

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

如何全面理解社会融资规模

——宏观 ABC（一）

相关研究

- 1 《宏观：年轻人真的在消费降级吗？》
2018.05
- 2 《宏观：增值税减税影响几何？》2018.03
- 3 《宏观：菜价有望对今年通胀形成有力支撑》2018.03

社会融资规模是 2018 年宏观经济最重要的指标

社会融资规模是 2018 年宏观经济最重要的指标。央行当前关注的重点是社融增速这个中介目标的快速下行。社会融资规模是宏观经济的晴雨表，体现金融体系对实体经济的资金支持，关注社会融资规模各分项数据变动可以更深入理解当前央行的货币政策操作。市场对社会融资规模的理解还不够深入，存在一定认知误区和知识盲点，我们认为，理解社会融资规模数据背后的经济含义，是理解 2018 年货币政策及宏观经济的关键。

央行当前最关注重点是社会融资规模这一中介指标

2018 年以来社融增速下降至 10% 以下，经济下行压力逐渐显现。表外融资快速下行造成社融相应快速下跌。央行设计“漂亮去杠杆”路径希望借表内贷款及债券融资对冲表外下跌影响，但受信用违约事件等冲击导致表外回表不顺畅。我们认为，当前货币政策是稳健灵活适度的，当前货币政策的核心目标在于稳定社会融资增速，保社融就是稳增长，在稳社融增速的同时还需关注社融子项目的结构性变化，以全面了解当前宏观经济实质。

社会融资规模是指实体经济从金融体系获得的资金

社会融资规模是指实体经济从金融体系获得的资金，借以衡量金融体系对实体经济的融资支撑。央行 2011 年起，先后发布了有关社会融资规模增量、地区社会融资规模统计量及社会融资规模存量数据。社会融资规模增量指标由 10 项子指标组成，分别为人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券、股票融资等。社会融资规模的存量和增量实为累计值与当月新增值。宏观研究讲究总量思维和边际思维的结合，可对应存量和增量指标。存量指标与主要经济变量间的关系更加稳定；增量指标与市场利率的影响关系更显著。

关于社融的市场困惑：外债、外汇、理财、国债等均不计入社融

考虑到社会融资规模的统计原则，外商直接投资和外汇、外汇占款以及国债不会纳入社会融资规模统计量。社会融资规模是从金融机构资产方进行统计，个人、企业等理财资金来源是负债方项目，不计入社融。国债、中央代发地方财政的债券均不计入社融，原因一，政府部门是不属于居民和企业部门，原因二，国债、地方政府债作为财政政策的重要组成部分，不能看作货币政策调控的直接对象，但城投债计入社融。由于信贷 ABS 的基础资产已计入社融，信贷 ABS 不计入社融；部分由金融机构持有的企业 ABS 应纳入社融，因可得性因素可能暂未纳入。

票据融资需分表内外，社融人民币贷款不含银对非银贷款、境外贷款

未贴现的银行承兑汇票指企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的部分。统计上体现为企业签发的全部银行承兑汇票扣减已在银行表内贴现的部分，其目的是保证社会融资规模中不重复计算。信贷口径下的人民币贷款与社融口径的人民币贷款并不一致，这种不一致来自于统计原则的不同。由于社融的金融服务实体原则与居民原则，社会融资规模统计中的人民币贷款不包括银行业金融机构拆放给非银行业金融机构的款项和境外贷款。

风险提示：政策落地不及预期，经济增速下滑快于预期，外部因素对国内经济产生扰动。

正文目录

社会融资规模是什么？	4
为什么 2011 年诞生的是社会融资规模？	4
2011 年，高层频繁授意促成社会融资规模统计量的孵化	5
尘埃终落地，先增量再地区后存量，社会融资规模指标体系逐步完善	6
如何查找社会融资规模指标数据，数据公布时间	7
剖析社会融资规模的组成结构	8
社会融资规模——表内融资	9
社会融资规模——表外融资	9
社会融资规模——直接融资及其他	11
直接融资	11
其他	12
社会融资规模中各子项目的份额占比是多少？	12
社会融资规模的存量与增量有何区别？	13
社会融资规模的数据来源	14
市场有关社会融资规模统计量的困惑	16
社会融资规模不会纳入统计的原因是什么？	16
地方债是否纳入社会融资规模呢？	16
社会融资规模是否存在重复统计？	16
社会融资规模包括 ABS 吗？	17
表内和表外票据融资有何不同？	18
信贷口径的人民币贷款与社融口径的人民币贷款有何不同？	18

图表目录

图表 1: 高层频繁授意下, 社会融资规模指标于 2011 年一季度发布	5
图表 2: 政府工作报告连续八年提及“社会融资规模”	6
图表 3: 央行调查统计司每月中旬公布社会融资规模数据	7
图表 4: 当月社融数据公布后, 调查统计司发布分类报告	7
图表 5: 社会融资规模增量分类一览	8
图表 6: 表内融资是社融最重要的支撑	9
图表 7: 央行设计“漂亮去杠杆”, 用表内与直接融资对冲表外萎缩	9
图表 8: 委托贷款三层分类	10
图表 9: 随着金融深化程度加深, 2015 年以来, 表外融资规模占比显著增加 (年度值)	11
图表 10: 2016 年 2 月以来社会融资规模存量结构分布 (%)	12
图表 11: 2016 年至今社会融资规模存量各子项目平均占比 (%)	12
图表 12: 社融存量结构: 表内融资占比增加, 表外融资占比走低	13
图表 13: 2018 年 1 月后, 新增委托贷款显著收缩 (%)	13
图表 14: 社会融资规模存量平稳增长, 增量波动较大	14
图表 15: 社融存量同比较名义 GDP 稍有领先 (%)	14
图表 16: 表内及表外票据的增量与存量变化关系。	18
图表 17: 信贷口径人民币贷款及社融口径人民币贷款不一致。(亿元)	18

社会融资规模是什么？

社会融资规模是指实体经济（非金融企业和住户）从金融体系获得的资金，金融体系指整体金融的概念。“社会融资规模”直观看可能一知半解，英文翻译解释的更明晰，社会融资规模英译为 Aggregate Financing to the Real Economy，直译即为对实体经济的总融资，也就是金融对实体经济提供的资金，进一步归纳为金融体系对实体经济的支撑。

社会融资规模和货币供应量是一体两面，共同构成货币政策传导机制。市场相对熟知的货币供应量从银行资产负债表负债方统计，社融与之对应，从资产方和金融机构发行方统计。两者有联系但有不同。不同之处在于社会融资规模可以较完整的反映实体经济从金融体系获得的资金总额、不同金融工具融资结构及不同地区行业部门的融资变化，简言之，社会融资规模将货币供应量的未统计的部分经济信息纳入考虑，为宏观经济调控提供更充足的经济现实信息。

