

# 关注融资结构中中介化趋势

## 5月金融数据点评

更多资金回流银行体系强化货币派生能力，或使资金面相对宽松成为趋势。

- 5月在政府、企业、居民住户三大部门融资中，居民融资增速回落至8.3%；截至6月上旬大中城市楼市景气仍在低点，疫情反复对居民消费增长也产生影响，居民融资增速反弹时机未到。政府和企业部门融资增速分别提升至17.5%和9.5%。
- 从企业部门主要项目的融资增速来看，中长期信贷增速继续下行至11.5%；短贷及票据融资和信用债融资增速分别上升至14.5%和10.7%。
- 当前金融数据最重要的趋势是 M2 增速超过社融增速。静态来看，这一趋势反映了金融体系资金来源增长快于资金运用增长，保证市场资金面宽松，相对利好利率债投资。银行对实体部门债权与银行存款之比在2020年下半年见顶后，近两年来呈回落趋势。这可能反映银行和市场主体的风险偏好均有所下降。
- 动态来看，当前金融数据出现了社融增速提高、而 M2 增速更快提高的趋势。这一趋势可能反映社融增长创造派生货币的能力有所增强，因为所有准货币的派生过程都是以社融为载体完成的。
- 不同社融渠道对货币派生的效率是不同的，其中以银行表内融资的货币派生效率最高。因此，社融的货币派生能力增强很可能是由于资金回流银行体系进行配置。历史数据也显示，社融增长超过 M2 增长的阶段与“金融脱媒”有关，而当前趋势与“金融脱媒”相反，可称之为“金融中介化”或“融资结构的中介化”。这种融资结构的中介化可能是因为居民、企业等主体风险偏好下降，减少了信托、理财、委托贷款等渠道的资金配置，使更多资金回流银行表内。
- 社融派生准货币的能力增强；而形成准货币后，银行投放于社融的比例又相对前期有一定回落，二者共同作用导致了社融增速低于 M2 增速。
- 当前的融资结构中介化可能是一个缓慢而持续的过程，或使 M2 增速趋近于社融增速成为一种常态，虽然未必总是能超过社融增速，但像2017-2018那样社融增速显著超过 M2 增速的现象很难再现，市场资金面相对宽松或将成为趋势。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

### 相关研究报告

- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
- 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
- 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
- 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
- 《货币条件率先启动》 20211111
- 《降息的宽信用作用——MLF降息点评》 20220117
- 《宽信用趋势进一步明确——LPR降息点评》 20220120
- 《通胀压力或被平稳消化——3月通胀数据点评》 20220411
- 《社融趋势与金融机构偏好——3月金融数据点评》 20220413
- 《宽信用与宽货币并重——0413国常会金融安排点评》 20220414
- 《宽信用方向进一步明确——0426中央财经委员会基建安排点评》 20220427
- 《存款利率市场化调整机制点评》 20220510

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

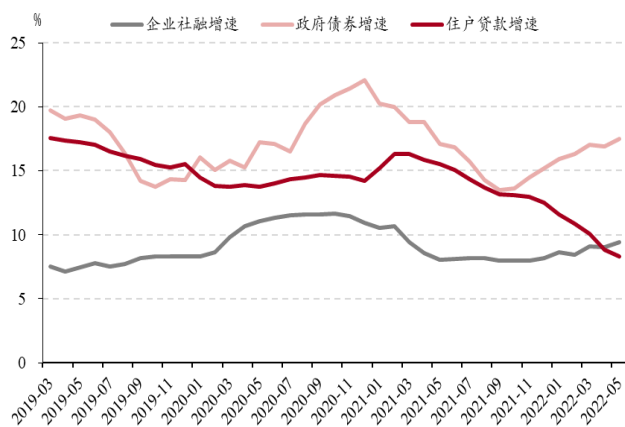
peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

**事件:**6月10日,人民银行发布5月份金融数据:广义货币M2余额达到252.7万亿元,同比增长11.1%;狭义货币M1余额64.5万亿元,同比增长4.6%;流通中货币M0余额9.55万亿元,同比增长13.5%;人民币贷款余额203.5万亿元,同比增长11%,增速比上月末高0.1个百分点;人民币存款余额246.22万亿元,同比增长10.5%,增速比上月高0.1个百分点。社会融资规模存量329.19万亿元,同比增长10.5%。**对实体经济发放的人民币贷款余额占社会融资规模存量的61.4%,同比高0.2个百分点;企业债券余额占比9.5%,同比持平;政府债券余额占比17%,同比高1个百分点。**

