，具体表现在以下方面：

首先，科技金融主要有结构性货币政策工具、信用信息平台、特色贷款产品等支持工具。央行层面，于 2022 年分别创设科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款，2024 年 4 月新设科技创新和技术改造再贷款，实施方式上类似前二者的“整合版”，6 月央行发文表示遴选了首批近 7000 家符合条件的企业，首笔科技创新贷款近日已发放，正在组织开展第二批 32 万余家科技型企业创新积分评价，或旨在加快科技创新和技术改造再贷款投放；同月央行联合其他六部门印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，主要围绕培育支持科技创新的金融市场生态展开，在科技型企业债权融资、股权融资、金融机构产品设计、信息共享等方面都进行优化和支持。

支持科技发展、探索投贷联动可行性，“主银行”模式可能是解法。考虑到科技创新型企业或相关项目具有“轻资产、高投入、高风险、高回报”的特征，与传统银行信贷业务“资产担保、稳定收入、保本付息”的偏好并不一致，科创型企业或项目较难获得贷款支持，即便获得贷款后也容易因各种信息扰动、风险因素而出现停贷、抽贷现象而打乱企业研发、发展节奏。对于这一点，目前部分地区在探索投贷联动的可行性，3 月 7 日，全国政协经济委员会副主任易纲表示，建议资本实力强的大型银行选择一两家省分行在表内试点以投贷联动方式投资硬科技初创企业，并在监管和考核方面给予灵活性。在未来，投贷联动或可参考日本的“主银行”（メインバンク）模式对科创企业或项目提供稳定支持。

2023 年 7 月发改委与 7 家银行建立投贷联动试点合作机制，通过金融机构层面贷款与投资信息互通、联动式支持重点支持对象，预计也将是科技金融、数字金融大有可为的方向。当前投贷联动仍处于试点阶段，安徽在 2023 年创设“共同成长计划”这一全新信贷模式，提出以优先权为基础的“跨周期”动态平衡银企收益风险的解决方案，银企双方自愿平等协商签署“贷款合同+中长期战略合作协议/承诺函”，签约企业可在更长期限、更高额度内获得稳定信贷支持，签约银行享有股权投资、结算服务、债券承销等优先权。从形式上看，这一模式类似日本的“主银行”模式，初创企业或部分细分领域的重点企业与一家或多家银行形成“主银行”合作关系，优先从主银行获得金融资源，主银行则能够优先获得该企业的金融服务订单，通过互惠互利的合作关系支持企业成长。

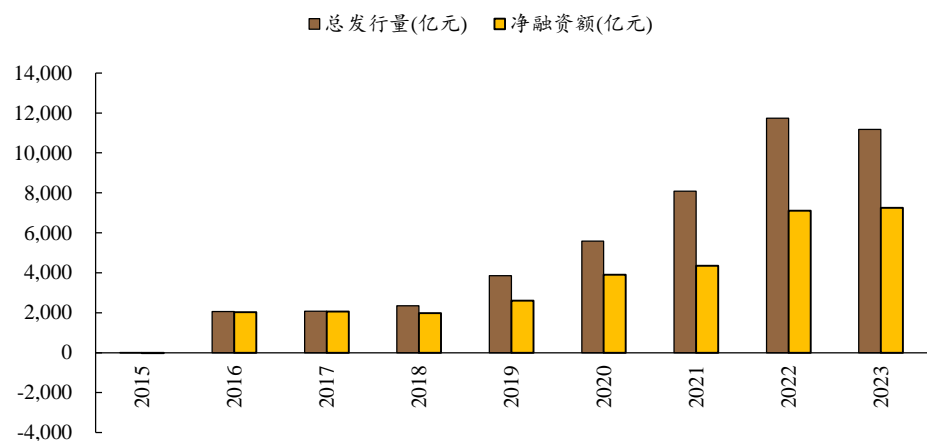
“主银行”模式的确定方式、组成部分、工作流程等细节并没有固定的定义，日本政府也从未给出明确的要求和规定。日本经济学家青木昌彦在《日本主银行体制》一书中将其解释为“包括工商企业、各类银行、其他金融机构和管理当局间一系列非正式的惯例、制度安排和行为在内的‘公司融资和治理体系’”，具体地，主银行制可以理解成银行与企业之间的一种惯例关系，站在企业的角度，在其经营中最大的融资对象就是它的主银行，经营出现危机时企业可以接受主银行的援助，也可能被主银行接管、控制，站在银行的角度，需要优先将贷款提供给为其提供主银行服务的对象企业，同时由于对象企业出现重大危机时必须由主银行出手救援，主银行需要对对象企业进行有效的监督。这种亲密又暗含对立的合作关系非常依赖于合作双方的熟悉、信赖程度，因此在主银行制的发展中日本企业与银行达成了互相持股，董事会互派成员，甚至是展开高于双方董事会的更高级别的高层会议的合作形式。