为什么 2011 年诞生的是社会融资规模？

为什么要统计社会融资规模？答案是现实所需，宏观调控也面临僧多粥少的窘境。中国经济快速发展的过程中，决策层也需要结合新的现实特点来拓展观察视角，自然需要新的指标。

首先，金融经济关系深化要求指标体系进一步拓展。传统的经济与金融关系，一般是指银行体系通过资产负债表调整来配置资源支持实体经济，体现为新增信贷对实体经济的资金配置。在中国经济快速发展的过程中，传统的金融经济关系发生了较大的变化，比如微观层面存在金融工具创新、企业融资方式、交易方式变革等等一系列变化，宏观调控需要与之对应的观测指标，为货币政策增加中介目标。传统的中介目标和主要的监测分析指标已经无法适应经济发展现状，比如传统的信贷管控会很容易导致其他融资方式的快速增长，无法有效防治“按下葫芦浮起瓢”现象，宏观调控也需要从整体金融角度去观察资金结构的变化，从表内融资、表外融资和直接融资多方面进行监测统计，货币供应量指标在统计范围和结构数据缺失方面有相对明显的缺陷。

其次，实体经济的融资方式与格局发生较大变化，传统统计量已经无法准确的通过“样本推总体”了解经济的真实情况。融资提供主体进一步拓展，证券、保险等其他金融机构一并成为实体经济的融资支撑，表外融资方式也成为众多企业的资金来源。金融深化加剧体现为金融工具复杂化与融资结构多元化，金融创新导致金融工具多元化、复杂化，非信贷工具创新速度加快帮助其他融资方式扩张，贷款在全社会融资中的占比显著下降。信贷和货币供应量传统统计量已经无法准确的通过“样本推总体”了解经济的真实情况。

第三，金融市场发展对货币划分产生了一定影响，需要从货币持有部门构建统计量去观察大树背后的影子。传统的货币发行部门是指央行、商业银行等存款性金融机构，货币供应量是从货币发行部门进行统计，货币持有部门是指各类金融资产的持有部门，包括住户部门和非金融性公司，存款性及其他金融公司，以及机关团体、社保理事会等等。随着金融深化、金融工具流动变化等出现，指标体系也需要更新，货币供应量先后经历了一次修订和三次技术性改善以满足需要。但随着创新型工具如货币市场基金、表外理财、信托计划等快速发展，对广义货币冲击较大，非金融公司等也参与进入货币派生过程。

金融配置资源的实质还是在切蛋糕并非做大蛋糕，所以，不论创新还是传统的金融业态，最终都需要资金对接到实体才能推动经济切实增长。所以，从货币持有部门角度构建一个描述整体金融与实体经济之间资金供求的指标，成为决策层的重点目标。

社会融资规模则是在这种背景下构建的一个新的中介指标，在原有指标体系上可以为决策层提供新的现实依据，提供更多的经济“剪影”首先，从资产方统计的社融，可以与作为负债方统计量的货币供应量共同作用，丰富货币政策的二元传导机制；其次，社融指标有助于解释不同主体、市场的资金往来的特点；第三，社会融资规模可以直观反映金融对实体经济的支撑，资金供给结构对实体经济的影响也得以了解。第四，社融指标有利于观察

多种融资方式的作用效果，引导企业改善融资结构。第五，社融可以为货币政策提供新的中介目标，从而提升宏观调控的针对性和有效性，进一步加强逆周期管理和对系统性风险的评估等等。

2011 年，高层频繁授意促成社会融资规模统计量的孵化

次贷危机后，经济金融关系转变，宏观调控面临更复杂的挑战，但予以应对却没有政策抓手该如何实施？政策抓手没有现实依据如何把握经济发展主要矛盾？在决策层的频繁授意下，作为货币政策的中介目标服务最终目标，社会融资规模就此诞生。

2010 年末，央行开始酝酿和研究社会融资规模指标。2010 年 11 月至 2011 年初，央行及时任行长的周小川先后发声，明确搭建社会融资规模指标的坚定态度，力求从资产方拓展一个更具代表性的指标。

图表1： 高层频繁授意下，社会融资规模指标于 2011 年一季度发布



资料来源：华泰证券研究所

2011 年 1 月 18 日，国务院总理温家宝在北京主持召开国务院第五次全体会议，讨论即将提请十一届全国人大四次会议审议的《政府工作报告（征求意见稿）》和《“十二五”规划纲要（草案）》。温总理表示：“综合运用多种货币政策工具，保持合理的社会融资规模和节奏，处理好银行资本金补充与信贷扩张、银行体系风险防范与资本市场稳定的关系，防止年初信贷的非正常投放。”中国最高层领导的重要表态凸显了搭建这一指标的迫切性。

2011 年 3 月，周小川行长于两会答记者问时再次强调：“从货币政策出台，到影响这几个（货币政策）目标的变化，往往会有几个月甚至一年甚至更长一点时间的滞后，所以又引入了很多中间变量，比如刚才你提到的 M0、M1、M2。我们最近除了观察贷款总量以外，还注意观察社会融资总规模，也就是说，还有很多中间变量都会反映整个经济情况对货币政策的需求”。这意味着，彼时，和货币供应量一样，社会融资规模成为央行宏观调控观测的重要中介目标。

2011 年 3 月第十一届全国人民代表大会第四次会议上，温家宝总理明确当年货币政策目标为：“实施稳健的货币政策，保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为 16%。”

先后经历从央行到决策层的领导授意，社会融资规模自然承担了重要的历史作用，这一指标成为反映经济运行、宏观调控等的重要参考。在证监会、保监会、中债登、交易商协会等部门的支持下，社会融资规模的酝酿和孵化终于诞生结果，央行 2011 年初正式建立社会融资规模增量统计制度，并于 2011 年召开一季度金融数据说明会时，首次对外发布了社会融资规模增量数据，按季度公布增量数据。

尘埃终落地，先增量再地区后存量，社会融资规模指标体系逐步完善

央行 2011 年一季度起，正式按季度外发社会融资规模增量数据。2012 年起，央行宣布社会融资增量数据由按季披露调整为按月度披露，并于 9 月将 2002 年以来社会融资规模增量的历史数据对外公布。同年，央行宣布建立地区社会融资规模增量统计制度，按季度编制统计指标。

存量数据的外发实现社融指标“双腿”走路。央行从 2014 年开始着手编制社会融资规模存量统计制度，2015 年 2 月 10 日正式发布了 2002 年至 2014 年的社会融资规模存量历史数据，2016 年将按季度公布存量数据调整为按月公布。

至此，社会融资规模指标体系已经基本建立。社会融资规模成为高层指导宏观经济调控的有效参考，政府工作报告连续八年提及“社会融资规模”，2016 年更是首次提出社会融资规模余额增长 13% 的目标。2018 年，政府工作报告明确提出：“货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长”。

图表2：政府工作报告连续八年提及“社会融资规模”

年份	内容
2011	实施稳健的货币政策。保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为 16%。
2012	综合运用各种货币政策工具，调节好货币信贷供求，保持社会融资规模合理增长。
2013	综合运用多种货币政策工具，调节市场流动性，保持货币信贷合理增长，适当扩大社会融资规模。
2014	加强宏观审慎管理，引导货币信贷和社会融资规模适度增长。
2015	加强和改善宏观审慎管理，灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长。
2016	今年广义货币 M2 预期增长 13% 左右，社会融资规模余额增长 13% 左右。要统筹运用公开市场操作、利率、准备金率、再贷款等各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通传导机制，降低融资成本，加强对实体经济特别是小微企业、“三农”等支持。
2017	今年广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 12% 左右。要综合运用货币政策工具，维护流动性基本稳定，合理引导市场利率水平，疏通传导机制，促进金融资源更多流向实体经济，特别是支持“三农”和小微企业。
2018	货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。

