



Research and
Development Center

金融数据的研究要点与技巧

——信达宏观方法论之九

2022 年 10 月 20 日

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

金融数据的研究要点与技巧

2022年10月20日

摘要:

所谓“兵马未动、粮草先行”，金融数据能够刻画经济的整体状态，也是央行非常关注的指标，对于经济运行存在领先性。同时，其对资本市场的表现有一定的指示作用。本文系统地阐述了金融数据的一些研究要点与技巧。

➤ 社融的分析方法——从整体判断到结构拆解。

表内业务：新增人民币贷款由短期企业贷款、票据融资、中长期企业贷款、短期居民贷款、中长期居民贷款、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企业投资需求；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具有替代关系，当实体融资需求不足时，银行会大量投放票据融资，以满足信贷增长指标。

表外业务：信托贷款和委托贷款主要受监管政策和实体融资需求两方面影响，去杠杆背景下持续被压缩。未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求，规模可以通过贴现利率来判断。

直接融资：企业债发行对监管政策和债券市场行情较为敏感；股票融资与权益市场景气度、IPO的数量紧密相关。

其他：其他项中政府债券的影响里较大，政府债券发行规模取决于财政规模和财政发行节奏。

➤ 存款的分析方法。存款具有季节性规律，春节前存款从企业流向居民，春节期间及春节后反之；其他时间呈现季末冲高、季初回落的特征。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，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。

➤ 存款数据和社融的进一步挖掘。(1) M2与社融的剪刀差主要反映的是外汇占款、同业业务（未投向实体）、财政支出、表外业务、以及政府债券这五项，前三项影响为正，后两项为负。M2与社融的剪刀差一般被看作利率债的领先指标。(2) M1和M2增速剪刀差是实体经济的领先指标。

➤ 案例分析。2022年9月社融数据表现十分亮眼，且有两个重要支撑项，一个是企业贷款，一个是非标融资。人民币贷款分项中，企业贷款贡献最大，究其原因，一是多项政策工具支持，撬动配套贷款多增。二是随着政策工具落地，基建投资需求持续上升。三是留抵退税对于企业贷款需求的替代效应进一步弱化。9月表外融资依旧呈现为正向贡献，尤其是委托贷款大幅增加，主要源于开发性金融工具的资金投放。存款数据上，M2-M1增速剪刀差收窄，反映出企业资金活跃度提升，对未来预期有所好转。投资角度，中长期贷款上行对股市构成利好。

➤ 风险因素：疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。



目 录

一、社融的起源与意义.....	4
二、社融的分析方法.....	6
2.1 表内业务	7
2.2 表外业务	12
2.3 直接融资	12
2.4 其他	13
三、存款数据的分析方法.....	14
3.1 存款波动的影响因素.....	14
3.1 基础货币、货币乘数和 M2 之间的关系	15
四、存款数据和社融的进一步挖掘.....	16
4.1 如何理解 M2 和社融增速剪刀差	16
4.2 如何理解 M1 和 M2 增速剪刀差.....	18
五、案例分析	19
5.1 9 月金融数据分析	19
5.2 投资启示	22
附录 1：图表	24
附录 2：信达宏观方法论系列报告	26
风险因素	26