投贷联动模式未来或可参考主银行模式，优化为标准的合作模式，既支持企业发展又保障银行权益。在投贷联动模式下，金融资源的投放与承接将更有效率，社融对经济增长的表征意义也将更明确。

其次，绿色金融主要有结构性货币政策工具、融资机制便利化等支持工具。2021年央行分别创设碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，通过给金融机构提供低成本再贷款鼓励金融机构向符合绿色、环保要求的企业或项目投放贷款。融资机制便利化主要体现是绿色债券，中国的绿色债券制度设计开始于2015年，国务院发布《生态文明体制改革总体方案》首次提出建立绿色金融体系，研究银行和企业发行绿色债券，2015年末随着央行发布《绿色债券支持项目目录（2015）年版》，我国的绿色债券市场开始发展，2019年起我国绿色债券发展加速，2020年我国提出双碳目标，进一步推动绿色债券快速发展，绿色债券年度发行规模从2018年的2340亿快速上升至2022和2023年的超过1.1万亿。

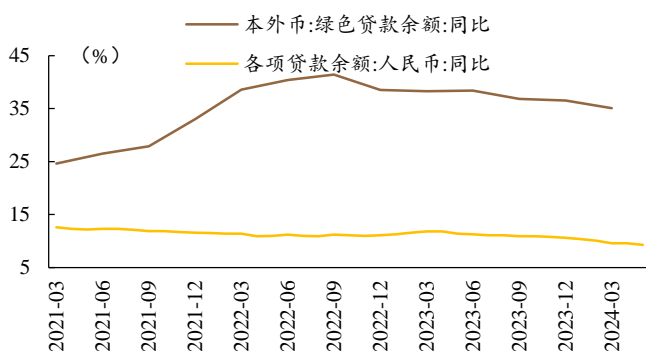
此外，绿色贷款近年来也发展迅速，增速持续高于整体贷款，在整体贷款中的占比也不断提升。这背后也有央行通过MPA考核体系进行引导的因素。2017年央行将绿色金融纳入MPA“信贷政策执行情况”，2018年央行发布《银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价方案（试行）》，2021年更新为《银行业金融机构绿色金融评价方案》，金融监管总局也有《绿色信贷指引》、《银行业保险业绿色金融指引》，共同推动在金融机构考核评级中提高绿色金融业务的重要性。

图 13：绿色债券发行与净融资额逐步增多



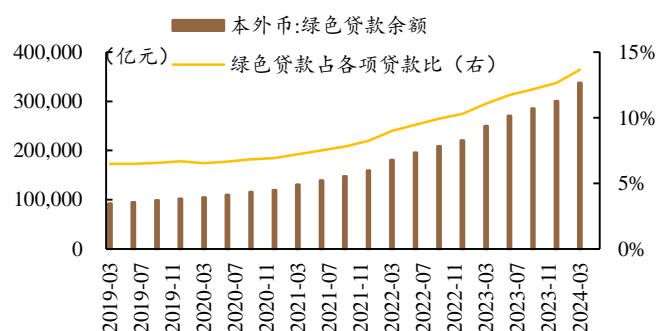
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：绿色信贷增速明显高于贷款整体增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：绿色信贷规模持续扩大，占比持续上升