资料来源：华泰证券研究所

如何查找社会融资规模指标数据，数据公布时间

社会融资规模统计量由中国人民银行调查统计司按月公布。

中国人民银行每月中旬公布社会融资规模数据。央行每月中旬公布金融信贷数据，即社会融资规模、信贷规模及货币供应量，具体时间为每月 10 日至 15 日之间。

可登陆中国人民银行官网，在信息公开一栏中选取调查统计，社会融资规模数据表可在统计数据内查阅。

同时，每月最新社融统计量公布后，央行调查统计司会根据数据发布社会融资规模增量统计报告及存量统计报告，可在调查统计司的数据解读内查阅这些报告。

图表3：央行调查统计司每月中旬公布社会融资规模数据



The screenshot shows the PBOC website's 'Statistics and Analysis Department' page. Under the '信息公开' (Information Disclosure) tab, the '调查统计' (Survey and Statistics) link is selected. This leads to a page titled '社会融资规模 Aggregate Financing to the Real Economy (AFRE)'. It provides links to download data for '社会融资规模增量统计量' (AFRE Flow) and '社会融资规模存量统计量' (AFRE Stock) in HTML, XLS, and PDF formats. It also includes a section for '地区社会融资规模增量统计量' (AFRE Flow by Province) with a table showing data for Q1, Q2, Q3, and Q4.

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表4：当月社融数据公布后，调查统计司发布分类报告



The screenshot shows the '数据解读' (Data Interpretation) page on the PBOC website. It lists various reports published by the Statistics and Analysis Department, including monthly reports on AFRE, credit growth, and M2 growth, as well as quarterly reports on regional AFRE and credit growth. The reports are categorized by date and type, providing a comprehensive overview of the data released.

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

剖析社会融资规模的组成结构

社会融资规模体现整体金融对实体经济的资金支撑，年初以来，社融的一路下行导致稳增长压力陡增，保社融意味着保增长，但社融为何下降？需要从社融涵盖的子项目一一展开，通过剖析结构分项进一步研究，展现不同层次的经济现实。

一般来看，社会融资规模可以划分为四大部分：

表内业务，即包含在金融机构资产负债表内，可以由资产和负债栏目揭示的业务，金融机构通过表内业务向实体经济提供资金支持的方式包括人民币贷款和外币贷款；

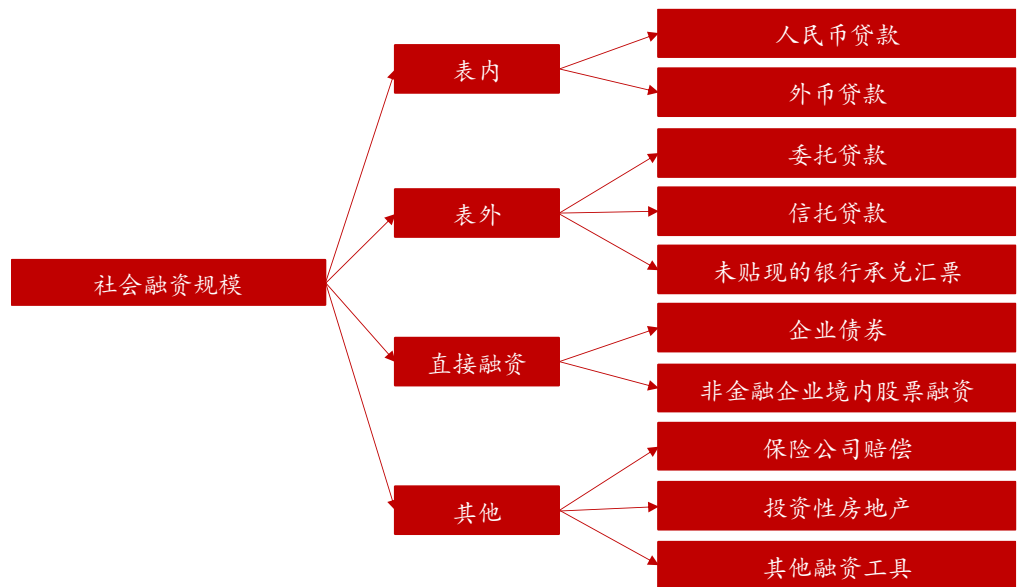
表外业务，包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票，社会融资规模中的表外业务仅为金融机构表外业务的一部分；

直接融资，实体经济利用规范的金融工具，在正规金融场所获得的直接融资，主要包括非金融企业境内股票筹资和企业债券融资；

其他业务，通过其他方式向实体经济提供的资金支持，主要包括保险公司赔偿、投资性房地产、小额贷款公司贷款及贷款公司贷款。

在此四个部分基础上进一步细分，社会融资规模统计指标由多项子指标构成。社会融资规模增量指标由 10 项子指标组成，而社会融资规模总量指标由 9 项子指标构成，即不包括上述 10 项指标中的保险公司赔款，因为赔偿是指一定时期内因履行赔偿义务而发生的金额，它没有总量或余额的概念。

图表5： 社会融资规模增量分类一览



资料来源：华泰证券研究所

社会融资规模——表内融资

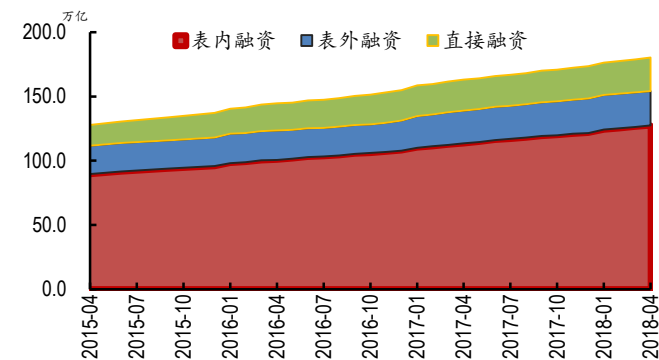
社会融资规模表内融资部分包括人民币贷款及外币贷款，人民币贷款是社会融资规模的重要支柱，外币贷款规模相对较小。

人民币贷款

人民币贷款是指金融机构向非金融企业、个人、机关团体以贷款、票据贴现、垫款等方式提供的人民币贷款，是实体经济部门传统的主要融资工具。**社会融资规模统计中的人民币贷款不包含银行业金融机构拆放给非银行业金融机构的款项和境外贷款。**