表 目 录

表 1：社会融资规模指标发展史	4
表 2：通过其他存款行机构资产负债表看社融和 M2	17
表 3：关于限制非标的文件	25

图 目 录

图 1：社融规模同比与信贷同比走势分化.....	5
图 2：社融同比对实体经济有一定领先性.....	6
图 3：社融的构成（2021 年末）	7
图 4：人民币贷款减去非银机构的贷款与社融口径的人民币贷款几乎一致.....	8
图 5：人民币贷款具有明显的季节性.....	8
图 6：企业中长期贷款与利率走势关联度较大.....	9
图 7：票据融资利率对市场利率较为敏感.....	10
图 8：居民中长期贷款金额与房贷利率反向变动	11
图 9：进口金额当月同比与新增外币贷款走势存在较强的一致性	11
图 10：2018 年-2021 年信托、委托贷款压降	12
图 11：政府债券发行规模全年来看通常呈“倒 V”型走势	13
图 12：存款具有明显的季节性规律	14
图 13：股市行情对非银金融机构存款的影响较大	15
图 14：2014 年以后，货币乘数上升对于 M2 的贡献更大	16
图 15：社融与 M2 的相同与不同	17
图 16：M2 与社融增速剪刀差是利率债领先指标	18
图 17：M1 和 M2 增速剪刀差是实体经济的领先指标.....	19
图 18：9 月人民币信贷大幅多增，企业贷款贡献最大.....	19
图 19：截至 9 月 20 日，已退付留抵退税 22113 亿元	20
图 20：沥青开工率持续上行	21
图 21：委托贷款一反常态地大幅增加	22
图 22：在企业中长贷回升期，股市表现不错	23
图 23：票据融资与中长期贷款具有替代关系	24
图 24：居民短贷领先于消费	24
图 25：财政存款季初增加，季末减少	25

金融数据一般由央行在每月中旬公布，主要包含两个部分：第一个部分是体现实体经济融资需求的社会融资规模和信贷数据，第二部分是代表了货币供应量的 M0、M1 和 M2。

一、社融的起源与意义

社会融资规模是指一定时期内实体经济（境内非金融企业和住户）从金融体系获得的全部资金总额，是全面反映金融与经济关系，以及金融对实体经济资金支持的总量指标。这里的金融体系为整体金融的概念，从机构看，包括银行、证券、保险等金融机构；从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票市场。

“社会融资规模”是我国央行独有的金融指标。2011 年 4 月中旬人民银行首次发布季度全国社会融资规模增量数据，2012 年起开始发布月度数据。2014 年起按季发布地区社会融资规模增量数据；2015 年起按季发布社会融资规模存量数据。2016 年起按月发布社会融资规模存量数据。自此社会融资规模存量数据既能够通过新增值反映当月实体融资需求和金融机构扩表的意愿，也具备了用存量值衡量同比增速的意义。市场上常说的社融“见顶”或是“触底”指的就是社融规模存量同比的表现。

表 1：社会融资规模指标发展史

时间	政策
2010年11月	为测算实体经济的融资情况，人民银行调查统计司开始研究编制社会融资规模指标。
2010年12月	中央经济工作会议首次指出，要“保持合理的社会融资规模”。
2011年4月	央行首次介绍了社会融资规模指标的内涵及组成部分，并公布了2011年第一季度全国社会融资规模增量数据。
2014年	央行开始按季发布地区社会融资规模增量数据。
2015年	央行开始按季发布地区社会融资规模存量数据。
2016年1月	按月发布社会融资规模存量数据，从此社会融资规模存量数据具备了衡量同比增速的意义。
2016年3月	《政府工作报告》中首次提出社会融资规模余额增长目标，社会融资规模正式成为货币政策的调控指标。
2019年3月	《政府工作报告》中提出“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要”。

资料来源：信达证券研发中心整理

2011 年以前，我国实体融资以银行主导的间接融资为主，体现为新增贷款的变化。但近年来，新增贷款已不能完整反映金融与经济关系，也不能全面反映实体经济的融资规模。具体而言，随着金融市场快速发展和金融产品与工具的创新，（1）银行体系的表外业务；（2）基金、证券公司、保险公司等非银行金融机构；（3）直接融资（股票融资、债券融资），也成为向实体经济提供资金支持的重要渠道，影响力明显增强。可以看到，2011 年至 2015 年，社融存量同比和信贷存量同比的裂口扩大。2018 至 2020 年，非标在金融去杠杆的压力下开始显著收缩，导致社融持续萎缩，而人民币信贷反而保持了一定的韧性。