资料来源：Wind，德邦研究所

第三，普惠金融主要有结构性货币政策工具、特色贷款产品、数字化金融产品、扩大金融服务覆盖范围等支持工具。普惠金融的发展起步更早，早在 2013 年党的十八届三中全会提出“发展普惠金融”，而央行结构性货币政策工具中的支农再贷款更是创设于 1999 年，普惠金融是结构性货币政策工具的重点方向，除支农再贷款外，2014 年创设的支小再贷款、2008 年开始发挥结构性功能、重点用于支持扩大涉农、小微和民营企业融资的再贴现、2021 年创设的普惠小微贷款支持工具、2022 年创设的普惠小微贷款减息支持工具等形成多重支持。此外，支持金融机构扩大金融服务覆盖面、扩大普惠金融支持领域、推广数字化普惠金融产品等也都是我国支持普惠金融发展的重要方向。

第四，养老金融主要有结构性货币政策工具、特色贷款产品、养老金融产品等支持工具。2022 年，央行创设普惠养老专项再贷款，对金融机构投向公益型、普惠型养老机构运营、居家社区养老体系建设、纳入目录的老年产品制造等领域的贷款提供低成本再贷款。养老金融主要包含养老金金融、养老产业金融和涉老金融服务等领域，其中，养老产业金融对社融增量有明确贡献，养老产业普遍投资金额大、回收周期长，较为需要金融手段的支持。养老产业金融在我国的发展还处于较为早期的阶段，相关标准、制度体系尚不完善，近年来主要以银行类金融机构主动探索为主。建设银行 2023 年业绩发布会上副行长表示，将加大对适老用品制造、智慧养老服务、康养旅居等领域优质企业信贷投放的力度，综合运用债权、股权、REITs 等综合投融资工具，为养老产业提供“融资+融智+融技”一体化的综合服务。随着我国人口老龄化水平提升，养老产业的债权、股权融资需求或将持续扩大，这些领域有望给社融带来持续的增量驱动。

第五，数字金融并非独立社融增长方向，而是对其他四篇大文章的有效协同配合工具。随着近年来我国数字经济快速发展，数字金融的应用场景不断扩大，与实体经济的融合度不断提升。数字金融主要起到提高金融体系运转效率、提高金融体系安全性、稳定性等作用，数字金融的普及有利于提振金融机构对新动能领域的贷款投放意愿，也能够提高市场主体对金融资源的更充分运用。

3.5. 新特征有望持续

社融“两降两升”的新特征，本质上源于宏观经济的新阶段。前文讨论过，当前经济结构变化体现在社融中的主要结构性变化表现为地产、城投“两降”和政府融资、五篇大文章“两增”，其背后的宏观核心背景是推动中国经济“去地产化”、实现“制造立国”战略，在这一目标下，由于地产代表的传统需求阶段性承压，工业品需求整体表现为偏弱，而供给端为实现“制造立国”需要产能迭代、产能保全与产能储备，或将持续强于需求，从而导致阶段性的价格水平下降压力。在新动能尚未完全培育形成前，宏观经济阶段性的需求不足+价格较低的表现或将持续对实际融资需求产生影响，财政仍需持续发力，培育新动能的力度仍需持续扩大，社融“两降两升”的特征或将持续存在。