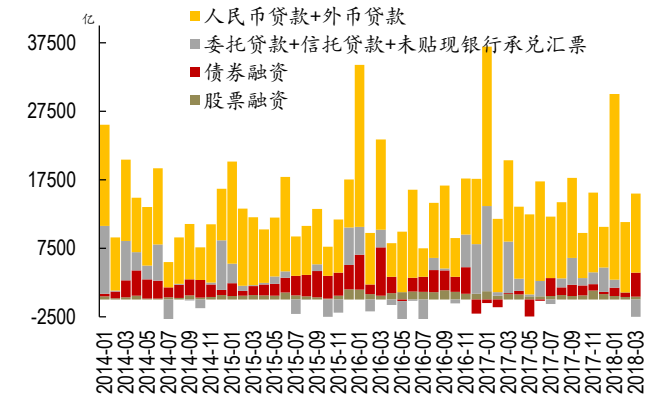
结合期限结构来看，人民币贷款主要由短期贷款、长期贷款和票据融资（表内）组成。短期贷款指银行业金融机构发放的期限在一年以内的人民币贷款；中长期贷款是指银行业金融机构发放的期限在一年以上的人民币贷款；表内的票据融资则指银行业金融机构通过对客户持有的票据进行贴现而提供的融资。人民币贷款是社会融资规模指标中的核心组成部分，是支撑实体经济的核心内容。

图表6：表内融资是社融最重要的支撑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：央行设计“漂亮去杠杆”，用表内与直接融资对冲表外萎缩



资料来源：Wind，华泰证券研究所

外币贷款

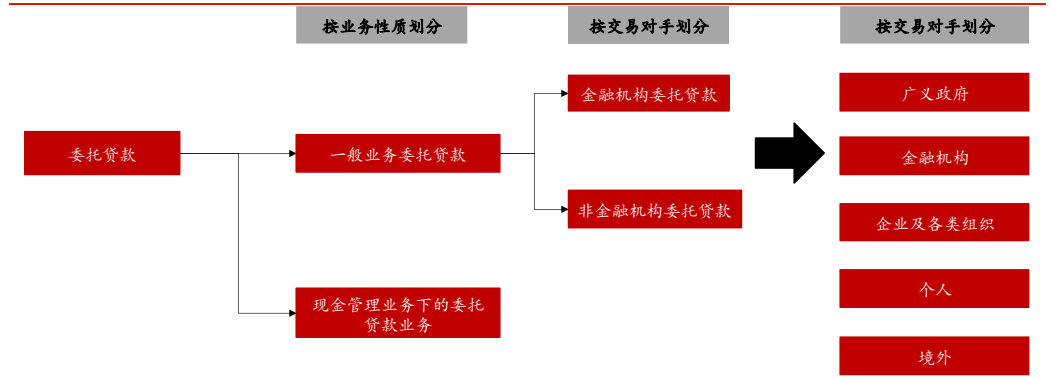
外币贷款是指金融机构向非金融企业、个人、机关团体以贷款、票据贴现、垫款、押汇、福费廷等方式提供的外币贷款。**社会融资规模统计中的外币贷款也不包含银行业金融机构拆放给非银行业金融机构的款项和境外贷款。**外币贷款余额根据期末汇率折合成人民币后计入社会融资规模总量。由于是以外币计价，外币贷款的增长受多种因素影响，世界经济形势、境内外利差表现及国内外汇管理政策变动等都会对其施加影响。

社会融资规模——表外融资

社会融资规模表外融资部分主要包含三项，分别是委托贷款、信托贷款及未贴现的银行承兑汇票。

委托贷款

委托贷款指由企事业单位及个人等委托人提供资金，由金融机构（即贷款人或受托人）根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、监督使用并协助收回的贷款。

图表8： 委托贷款三层分类

资料来源：Wind，华泰证券研究所

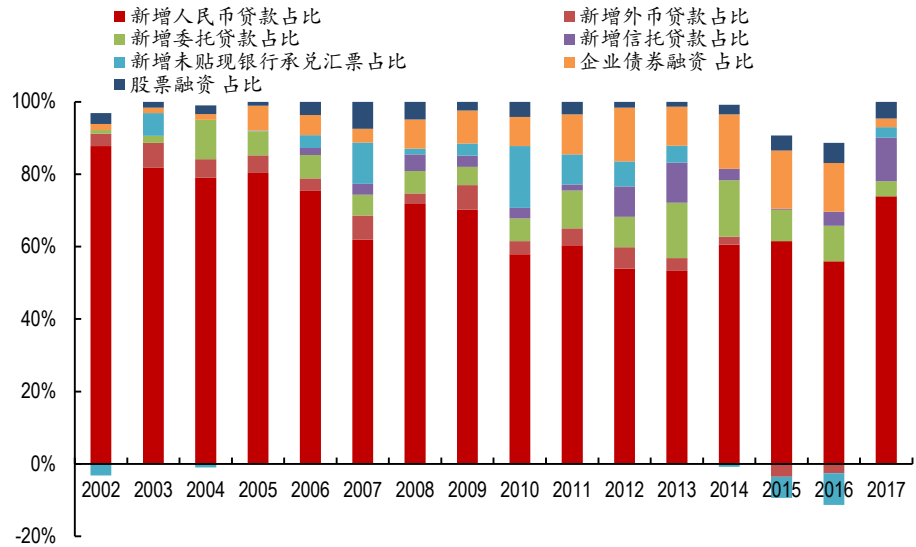
对委托贷款使用三层分类，1、以业务性质划分为“现金管理业务项下的委托贷款业务”和“一般委托贷款业务”。2、按交易对手将“一般委托贷款业务”划分为“金融机构委托贷款业务”和“非金融机构委托贷款业务”。3、以交易对手将金融机构和非金融机构的委托贷款业务细分为“广义政府”、“金融机构”、“企业及各组织”、“个人”及“境外”。应统计制度要求，国家开发银行等政策性银行、国有商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、城市信用社、农商行、农村合作银行、村镇银行、外资银行和企业集团财务公司以月为频度向人民银行报送月末县级及以上汇总数据，报送时间为月后 10 日前在月报二批报送。

社会融资规模指标统计中只包括一般委托贷款，不包含现金管理项下的委托贷款。现金管理项下委托贷款是指商业银行在现金管理服务中，受企业集团客户委托，以委托贷款的形式，为客户提供的企业集团内部独立法人之间的资金归集和划拨业务。

信托贷款

信托贷款指信托投资公司在国家规定的范围内，运用信托投资计划吸收资金，对信托投资计划规定的单位和项目发放的贷款。**信托贷款不列入信托投资公司自身的资产负债表。**

多方投资人将资金委托给信托投资公司，信托投资公司通过集合资产管理计划将资金以信托贷款的方式贷放给开发商，开发商通过资产抵押、股权质押、第三方担保等方式为资金的偿还提供担保。到期后开发商偿还利息及本金，由信托投资公司为多方投资人返回本金以并发放利息。

图表9： 随着金融深化程度加深，2015 年以来，表外融资规模占比显著增加（年度值）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

未贴现的银行承兑汇票

银行承兑汇票作为一种金融手段，一种延期支付的信用工具，是指企业在缺乏资金时，以其信用向银行贷款，银行在承诺期限以票据为凭证支付现金的放贷方式，也就是银行利用自己的信用提高企业所签发汇票的接受程度。

未贴现的银行承兑汇票指企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的部分。统计上体现为企业签发的全部银行承兑汇票扣减已在银行表内贴现的部分，其目的是为了保证社会融资规模中不重复计算。