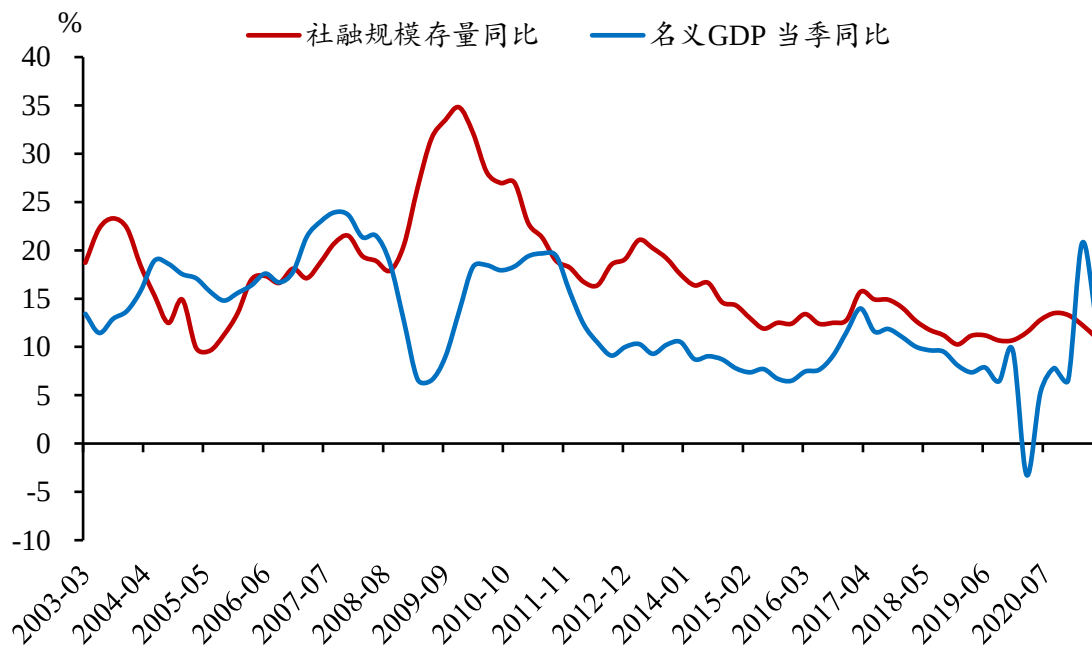
图 1：社融规模同比与信贷同比走势分化



资料来源：万得，信达证券研发中心

社会融资规模指标自诞生以来，受到政策层与市场的广泛重视。2010 年 12 月，中央经济工作会议首次指出，要“保持合理的社会融资规模”。之后也多次写进中央经济工作会议文件和《政府工作报告》。所谓“兵马未动，粮草先行”，资金便是经济运行中的“粮草”，只有实体筹措到了足够的资金，才能拉动经济增长。因此社会融资规模不仅与实体经济密切相关，还具有一定的领先性。2019 年政府工作报告指出，社会融资规模增速要与名义 GDP 增速保持一致。我们测算了 2003 年至 2021 年期间社融存量同比与名义 GDP 同比之间的相关性。结果显示，当期两者的相关系数为 0.29。领先一个季度的社融存量与名义 GDP 增速相关系数为 0.38，领先两个季度时为 0.45，领先三个季度时最高为 0.46，领先四个季度时降至 0.42。这意味着，观察当前社会融资规模的变化趋势，有助于预判未来两至三个季度经济增长的情况。

