

## 金融数据分析框架

宏观专题报告

2021年04月19日

## 报告摘要:

## ● 信贷数据研究框架

新增人民币贷款由短期企业贷款、中长期企业贷款、短期居民贷款、中长期居民贷款、票据融资、非银贷款组成，具有明显的季节性。短期企业贷款主要用于企业补充流动性，中长期企业贷款更能反映实体经济投资需求；短期居民贷款与居民日常消费有关，中长期居民贷款大部分是房贷。票据融资通常与中长期贷款呈反比，当银行信贷额度紧张时会压缩票据融资。

## ● 社融数据研究框架

社融数据包括人民币贷款、外币贷款、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票、政府债券、企业债、存款类机构资产支持证券、贷款核销等。信托贷款和委托贷款与监管政策有关，去杠杆背景下持续被压缩。未贴现银行承兑汇票与票据融资成反比，当中小企业无法通过表内贷款满足融资需求时会转向表外融资。政府债券发行规模与财政赤字率和财政发行节奏有关。企业债和存款类机构资产支持证券与市场行情和监管政策有关。贷款核销取决于不良贷款核销速度。

## ● 存款数据研究框架

存款对应M2，非金融企业存款与居民存款具有季节性，春节期间二者走势成反比。财政存款取决于财政开支水平，财政开支力度大时财政存款回落，银行间市场流动性较松，反之则反。非银金融机构存款与股市行情有关，牛市时期券商存放的客户保证金会转换为非银金融机构存款，其也跟居民购买理财的行为有关。

## ● M2和社融研究框架

2018年以来社融口径经历过四次调整，最重要的调整是加入政府债券，剔除政府债券的旧口径社融增速更能反映实体经济融资需求。 $M2 = \text{基础货币} \times \text{货币乘数}$ ，过去由于外汇占款增加加多，导致央行被动投放基础货币；近几年外汇占款保持稳定，央行通过公开市场操作来投放基础货币，在货币宽松时期下调存款准备金率来提高货币乘数。社融主要反映实体经济融资需求，M2主要反映金融机构货币供应量，当社融增速-M2增速走阔时，反映实体经济融资需求强于金融机构资金供给，此时国债收益率通常走高，反之则反。M1反映经济中的现实购买力，M2则反映现实的购买力+潜在的购买力。如果M1增速在较长时间高于M2增速，说明经济扩张较快，实体经济需求、物价、股市、商品房销售有上升可能。

## ● 风险提示:

金融防风险升级、美债利率上行、通胀上行超预期等。

## 民生证券研究院

## 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

## 研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

## 相关研究

## 目录

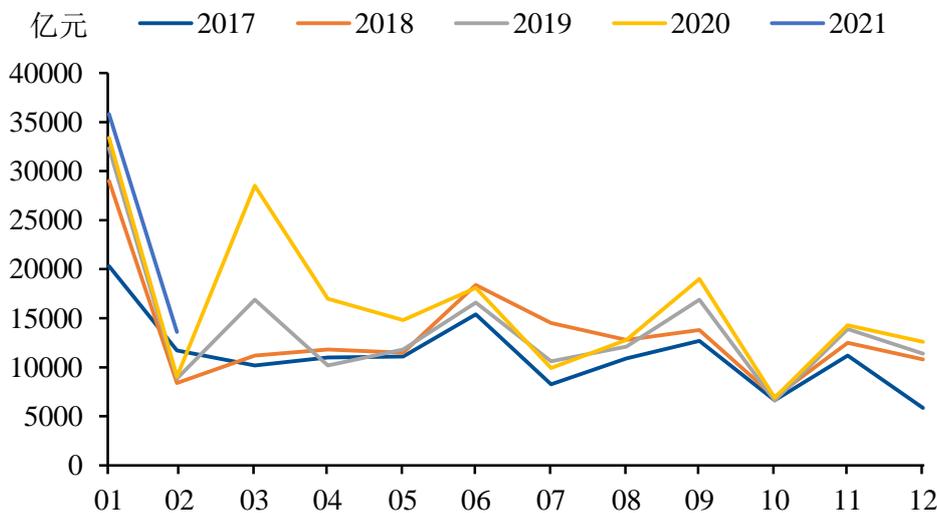
<b>1 信贷数据分析框架</b>	<b>3</b>
1.1 信贷数据具有季节性	3
1.2 企业短期贷款主要为企业补充流动性	3
1.3 企业中长期贷款更多取决于投资	3
1.4 票据融资与企业中长期信贷具有替代关系	4
1.5 居民短期贷款与居民消费有较大关联	5
1.6 房贷利率是居民中长期贷款领先指标	6
<b>2 社融数据分析框架</b>	<b>8</b>
2.1“去杠杆”政策导致信托贷款和委托贷款被压低	8
2.2 票据融资和未贴现银行承兑汇票走势成反比	8
2.3 非标融资对应 M2 中的“非银信贷”	9
2.4 新增政府债券跟财政赤字率和发行节奏有关	10
2.5 企业债、股票融资和资产支持证券	10
<b>3 存款数据分析框架</b>	<b>11</b>
3.1 居民存款和非金融企业存款具有季节性	11
3.2 财政存款增减对资金面有较大影响	12
3.3 股市行情对非银金融机构存款有很大影响	12
<b>4 社融和 M2 分析框架</b>	<b>14</b>
4.1 社融口径的历次调整	14
4.2 央行如何保证 M2 增速目标	14
4.3 如何理解 M2 和社融增速剪刀差	17
4.4 如何理解 M1 和 M2 增速剪刀差	19
<b>风险提示</b>	<b>20</b>
<b>插图目录</b>	<b>21</b>