未贴现的银行承兑汇票不是指某一种或某一张汇票，而是指银行承兑这种金融现象其中的一个票据状态。通常，承兑汇票在承兑期限内会多次转手，不打算转手的就会贴现了。因此，未贴现承兑汇票的总量增大，表明社会贷款需求增加，显示经济形势向好。

目前，银行承兑汇票分为纸质和电子两种，限期较短，纸质期限通常不超过 6 个月，电子的期限不超过一年。

社会融资规模——直接融资及其他**直接融资**

社会融资规模直接融资部分包括债券融资及股票融资，由于我国金融系统是以银行体系作为重要支撑，间接融资发展规模较大，直接融资规模相对有限，从金融服务实体的效率和弹性来看，直接融资仍有发展空间，未来直接融资份额可能会有所上升。

企业债券是指由非金融企业发行的各类债券，包括企业债、超短期融资券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、非公开定向融资工具、资产支持票据、公司债、可转债、可分离可转债和中小企业私募债等券种。

非金融企业境内股票融资指非金融企业通过正规金融市场的股票融资，是当前非金融企业重要的直接融资方式。目前计入社会融资规模的是非金融企业在我国境内沪、深两市的股票融资，主要是 A 股融资。

其他

从统计口径来看，社会融资规模还包括保险公司赔偿、投资性房地产和其他融资。这部分资金体量较小，公开数据于 2011 年后再无更新。

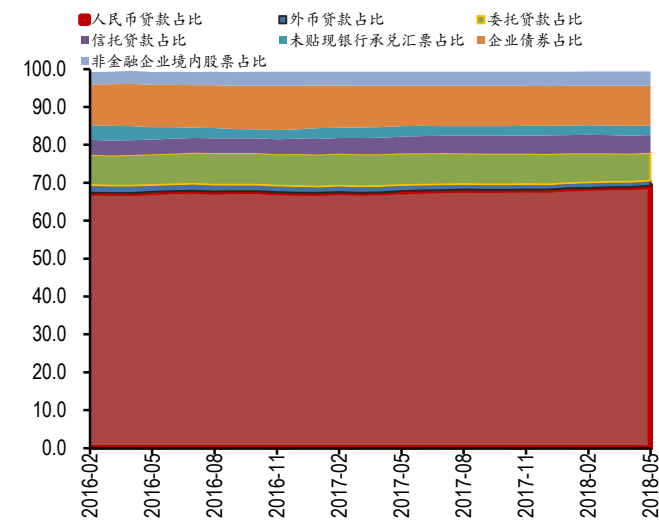
保险公司赔偿指保险公司在保险合同有效期内履行赔偿义务而提供的各项资金，具体包括财产险赔偿、健康险赔款和意外伤害险赔款。投资性房地产指金融机构为赚取租金或资本增值，或者两者兼有而持有的房地产，包括出资的土地所有权、持有的土地使用权、已出租的建筑物等。目前纳入社会融资规模的投资性房地产，包括银行业金融机构投资性房地产和保险公司投资性房地产两项。其他融资指实体经济从小额贷款公司、贷款公司等获得的资金。

社会融资规模中各子项目的份额占比是多少？

我们使用社会融资规模存量来研究各个子项目占比份额；由于增量数据的波动性较大，个别月份子项目的新增量可能为负值，各个子项目的占比结构并不稳定。而社会融资规模存量数据的子项目构成就较为稳定。

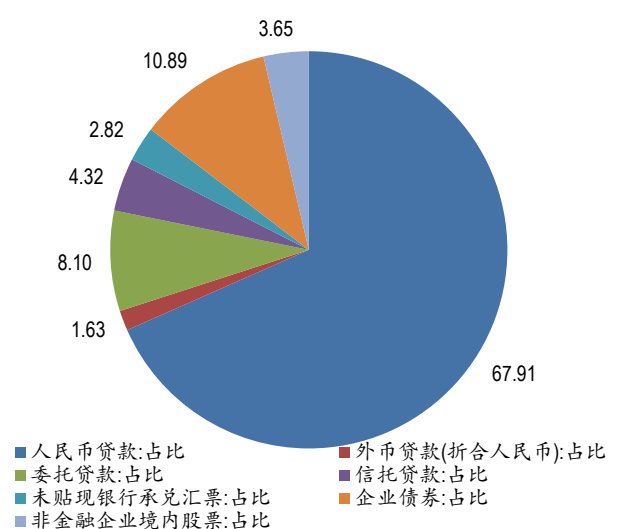
从 2016 年至今，在社会融资规模存量数据中占比较高的为人民币贷款、企业债券及委托贷款，这三项的历史平均占比合计超过 85%，分别为 67.91%、10.89%和 8.10%。其他四项的占比份额相对有限，信托贷款的历史平均占比为 4.32%，非金融企业境内股票的历史平均占比为 3.65%，而未贴现承兑汇票与外币贷款的历史平均占比仅有 2.82%和 1.63%。

图表10： 2016 年 2 月以来社会融资规模存量结构分布（%）



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表11： 2016 年至今社会融资规模存量各子项目平均占比（%）



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

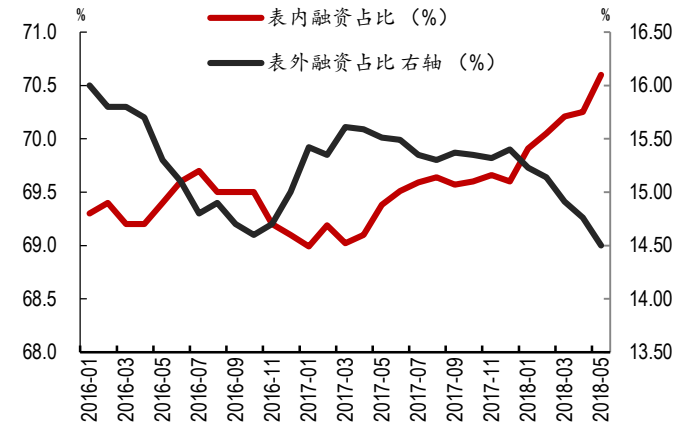
透析社会融资规模子项目的结构占比有助于分析宏观背景。

其一，了解直接融资及间接融资规模与结构趋势。可将债券融资与股票融资份额合并，分析直接融资份额。数据显示直接融资规模份额占比较小，并无明显增长趋势，说明我国依旧是以间接融资为主的融资体系，直接融资仍有开拓空间。

其二，了解表内融资与表外融资的结构化趋势。外币贷款与人民币贷款组成表内融资，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票组成表外融资，从历史数据趋势来看，表内融资占比较大并小幅增长，2018 年 5 月数据显示已达 70%；表外融资总体占比较小仅 15%左右。2015 年至 2016 年期间，债市走牛带动债券融资大幅上升，与之对应，债券需求得到满足后，票据融资需求萎缩，票据融资则受到冲击相应萎缩。2017 年 3 月开始出现明显分化，主因是 2017 年 3 月、4 月银监会连续发文，“三三四”重点打击表外非标，表外需求无法得到满足挤压表内需求促使表内融资抬升。