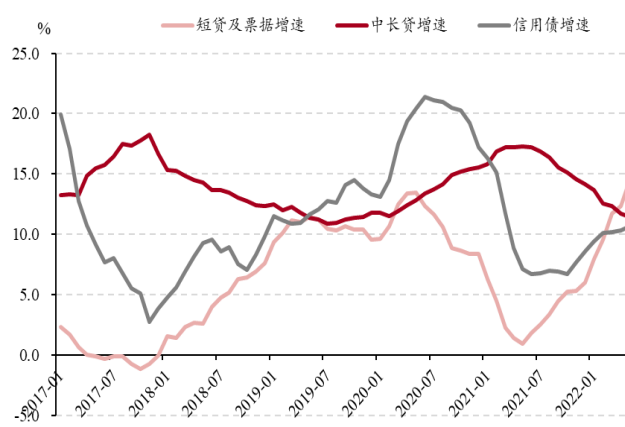
**点评:**截至5月份,政府、企业、居民三大部门融资增速基本延续此前趋势。居民融资增速回落至8.3%。楼市景气仍在低位,短期难见反转迹象。5月份30大中城市商品房总成交面积仅921.4万平米,仍为有记录以来的新低,且较有记录以来的历史同期均值低约42%;6月上旬,30大中城市商品房总成交面积322.8万平米,较历史同期均值低约35%,边际改善有限。楼市交投清淡,疫情反复也影响居民消费增长,居民融资增速反弹时机未到。政府和企业部门融资增速分别提升至17.5%和9.5%。后期随着政府鼓励企业融资政策,包括新增融资担保额度、政策性银行贷款、铁道建设债券、航空应急贷款和债券等继续落地,企业部门融资增速仍有望继续反弹。政府融资增速能否继续上行,则取决于年内是否出台特别国债或提前下达明年的政府债券额度。

图表 1. 三大部门融资增速延续上月趋势



资料来源:万得,中银证券。

图表 2. 企业部门融资仍以短贷票据增长显著



资料来源:万得,中银证券。

从企业部门主要项目的融资增速来看,中长期信贷增速继续下行至11.5%;短贷及票据融资和信用债融资增速分别上升至14.5%和10.7%。金融体系的风险防范意识仍然较强,对信用资质相对较好的信用债发行主体,更愿意投放中长期融资;而对多数企业仍以投放短贷和票据融资为主,中长期信贷投放意愿一般。

当前金融数据最重要的趋势是M2增速超过社融增速。静态来看,这一趋势反映了金融体系资金来源增长快于资金运用增长,使市场资金面宽松,相对利好利率债投资。从历史经验来看,社融增速与M2增速之差越小,国债10年期收益率越趋于下行。

我们以商业银行体系对政府、非金融企业和居民三大部门的债权之和作为银行对实体部门债权。银行对实体部门债权与银行存款之比在2020年下半年见顶后,近两年呈回落趋势。这可能反映银行和市场主体的风险偏好均有所下降。