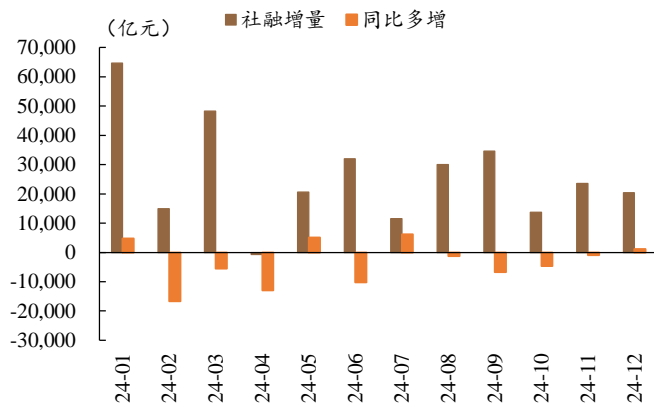
新阶段下有新特征，社融未来怎么看？今年 1-5 月，新增社融规模 14.8 万亿，在过去五年中仅高于 2021 年同期，在盘活存量、金融统计“挤水分”等影响下，金融总量指标增速中枢下移存在一定的合理性。一方面，央行有“均衡投放”的目标，1 月国新办新闻发布会上宣昌能副行长表示“央行将引导金融机构把握好节奏，稳固支持实体经济力度，预计全年信贷投放节奏将会更加均衡”；另一方面，高技术制造业等新动能行业信用扩张能力暂时难以完全对冲“去地产化”带来的

地产行业信用收缩的影响，叠加化债背景下城投信用扩张受阻，预计年内信贷社融等金融总量指标增速中枢下移。

今年新增地方专项债限额在 3.9 万亿，较去年增加 1000 亿，再叠加一万亿超长期特别国债发行，今年政府债总额并不低，在上半年地方政府债发行节奏较慢的基础上，预计下半年地方政府债融资加速，对社会融资规模存在一定支撑。贷款投放方面，二季度以来银行投放意愿偏弱，今年贷款增量或整体稍低于去年，下半年投放节奏预计将快于上半年。

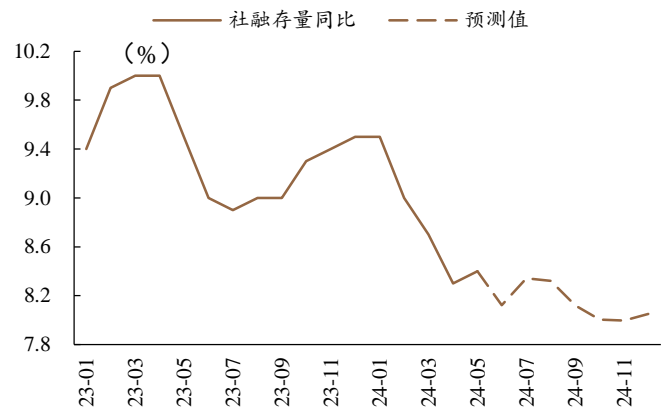
预计二到四季度末，社融存量同比分别为 8.1%、8.1%和 8.1%。

图 16：社融增量与后续预测（6 月起为预测值）



资料来源：Wind，德邦研究所测算

图 17：社融存量同比与后续预测（6 月起为预测值）



资料来源：Wind，德邦研究所测算

4. 如何理解社融的局限性？

作为一个表征宏观经济和资金供需的指标，社融也有一定的局限性，具体表现在以下方面：

其一，总量型指标难以反映经济结构转型时期的结构性变化。我们可以观察到，在 2018-2019 年和 2021-2022 年两个时间段，社融增速中枢水平接近，波动幅度也相似，但实际上在疫情和“去地产化”的作用下，2021-2022 年经济增长的结构已经较 2018-2019 年发生了比较大的变化，制造业投资显著抬升而地产投资有所下滑，侧面反映出了总量指标难以有效反映结构变化。此外，由于对结构反映的不足，导致社融走势与经济增长也出现了背离，2022 年以来，经济增长呈现出震荡回升特征，实际 GDP 季度同比震荡上行，而社融增速则处于第三轮下行中，经济增速低位回升与信用扩张收缩不相匹配，其背后原因是在于“去地产化”导致社融增速中枢下移，而“制造立国”带动制造业投资和出口持续发力稳定了宏观增长，这也是总量指标难以有效反映结构变化的证据。

此外，结构性货币政策工具是金融环境层面对经济结构转型的一个重要观察窗口，近年来，结构性货币政策工具不断增设扩容，但其在社融中无法得到明确反映。结构性货币政策工具主要是通过再贷款形式，根据商业银行发放的相关领域贷款，央行为其提供低息的再贷款，反映在社融的人民币贷款类目下。前文提