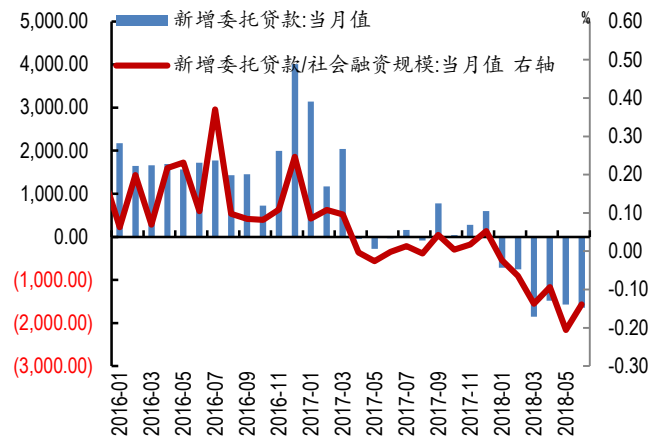
其三、通过辨析监管政策对社融子项目的影响判断社融趋势。可转债、债转股等被认为是解决企业高杠杆问题的药方之一，但股票融资在社融中的占比份额不足 4%，所以“杠杆置换”政策影响的融资规模太小，对社融增益效果有限。此外，2018 年 1 月初《商业银行委托贷款管理办法》发布，受政策影响，新增委托贷款出现较清晰拐点，每月新增量显著收缩，由于委外在社融中的占比份额较大，委外滑落对社会融资规模产生较大负面影响。从社融子项目去看监管政策的效果，可以对部分政策的冲击程度做出大概评估。

图表12： 社融存量结构：表内融资占比增加，表外融资占比走低



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表13： 2018 年 1 月后，新增委托贷款显著收缩 (%)



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

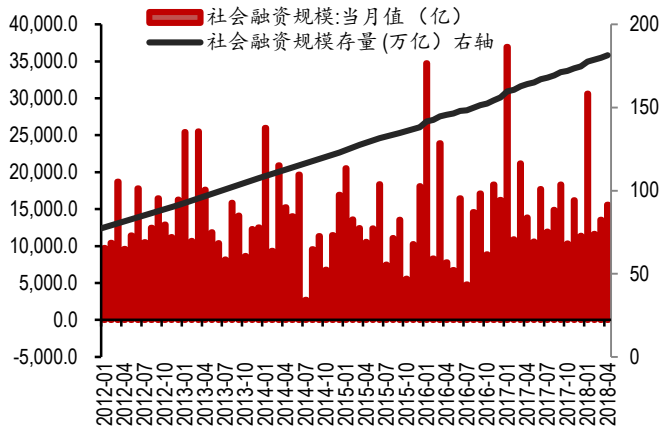
社会融资规模的存量与增量有何区别？

2011 年起，央行开始公布社会融资规模增量数据，为更好满足宏观调控对金融支持实体经济的观测需求，社会融资规模存量数据于 2015 年 2 月正式开始发布。

社会融资规模的存量和增量实为累计值与当月新增值，两种数据的不同特点可以带来不一样的视角。社会融资存量指标与主要经济变量间的关系更加稳定，社会融资规模存量增速与名义 GDP 增速存在显著的正相关关系；而增量指标与市场利率的影响关系更显著，社融增量指标也是部分宏观经济指标的领先指标。

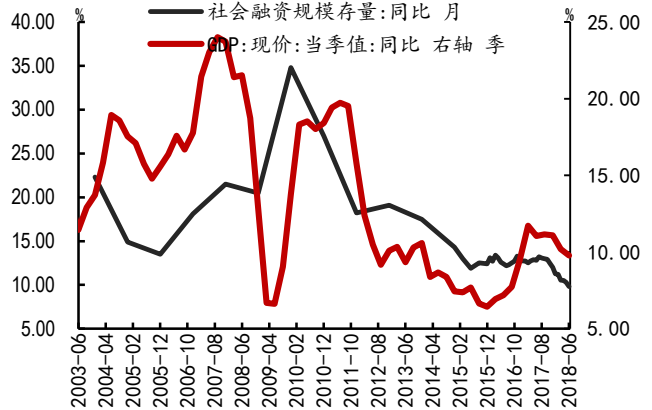
宏观研究讲究总量思维和边际思维的结合，恰如社会融资规模的存量和增量。总量有助于我们“一览众山小”，社融存量数据有助于完整了解金融体系对实体经济的支撑，继或从社融存量与 M2、信贷余额的比较中了解表外融资、直接融资的整体发展；而增量数据体现的是边际思维，增量即社会融资规模当月的变化，阶段性的增量变化对存量的影响“杯水车薪”，但对二级市场的股票、债券、大宗商品等标的投资有重要影响，自然成为市场关注的重点指标。同时，社融增量往往受政策等因素影响波动性较大，这也成为投资预期差的重要来源。

图表 14： 社会融资规模存量平稳增长，增量波动较大



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表 15： 社融存量同比较名义 GDP 稍有领先 (%)



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

社会融资规模的数据来源

社融数据由多部门统计。关于社会融资规模的数据来源，中国人民银行的官方释义为：社会融资规模统计数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司和银行间市场交易商协会等部门。由于社融规模统计的金融工具、市场等较多，数据来源和报送流程也不尽相同。社融数据实际源于多个部门的统计后报送至央行，央行汇总整理后将数据发布。

完备的统计制度是统计社融数据的前提。股票、债券及信贷统计相对成熟，央行先后完善信托贷款、委托贷款、银行承兑汇票等统计制度，各分项统计制度的完善为统计社融数据提供现实支撑，各机构每月统计数据后报送央行，由央行整理汇总后发布当月社会融资规模及分项数据。市场对信贷和股票融资的数据报送流程相对熟悉，下面主要介绍社融统计量中市场不熟悉的其他数据报送流程。

【资金信托统计数据报送】

社融中的信托贷款数据来源于资金信托的统计数据。2010 年央行制订了《理财与资金信托统计制度》，建立了理财与资金信托统计监测信息系统，2011 年起正式报送数据。随着经济金融环境和政策需求的变化，2013、2015 和 2016 三次对该制度进行修订和统计报送信息系统进行升级。《制度》要求，人民银行总行负责国家开发银行、各政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、中国邮政储蓄银行、北京银行、上海银行、江苏银行的数据采集与报送；人民银行各分支机构负责辖内外资银行、中小法人金融机构的数据采集与报送。

【委托贷款统计数据报送】

社会融资规模指标统计中只包括一般委托贷款，不包含现金管理项下的委托贷款，委托贷款专项统计制度对各类委托贷款有明确的统计细则，一般委托贷款数据只是其中一部分。为适应委托贷款的发展，及时准确检测委托贷款的发展情况，央行建立委托贷款专项统计制度。应统计制度要求，国家开发银行等政策性银行、国有商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、城市信用社、农商行、农村合作银行、村镇银行、外资银行和企业集团财务公司以月为频度向人民银行报送月末县级及以上汇总数据，报送时间为月后 10 日前，报送批次为月报二批报送。