图 2：社融同比对实体经济有一定领先性



资料来源：万得，信达证券研发中心

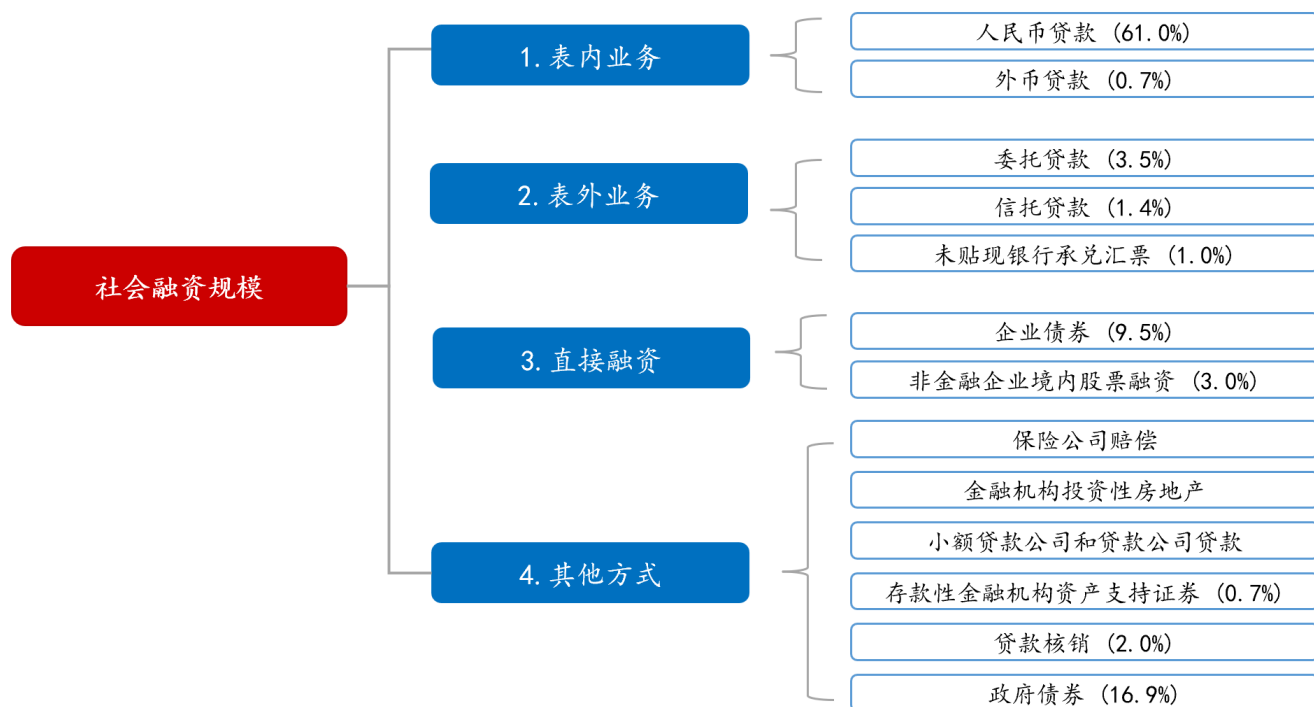
二、社融的分析方法

社融数据的结构分析尤为重要。我们可以将社融分为四个大项，四个大项里包含约十三个小项：

- (1) 表内业务：人民币贷款、外币贷款；
- (2) 表外业务：信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票；
- (3) 直接融资：非金融企业境内股票融资、企业债券融资；
- (4) 其他：投资性房地产、保险公司赔偿、小贷公司及贷款公司贷款、存款性金融机构资产支持证券、贷款核销、政府债券（含国债、地方一般债券、地方专项债券）。

如今我们观察到的社融数据分项其实是通过央行的多次完善、调整得来的。为了获得更为准确的数据，2018 年以来，央行对社融口径进行过四次调整。2018 年 7 月起，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，在“其他融资”项下反映；2018 年 9 月起，将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，因为地方政府专项债券发行额度扩大，对银行贷款、企业债券等产生明显的接替效应；2019 年 9 月起，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2019 年 12 月起，人民银行将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。