到，2023 年中央经济工作会议提出做好五篇大文章，五篇大文章是对金融工作的重点结构性方向的指引，后续或出台成体系的政策措施以支持科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融的发展，而这一点无法反映在社融指标中，也凸显出社融无法反映融资需求在行业结构上的变化这一局限性。

表 2：结构性货币政策工具情况表（截止 2024 年 3 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	1.75%	8100	6650
	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	1.75%	18000	16718
	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	1.75% (6 个月)	7400	5991
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	554
	5	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	33700
	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	5140
	7	普惠养老专项再贷款	存续	公益型、普惠型养老机构运营，居家社区养老体系建设，老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	18
	8	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
	9	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	86
	10	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	20
	11	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	206
	12	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	1567
	13	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
	14	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	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	2641
	15	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	1548
	16	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)	/	83
	17	房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5 家全国性资产管理公司	1.75%	800	209
合计							75401	

资料来源：人民银行，德邦研究所

其二，社融的局限性还体现在社融受贷款投放、政府债券融资的季节性影响，容易造成误读。从贷款投放节奏来看，我国商业银行往往在年初、半年时点投放力度较大，在随后的一两个月投放力度减小，这是商业银行贷款业务的结算特征、商业银行考核等因素决定的，这种特征不利于衡量政策的时效性，也会对社融指标起到明显的影响，往往上半年社融存量增速较高，下半年社融存量增速较低，作为衡量实体融资需求的指标，季节性扰动容易造成特定时点对社融带来扰动，进而导致出现误读。

今年 4 月社融单月出现负增长，一时成为市场关注的焦点问题，有部分市场观点认为是中国经济增长动能出现了问题，事实上 2024 年一季度实际 GDP 增速达到 5.3%，较去年四季度上升 0.1 个百分点，且高于 5% 的全年目标。此外，我们借助生产法 GDP 的方法，通过工业增加值、服务业生产指数等模拟月度 GDP 角度来看，4 至 5 月实际 GDP 增速也维持较高水平，与 4 月社融负增长不相匹

配。事实上，4月社融负增长主要原因是政府债发行较慢和化债背景下城投发债较弱所致。从分项来看，4月社融口径人民币贷款、表外票据、企业债和政府债融资都同比少增，贷款少增幅度不大，属于合理范围内的波动，表外票据同比少增较明显但表内票据同比明显多增，对表外票据起到了一定替代作用；社融负增主要原因还是在于企业债和政府债的变化，受地方专项债项目审批较慢的影响，上半年尤其是1-4月政府债发行明显较慢，4月单月政府债净融资为负，同比大幅少增；而平台化债背景下，城投债持续负融资，这一点前文也有过论述，阶段性的或单个时点政府或市场主体融资行为可能导致社融增量出现异常波动，也会导致社融对经济的解释力度较低。

其三，社融局限性在于票据冲量、金融空转等可能抬高社融数据，导致与实际经济运行不符。社融的统计口径停留在贷款、债券、股票融资等的第一层，即贷款的全部投放额、债券和股票等的全部融资额都会纳入到社融统计中，实际经济活动中实体获得融资后未必立刻足额应用到既定的融资用途中，近年来，随着LPR不断下调，实体企业尤其是部分大型企业融资成本大幅降低，而一些金融机构仍可能为了保规模，通过协议存款、通知存款等方式高息揽储，可能造成部分金融产品收益率与企业融资成本逼近甚至是倒挂的现象，部分企业能够通过低息贷款——高息存款或转贷的方式从中套利，形成金融空转。尤其是今年债牛背景下企业债券信用利差极致压缩，部分企业发债成本大幅压缩，可能助长了企业融资套利的意愿，而这一点反映在社融中反而会表现为社融总量增加，从而可能传达出不准确的实体融资需求增长的信号，实际上这种情况并不代表实体实际融资需求增长，反而是套利空间的增加可能导致实际融资需求下降，融资没有应用到实体投资和生产经营中，对经济增长的表征有限，这也是社融局限性的原因之一。