【银行承兑汇票统计数据报送】

未贴现银行承兑汇票是由全部银行承兑汇票扣减已在银行表内贴现的部分计算所得，银行承兑汇票专项统计制度为票据数据统计奠定基础。2009 年央行推出《银行承兑汇票专项统计制度》，明确银行承兑汇票的数据统计报送要求。政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、邮储银行、城商行、外资银行报送地市级及以上汇总数据，城市信用社、农村信用社、农村商业银行、农村合作银行报送县级及以上汇总数据，各机构统一报送央行，由央行进行数据采集和汇总。各机构报送频次为月度，批次为第二批次。《制度》明确要求：本期累计承兑额指：报数机构在本报告期内承兑的商业汇票票面金额之和。本报告期指：上一报告期截至后一日至本报告期截止日。

【债券统计数据报送】

中国人民银行于 1997 年起开展债券统计工作。统计范围涵盖了我国境内市场发行的所有债券，基础数据主要来自于国家发展改革委、中国证监会、人民银行、外汇交易中心、中国银行间市场交易商协会、上海清算所、中央国债登记结算公司、中国证券登记结算公司、沪深证券交易所等部门机构。人民银行调查统计司按月收集数据进行汇总以满足债券统计需求。

社融统计的债券融资是指由非金融企业发行的各类债券，包括企业债、超短期融资券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、非公开定向融资工具、资产支持票据、公司债、可转债、可分离可转债和中小企业私募债等券种。

央行的债券统计工作相对系统和庞大，仅有一部分数据可用于社融债券融资统计量的构建。社融债券统计量主要由注册、托管、清算机构等进行统计，如中国银行间市场交易商协会、上海清算所和中央国债登记结算公司，这些机构将数据汇总报送央行，央行整理后发布社融债券融资数据。

市场有关社会融资规模统计量的困惑

社会融资规模不会纳入统计的原因是什么？

考虑到社会融资规模的统计原则，有一些统计量不应该被央行纳入社会融资规模指标内，主要体现在三个方面：**外商直接投资和外债、外汇占款以及国债。**

外商直接投资是外国投资者在我国境内通过设立外商直接投资企业等与中方投资者共同开发的一种投资方式。外债是一国居民对非居民承担的具有契约性偿还责任的负债。**这两者的发行部门都是国外**，而社会融资规模统计制度要求货币持有部门和发行部门均为居民部门，简言之，外商直接投资和外债不是实体经济从境内获得的资金支持，因此不纳入社会融资规模。

外汇占款不计入社融主要源于两个原因。其一，外汇占款发行主体本质上是国外部门。依照居民统计原则，外汇占款自然不纳入社会融资规模统计量。其二，我国外汇占款的变动主要是由于国际收支顺差导致，顺差的外汇资金通过金融机构结售汇形成，外汇占款的这种变动很大程度上是被动的，本质上并不属于金融调控的范畴。

而国债不纳入社会融资规模统计量的原因有三。第一，国债的融资主体是政府部门，而非实体经济，因此不纳入社会融资规模。第二，国债筹集的资金部分用于政府的日常开支、弥补财政赤字，绝大部分不计入实体经济领域。第三，国债发行是财政政策的重要组成部分，不能看作货币政策调控的直接对象。

地方债是否纳入社会融资规模呢？

国债不纳入社会融资规模统计量，顺着这个思路来看地方债。中央代发地方财政的债券是否纳入社融？我们认为不会纳入，其一，中央代发地方财政债券是政府部门融资，不符合居民和企业原则，其次，中央代发地方财政的债券也是财政政策的重要抓手，不能直接看作货币政策调控的对象。总而言之，因居民原则和财政特性，中央代发地方财政债券不计入社融。

反观城投债又不一样，城投债会纳入社融统计量。虽然城投公司在运作过程中被视作准政府，但毕竟还不是政府机构，地方政府仅仅通过注资作为投资人参与公司运作，城投公司自然属于非金融企业而非政府部门，所以在数据统计过程中城投债满足社融的统计原则。同时，城投债主要通过企业债、中期票据等债种发行债券，这些债券种类均属于社融债券融资的统计范畴，数据可得性也可以得到满足，则城投债属于社会融资规模范畴。

社会融资规模是否存在重复统计？

关于社会融资规模是否存在重复统计的讨论，缘起于 2013 年前后，社融增速较高而经济增长下台阶，作为金融体系支持实体经济的晴雨表，增长与社融两种数据的背离备受关注。市场比较关心理财、委托贷款是否存在重复统计问题。

问题一：理财在社融中是否存在重复统计？理财不计入社融，无重复统计的问题。

我们认为理财资金不存在重复统计，这一问题本身就存在**遗漏**，作为负债方项目的理财本身就不计入社融。理财即为我们一般认为的银行代客理财，从资产负债关系来看理财投资计划，负债方即为理财资金来源，是企业、个人、机构等客户的理财投入资金；资产方为理财资金的各种运用，可能配置债券、银行承兑汇票、信托贷款等等金融工具。社会融资规模是从金融机构资产方进行统计，个人、企业等理财资金来源是负债方项目，不计入社融，而属于资产方理财资金运用的各种金融工具已经计入社融，不存在遗漏或重复计算。

问题二：委托贷款是否存在重复统计问题？

委托贷款一般可分为三类：1、企业或者个人委托银行将资金贷给企业或个人。2、集团企业委托所属财务公司将资金贷给其他企业。3、金融机构委托银行将资金贷给企业或者个人。社会融资规模反映的是金融体系对实体经济的支持，即对非金融企业贷给企业 and 个人的资金支持。所以前两种形式的委托贷款应该计入社融，第三种仅反映金融体系内部交易，应该剔除。

争论较大的是第二种委托贷款，集团企业委托所属财务公司将资金贷给其他企业，集团企业的委托资金来源无法明确区分是银行贷款、债券融资或者其他，随后将资金通过委托财务公司继续贷出。表面看，集团企业通过银行贷款再进一步委托财务公司贷出，可能存在银行存款与委托贷款重复计算的问题。实际上，我们认为这是金融深化的自然表现，如集团企业拿到银行贷款后也可以选择存款，银行通过存转贷进一步放款，这是货币派生过程的自然表现，不能认为是重复统计。

社会融资规模包括 ABS 吗？

表外融资是指通过表外业务进行资金融通，这种融资不体现为资产方或负债权益方的增加。社会融资规模中的表外融资主要包括：信托融资、委托融资和未贴现的银行承兑汇票，但这仅仅是金融机构表外业务的一部分，金融机构表外业务还包括：表外理财、ABS、保函、跟单信用证等等。

近年来资产支持证券快速发展，ABS 是否纳入社融统计范畴也成为关注热点。我们认为，考虑 ABS 是否纳入社融需考虑“是不是”和“能不能”问题。信贷 ABS 的基础资产已经纳入社融，所以信贷 ABS 不计入社融。企业 ABS 中，由金融机构购买持有的企业 ABS 应该纳入社融。

根据资产证券化的定义将 ABS 分成两个部分，基础资产及在基础资产上证券化的部分。信贷 ABS 的基础资产如企业贷款、租赁资产、汽车贷款、抵押贷款等已经计入社融。考虑重复统计问题，由基础资产衍生的信贷 ABS 自然不纳入社融。此外，还需限定非金融企业，社融统计的是金融体系对实体经济的支撑，金融体系的内部资金流动不纳入考虑。