图表 3. 社融与 M2 增速差与国债收益率



资料来源：万得，中银证券。

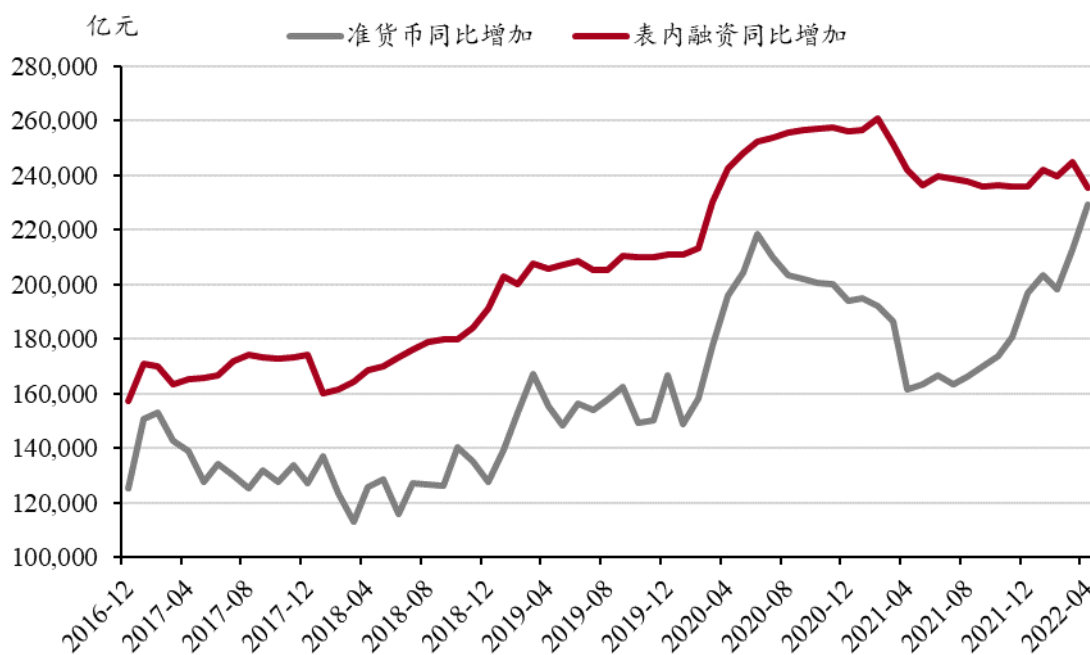
图表 4. 银行对实体债权与银行存款之比见顶回落



资料来源：万得，中银证券。

动态来看，当前金融数据出现了社融增速提高、而 M2 增速更快提高的趋势。这一趋势可能反映社融增长创造派生货币的能力有所增强，这是因为所有准货币的派生过程都是以社融为载体完成的。不同社融渠道对货币派生的效率是不同的，其中以银行表内融资的货币派生效率最高。这是因为银行表内融资是运用现有存款投放融资，又形成借款主体名下的存款。而表外融资，如委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑票据，以及各类理财产品融资，理论上是将一部分市场主体的存款转化为另一部分市场主体的存款，不具备货币派生功能。在社融项目中，常见的表内融资包括贷款和企业债券融资，其中贷款理论上全是银行表内融资，还应该加上贷款核销和银行信贷证券化这两个银行贷款的衍生项目。在企业债券中由银行运用存款形成的债券融资是银行表内融资；而银行理财资金、非银金融机构投资形成的债券融资理论上不是银行表内融资。我们将社融中的人民币贷款、企业债券、贷款核销和银行信贷证券化四个项目加总作为表内融资。

图表 5. 准货币与表内融资同比增量趋近



资料来源：万得，中银证券。

上图对比了表内融资和准货币（M2与基础货币之差）的同比增量。自2016年底以来，表内融资的增长一直明显快于准货币的增长。但近期二者差距快速收敛，至今年4月份已相当接近。这直观说明，社融增长的货币派生效率有明显提高。

如前所述，银行表内融资的货币派生能力最强，社融的货币派生能力增强很可能由于资金回流银行体系进行配置。这种趋势与“金融脱媒”相反，可称之为“金融中介化”或“融资结构的中介化”。历史数据显示，社融增速超过M2增速的阶段与“金融脱媒”有关。我们以前述的银行对实体部门债权与社融总量的比例作为金融中介化指标。如下图所示，2016-2017年金融中介化指标下行明显，是为“金融脱媒”的信号。而与此同时，社融与M2增速差也大幅上升。而当前的金融中介化指标则处于缓慢回升趋势中，正对应了社融与M2增速差的下行。这种融资结构的中介化过程可能是因为居民、企业等主体风险偏好下降，减少了理财、信托、委托贷款等渠道的资金配置，使更多资金回流银行表内。

图表 6. 金融中介化指标目前呈回升态势



资料来源：万得，中银证券

在融资结构中介化的趋势中，社融派生货币的能力增强；而形成准货币后，银行投放于社融的比例又相对前期有一定回落，二者共同作用导致了社融增速低于M2增速。

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\\_42965](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42965)