5. 新形势下如何使用社融指标？

结合前文，当前社融指标存在难以反映实体融资需求的结构特征与经济结构的变化、季节性因素扰动妨碍社融分析、金融空转等现象降低社融对真实融资需求的表征程度等不足，考虑社融的时代性与局限性，未来如何更好的使用社融这一指标，我们认为可以从以下几个维度展开：

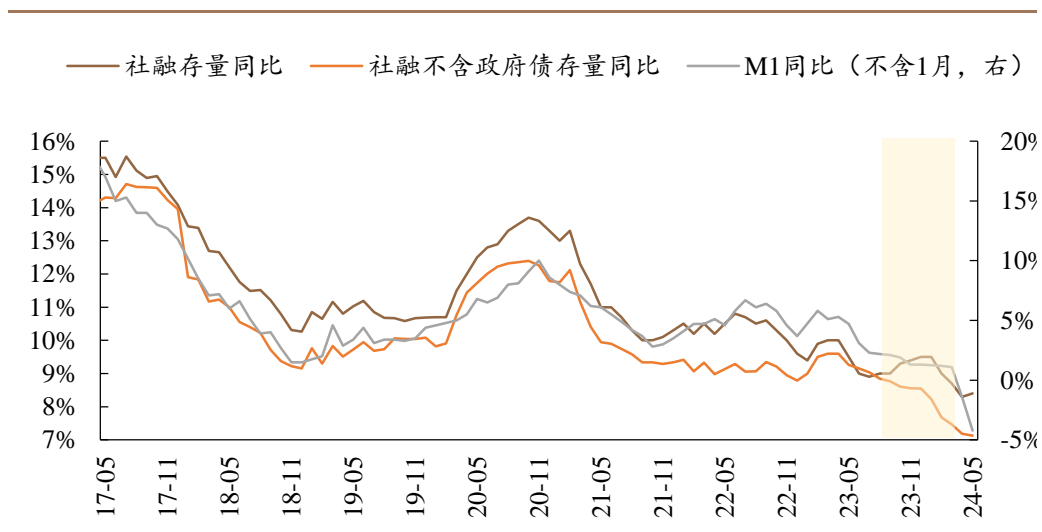
其一、运用量价指标综合判断。单纯以数量型指标判断可能有误，综合数量和价格指标更有意义。与数量指标相比，价格指标反映的是即时供需结构等因素，更难受到供需结构的影响，价格指标的变化也不存在总量与增量的关系，能够避免增量即便保持不变总量增速也会持续下降的问题；此外，价格指标能够有效反映更多结构性特征，不同行业不同类别企业的贷款利率等都是易于统计的数据，对利率进行观察也不受行业规模差异的影响，总体来看是合适的观察融资供需结构性的指标。此外，价格指标对金融空转也有明显反映，当价格指标超常下降就可能意味着金融空转程度在加剧。数量指标适合反映总量的特征，而价格指标适合反应边际的变化，结合量价指标一起观察社融，或是更准确的分析范式。

其二、运用社融结构数据建立分析范式，表征微观预期和需求脉冲。

在财政力度增加、连续发行特别国债的背景下，政府债券融资持续支撑社融增量，2018和2019年将政府债纳入社融统计口径也是为了更全面评估资金从金融体系向实体经济的流动，更有效地借助社融观察宏观政策的调控效果；但政府

并不是微观主体，从政府赤字融资到资金分配到项目和实体企业有一定时滞，财政支出节奏并不总是保持一致，也就意味着微观的体感并不总是受政府债券融资影响而改变，社融中不含政府债券融资的部分更适合反应微观主体对经济的体感和预期。去年四季度社融存量同比一度回升，而 M1 增速则在同期持续下降（除 1 月特殊时点春节取现影响下大幅走高），不含政府债的社融存量同比也在同期持续下降，因此相较于整体社融，M1 与不含政府债的社融存量同比更加贴近，背后主要原因是去年四季度开始发行特殊再融资债和万亿增发国债，政府债券融资加速阶段性推升了社融增速，但这部分政府债融资是为了进行债务置换、隐债化解，并不是投资于实体项目，因此没有推升 M1，微观主体预期也延续偏弱。在化债工作持续推进的大背景下，政府融资增加可以一定程度上增加社融，但难以拉动 M1 的情况可能持续，因此考虑以不含政府债的社融存量同比观察实体体感和资金供需或更加合理。