信贷 ABS 中基础资产已经纳入社融，所以信贷 ABS 不纳入社融，那企业 ABS 是否纳入社融呢？我们认为，需要从“是不是”和“能不能”两个角度来看。首先考虑“是不是”问题，将企业 ABS 拆分为衍生的 ABS 部分与基础资产部分，企业 ABS 的基础资产主要有小额贷款、租赁租金、应收账款、信托受益权、企业债权、委托贷款等，基础资产的资金来源并不全是金融机构，穿透式的往前追溯，企业 ABS 的基础资产在资产形成时可能已经纳入社融（如委托贷款），在此基础上的信用派生过程（企业 ABS）应该不计入社融。另一方面，即便基础资产未进入社融，部分企业 ABS 应该可以纳入社融，如企业债权作为基础资产时，企业间的债权与金融体系无关，不计入社融；但以企业债权经证券化后被金融机构购买的企业 ABS，体现为金融对实体企业的融资支持，这一类企业 ABS 应该纳入社融。

其次，我们考虑“能不能”的问题，社融统计原则中很重要的一点是可得性原则。可得性原则是指计入社会融资规模的指标应是可统计和可计量的，并且其数量较大，对经济有较明显影响。通过前述分析，我们认为，仅有被金融机构购买的企业 ABS 应该纳入社会融资规模统计量。如果可以满足可得性，未来则可以纳入社融统计。企业 ABS 流通场所为上交所、深交所、机构间报价系统，面向的投资群体是合格投资者，投资群体范围相对广泛。企业 ABS 数据可由交易所统计报送央行，表明企业 ABS 确实可计量和可统计。未来，随着金融深化持续推进，企业 ABS 满足社融统计量的经济影响重要性及规模要求后，未来也将纳入社融统计量。

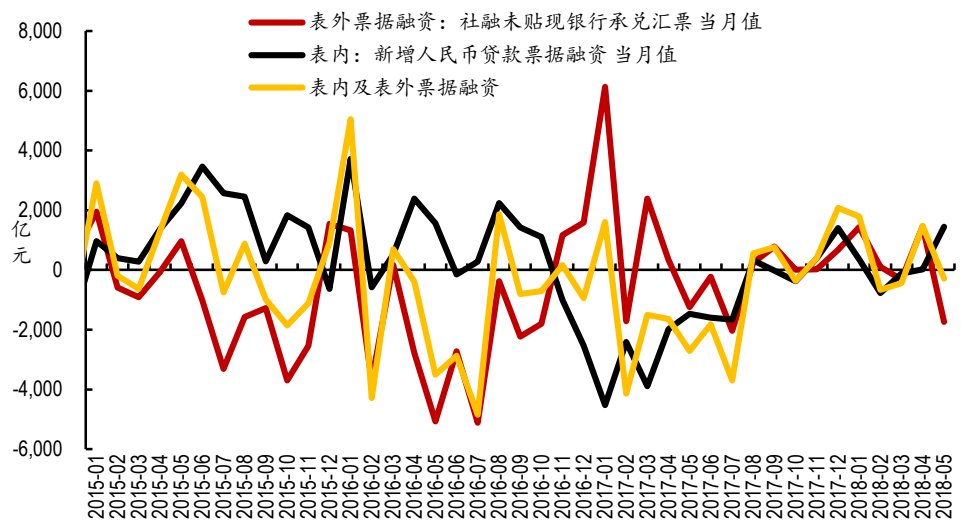
表内和表外票据融资有何不同？

银行承兑汇票作为一种金融手段，一种延期支付的信用工具，是指企业在缺乏资金时，以其信用向银行贷款，银行在承诺期限以票据为凭证支付现金的放贷方式，也就是银行利用自己的信用提高企业所签发汇票的接受程度。

表内票据融资实际指已经贴现的银行承兑汇票，表外票据融资即为未贴现的银行承兑汇票。是否贴现只是一个票据状态，贴现后就计入表内，未贴现则在表外。

未贴现的银行承兑汇票指企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的部分。统计上体现为企业签发的全部银行承兑汇票扣减已在银行表内贴现的部分，其目的是为了保持社会融资规模中不重复计算。表内外票据融资的变化可以佐证一些经济事实。在表内、外票据融资总量相对稳定时，当出现大量表外票据融资经贴现结转表内，表明企业流动性偏好作用下进行集中贴现。

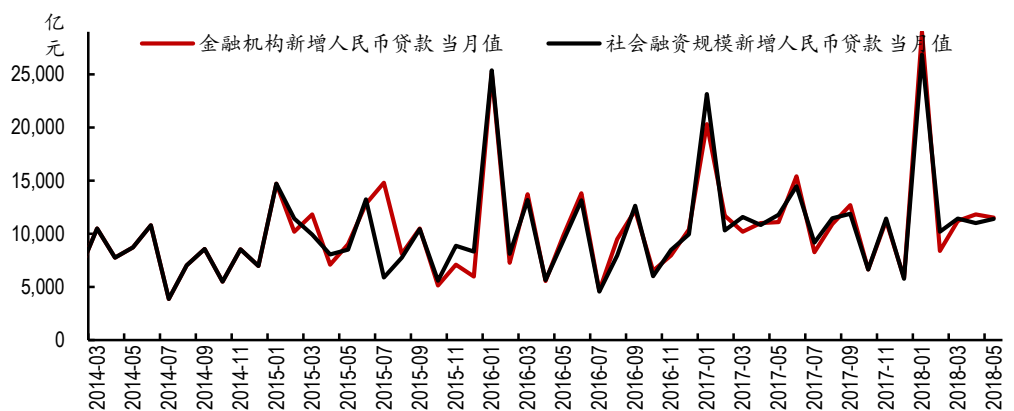
图表16： 表内及表外票据的增量与存量变化关系。



资料来源：Wind，华泰证券研究所

信贷口径的人民币贷款与社融口径的人民币贷款有何不同？

图表17： 信贷口径人民币贷款及社融口径人民币贷款不一致。（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

信贷口径下的人民币贷款与社融口径的人民币贷款并不一致，这种不一致来自于统计原则的不同。由于社融的金融服务实体原则与居民原则，社会融资规模统计中的人民币贷款不包括银行业金融机构拆放给非银行业金融机构的款项和境外贷款。

其一，银行业金融机构拆放给非银行业金融机构并非对实体经济的支撑，也许非银机构会通过某种业务形式支持了实体企业，但银行拆放给非银金融机构的资金依旧需要剔除，因此不纳入社融口径。

其二，银行业拆放的境外贷款是金融体系对境外企业的资金支撑，不符合社融统计的居民原则，社会融资规模统计时要求货币持有部门必须为居民部门，即本国经济领土内保持一个经济利益中心的机构单位，其中经济领土需受本国政府管辖的地理领土限制。

风险提示：政策落地不及预期，经济增速下滑快于预期，外部因素对国内经济产生扰动，货币政策导向出现调整。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com