## 1 信贷数据分析框架

### 1.1 信贷数据具有季节性

信贷数据具有季节性。新增人民币贷款由短期企业贷款、中长期企业贷款、短期居民贷款、中长期居民贷款、票据融资、非银贷款组成，具有明显的季节性。这种季节性有三个特征：1、1 月份冲高，12 月份回落。这是因为银行信贷额度较高，本着早投放早受益的原则通常会大量投放信贷。而 12 月银行则会为了满足监管要求压低信贷投放。2、初 1 月和 12 月外，银行信贷通常具有季末冲高、季初回落的特点。因此比较银行信贷总量的时候通常与去年同期比较，而非与上月环比做比较。

图 1：新增人民币贷款走势具有季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.2 企业短期贷款主要为企业补充流动性

企业短期贷款具有“救急”作用。企业短期贷款期限在 1 年以内，通常用于补充企业经营资金，民企和小微企业需求较多。近几年来，央行多次要求提高小微企业贷款占比，企业短期贷款有所放量。特别是去年疫情期间央行提高再贷款和再贴现向民企或中小企业提高流动性，企业短期贷款亦有较高增长。

### 1.3 企业中长期贷款更多取决于投资

企业中长期贷款含金量更高。企业中长期贷款主要用于投资，因此含金量较高。分析一份金融数据，可以分为四种情况。如果企业短期贷款高增，但企业中长期贷款低迷，则说明经济可能处于不景气的状态，企业需要借大量短期贷款来应对流动性压力，但由于投资需求低迷，中长期贷款借得较少。如果企业短期贷款低迷，但中长期贷款高增，说明企业对经济前景充满信心，大量借入中长期贷款以保证投资需求。如果企业短期贷款和中长期贷款都较低，说明政策可能收紧，银行压低信贷额度以满足监管要求。如果企业短期贷

款和中长期贷款都较高，说明一方面经济前景向好，企业投资需求旺盛；另一方面货币政策也处于较为宽松的状态，银行信贷额度较宽。另一方面，企业中长期贷款分为制造业中长期贷款、房地产中长期贷款和基建中长期贷款，当经济形势向好时，制造业投资需求旺盛，拉动中长期贷款放量；当经济形势恶化时，出于逆周期调节的目的，房地产和基建投资可能会被拉动，中长期贷款亦有可能放量。相比之下，制造业中长期贷款放量更具可持续性，房地产和基建中长期贷款受政策影响较大。企业中长期贷款与利率走势关联度较大，都反映经济基本面好坏与货币政策松紧程度。