图 3：社融的构成（2021 年末）



资料来源：万得，央行，信达证券研发中心

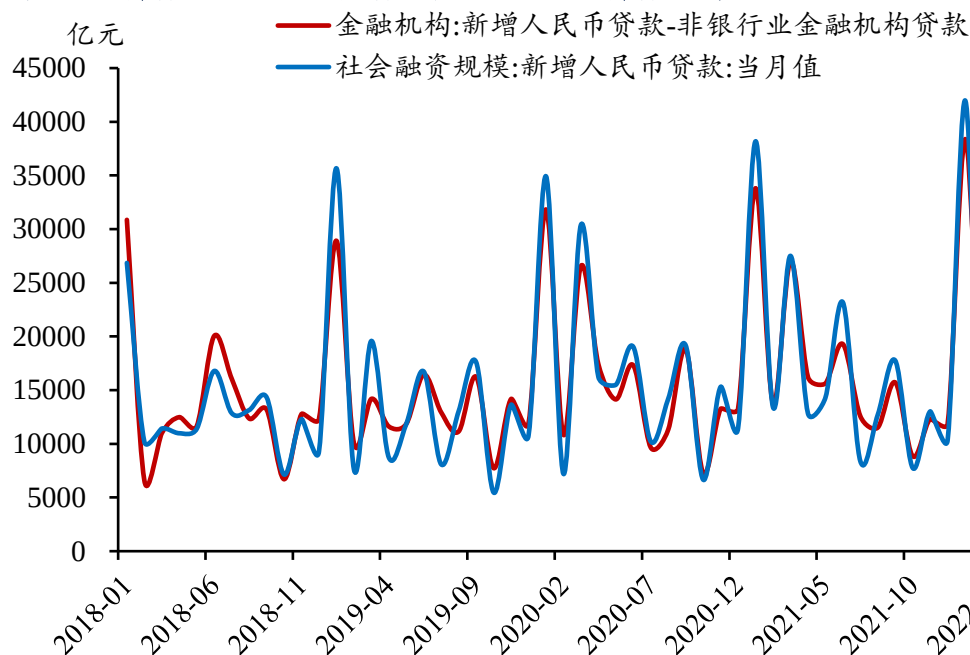
截至 2021 年末，在这些分项之中，人民币贷款（61.0%）、委托贷款（3.5%）、信托贷款（1.4%）、未贴现承兑汇票（1.0%）、企业债券（3.0%）、政府债券（16.9%）六项占比较高、对社融整体的影响较大。理解这六个分项数据的变化是分析每一期社融数据的重点。

2.1 表内业务

根据央行每月披露的数据，新增人民币贷款由短期企业贷款、票据融资、中长期企业贷款、短期居民贷款、中长期居民贷款、非银贷款组成。需要注意的是，由于社融体现的是金融体系对实体经济的支持，所以社融口径的人民币贷款不包括拆放给非银机构的款项。而就如前文所述，央行专门公布的人民币贷款数据包含了非银贷款，如果将该值减去非银机构的贷款金额，可以发现其结果与社融口径的人民币贷款几乎一致。



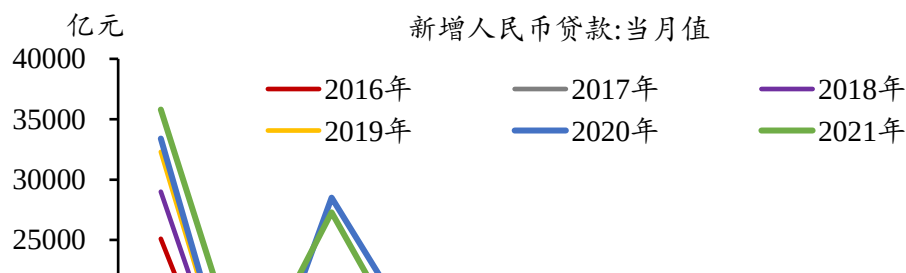
图 4：人民币贷款减去非银机构的贷款与社融口径的人民币贷款几乎一致



资料来源：万得，信达证券研发中心

社融口径下的新增人民币贷款具有明显的季节性。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）除 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。2020 年（疫情）之前大致是“3322”的季度信贷投放节奏。2020 年以来，金融机构谋求“开门红”的倾向更加明显，投放节奏转变为“3.5、2.5、2、2”。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 5：人民币贷款具有明显的季节性



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_47474