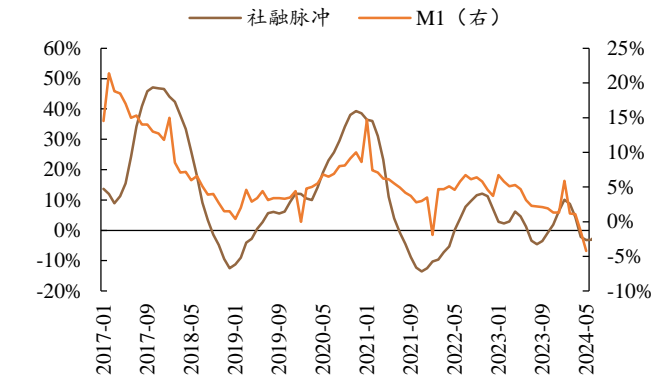
图 18：去年四季度社融增速阶段性回升但并未反应在 M1 上



资料来源：Wind，德邦研究所

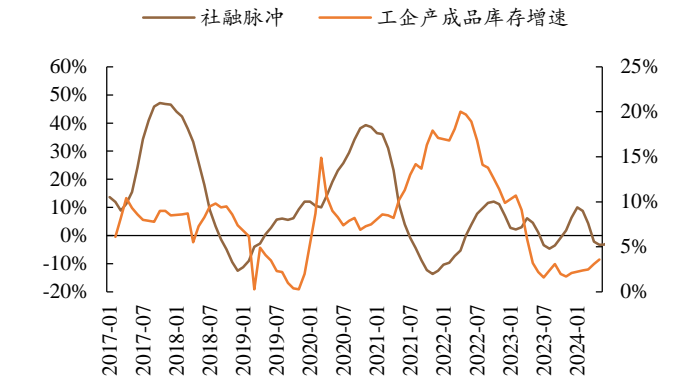
此外，我们构建了一个“社融脉冲”概念的指标，即将 12 个月社融当月值滚动求和，再计算其同比变化并用 3 个月移动平均进行平滑。古语云“兵马未动，粮草先行”，社融作为衡量实体经济融资需求的指标，事实上，不论是居民和企业贷款，还是企业通过直接融资和表外融资方式筹集资金，又或是政府通过融资支持重大项目建设，融资行为往往领先于项目或开支的实际执行，时间过长可能增加资金闲置的成本，时间过短与现实的项目立项、审批、落地也存在背离。社融脉冲对实体需求变化的刻画相对较好，一方面与 M1 同比变化高度相关，另一方面与库存周期的规律性变动有较好的指引。当前社融脉冲处于较低水平，本轮自 2023 年 5 月开始波动下行，2023 年四季度到今年 1 月阶段性回升，后再次回落，2024 年 5 月大概率阶段性触底，但今年三季度末到四季度或有再度下降的风险，考虑其对 M1 的指引，二季度 M1 或将企稳回升，但四季度仍有下行压力，后续关注财政及准财政工具的加码对冲，政府债券发行加速和政金债等变化是重要参考。此外，社融脉冲相对较弱也从侧面验证有效需求相对较弱，库存周期的运行大概率维持弱补库状态。

图 19：近年来社融脉冲与 M1 走势较为一致



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：库存扩张是企业融资后资本开支的直观表现



资料来源：Wind，德邦研究所

6. 风险提示

- (1) 国内货币政策变化超预期；
- (2) 汇率变化等导致内外均衡压力上升；
- (3) 海外主要经济体降息时点与节奏不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。