图 2：企业中长期贷款与利率走势关联较大

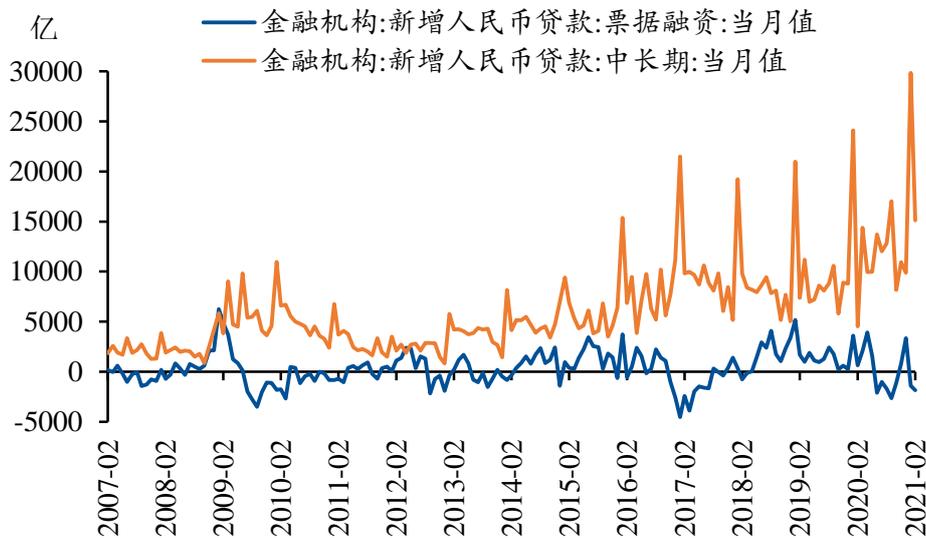


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.4 票据融资与企业中长期信贷具有替代关系

**票据融资反映银行信贷额度松紧。**与企业短期贷款类似，票据融资更多用于为企业补充流动性，期限较短。票据融资与中长期贷款具有替代关系，二者走势较为背离。当企业中长期信贷需求较为旺盛时，银行信贷额度较为紧张，此时银行会压缩票据融资规模、腾挪信贷额度以优先满足中长期贷款需求；当企业中长期信贷需求较为低迷时，亦或是银行判断未来利率上涨/金融风险提高时，银行会大量投放票据融资，以满足信贷增长指标。因此票据融资和企业中长期贷款是观察实体融资需求和银行信贷额度的指标。除此之外，票据融资有时候也会被用于监管套利，在结构性存款利率较高、票据融资利率较低的时候，企业会借入票据融资购买结构性存款以套利。

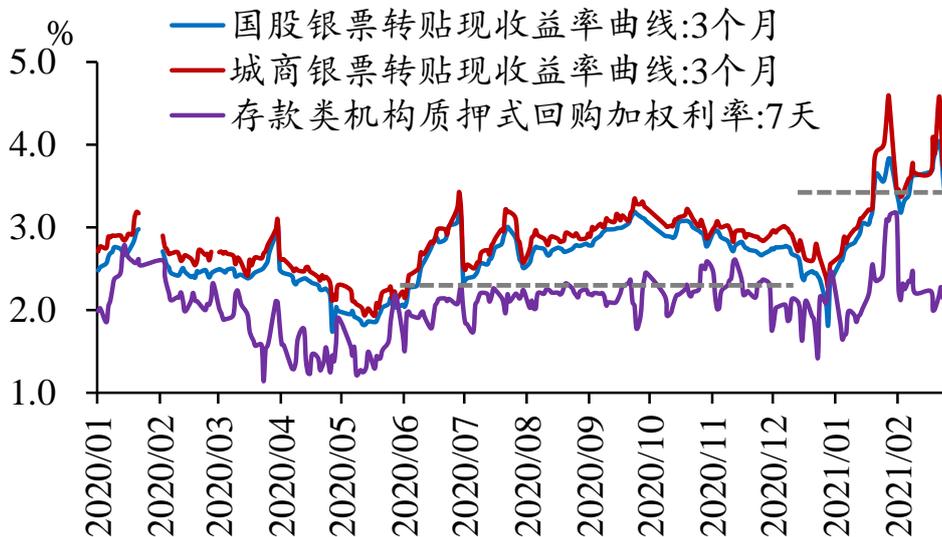
图 3：票据融资与中长期贷款具有替代关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

票据融资对市场利率较为敏感。票据融资利率与 DR007 关联度较高，当资金面较为紧张时，票据融资利率通常会抬升，票据融资规模也会受到冲击；当资金面较为宽松时，票据融资利率通常会回落，票据融资规模放量。相比一般贷款来说，票据融资调整速度较快，票据融资大幅增长有时候能提前反映货币宽松。

图 4：票据融资利率与市场利率关联度较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.5 居民短期贷款与居民消费有较大关联

居民短期贷款与居民消费有关。居民消费=居民收入+居民借贷-居民储蓄，因此居民

借贷=居民消费+居民储蓄-居民收入。可以分三种情况。当居民收入增速较高，且居民消费意愿较强时，居民短期贷款通常保持正常水平。当居民收入增速较高，但居民消费意愿较弱时，居民会将大量收入转换为存款，居民短期贷款通常较低。当居民收入增速较低，且居民消费意愿较强使，居民短期贷款通常保持高增长，去年3-4月就是这种情况。当居民收入增速较低，但居民消费意愿较弱时，居民短期贷款通常保持正常水平。居民短期贷款属于银行零售业务资产端，也是近几年银行发力方向，国内零售业务做的较好的银行包括招商银行、兴业银行、平安银行等。

## 1.6 房贷利率是居民中长期贷款领先指标

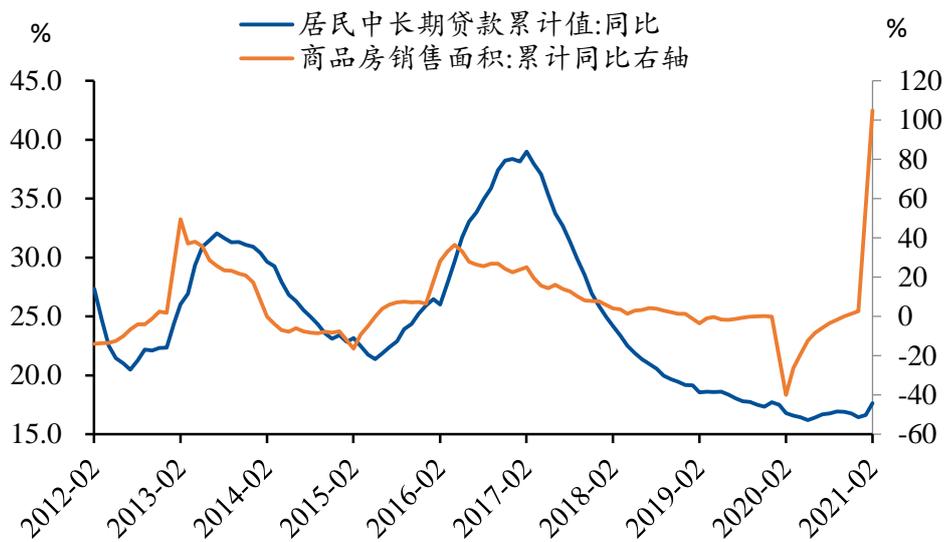
居民中长期贷款主要是房贷。居民中长期贷款主要是房贷，而房贷需求直接取决于商品房销售面积，间接取决于房贷加权利率。当房地产政策放松时，房贷利率下降，商品房销售面积增速上升，居民房贷需求提高，对应居民中长期贷款需求增加；当房地产政策收紧时，房贷利率上升，商品房销售面积增速回落，居民房贷需求下降，对应居民中长期贷款需求回落。

图 5：房贷利率是居民中长期贷款领先指标



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6: 商品房销售面积对居民中长期贷款有影响



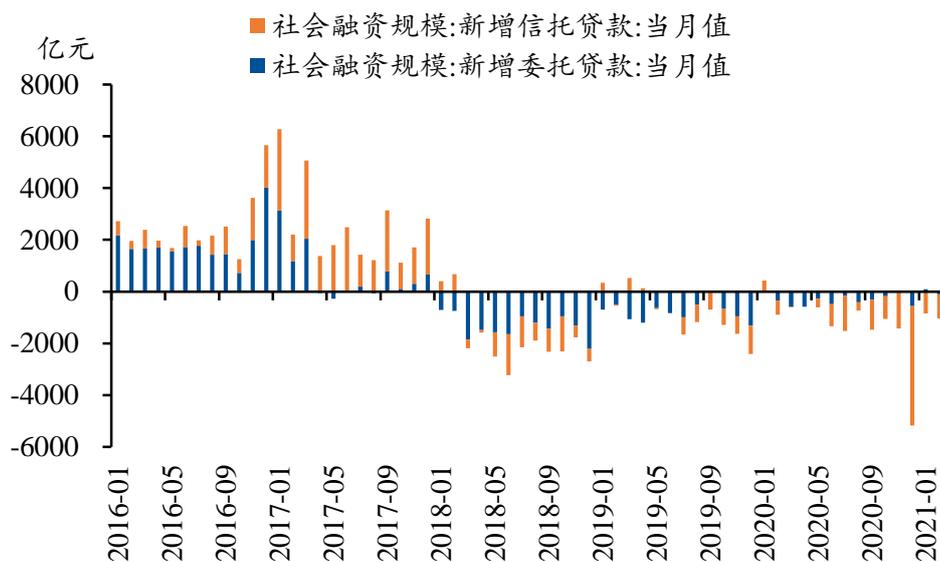
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2 社融数据分析框架

### 2.1 “去杠杆”政策导致信托贷款和委托贷款被压低

信托贷款和委托贷款与房地产和基建政策有关。信托贷款+委托贷款=狭义上的非标，受监管政策影响较大。信托贷款和委托贷款很多流入房地产企业、地方政府融资平台和民营企业，通常利率较高，是一种金融创新的产物，用于给中高风险企业融资。2018年以来，随着《资管新规》的推进，信托贷款和委托贷款持续被压缩。

图 7：近几年信托贷款和委托贷款持续被压缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 2.2 票据融资和未贴现银行承兑汇票走势成反比

未贴现银行承兑汇票的三个影响因素。第一个因素是当银行信贷额度较为紧张时，会压缩票据融资规模，来保障中长期信贷增长；企业由于无法通过表内满足融资需求，只得寻求表外融资，因此未贴现银行承兑汇票会因此增长。第二个因素是当票据利率比较高时，企业倾向于开具贴现率较低的银行承兑汇票，因此未贴现银行承兑汇票会因此增长。第三个因素是当企业现金流紧张时，企业倾向于开具贴现率较高的银行承兑汇票，因此未贴现银行承兑汇票会因此增长。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19012](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19012)

