

2022.02.20

# 金融数据分析手册

## ——宏观分析手册之十一

### 本报告导读：

本报告从社融、信贷、货币存款三方面着手，阐述了我国金融数据的内涵及历史脉络，以实际案例展示了我国金融数据的分析方法，并提供了一套较为全面的金融数据预测工具。

### 摘要：

- **金融数据主要指社融、信贷以及货币存款数据。**金融数据每月中旬发布，紧随通胀数据，是每月宏观数据中最先公布的一批重要数据。金融数据领先于实体经济，对研判货币政策走向有重要作用，因而颇受市场关注。社融和信贷属于资产端数据，反映实体“信用”扩张程度；货币存款属于负债端数据，反映居民、企业持有“货币”（广义流动性）的情况。
- **金融数据是什么？**
  - ✓ **资产端：社融和信贷。**社融数据诞生于2011年，历经4次调整。目前央行每月发布存量规模和当月新增规模两种口径的社融数据，其中，存量同比数据更受市场关注，据此可以判断当前信用的宽紧程度；增量数据波动较大、季节性明显。分析社融和信贷的分项可以了解融资增长质量。社融可拆解为直接融资、间接融资和其他融资。
  - ✓ **负债端：货币加存款。**货币供应量数据自1994年开始公布，历经3次调整。货币数据仅从银行信用派生角度出发，不考虑实体经济从非银金融机构及资本市场获得的资金支持。按流动性高低可划分为M0、M1、M2三个层次。基于定义法和信用派生法，可以对货币供应量的影响因素进行拆解。
- **如何分析金融数据？**我们复盘了2016年-2021年的金融数据，并分析了背后的经济含义与投资指向。受经济下行、地产调控及去杠杆政策影响，社融仅在2017年Q1和2020年Q2、Q3走高，其他时间均处下行通道或低位徘徊。M1、M2在2016年因地产去库存而走高，此后直至2021年，由于地产调控收紧以及实体经济不景气总体上保持低位徘徊。
- **金融数据与实体经济的关联。**首先，企业中长贷与实体经济增长高度相关，居民短贷受居民消费影响，居民中长贷主要与房地产景气度相关，新增外币贷款主要与进口金额和人民币汇率相关。其次，M2-M1剪刀差反映经济活跃程度，而房地产销售和政府债务也会影响货币剪刀差。社融-M2剪刀差主要反映通过银行表内以外渠道的实体融资需求。
- **如何预测金融数据？**1)利用高频数据预测近月社融分项，如用3M转贴利率预测票融，用PMI预测居民短贷，用基建投资增速预测企业中长贷。利用政策层对宏观杠杆率的定调预判远月社融增速；2)企业活期存款呈现季初下降、季末抬升，居民储蓄因购房行为转移为企业活期存款，均会影响M1走势。预判M2要进一步考虑居民储蓄存款、企业定期存款；3)要注意存量相减≠当期增量。社融增量和存量差值间的误差来自于细分项（外币贷款、企业债券融资和其他项）的误差，经调整后预测偏差可由通常的0.01%~0.11%缩减至0.03%~0.04%。

### 报告作者



董琦(分析师)



021-38674711



dongqi020832@gtjas.com

证书编号 S0880520110001



陈礼清(研究助理)



021-38676550



chenliqing@gtjas.com

证书编号 S0880120080009

### 相关报告

|               |            |
|---------------|------------|
| 房地产投资的分析与预测   | 2022.02.20 |
| 制造业投资的分析与预测   | 2022.02.19 |
| 美国通胀与就业的分析和预测 | 2022.02.17 |
| 中国的基建投资还能走多远  | 2022.02.15 |
| GDP 分析手册      | 2022.02.10 |

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 一、金融数据是什么？ .....                       | 3  |
| 1.1. 金融机构资产端：社融以及信贷 .....              | 3  |
| 1.1.1 社融的诞生和口径变迁 .....                 | 3  |
| 1.1.2 社融总量层面的两大关注点：存量同比和新增规模 .....     | 5  |
| 1.1.3 社融和信贷的各分项分析：了解融资增长质量的窗口 .....    | 7  |
| 1.2. 金融机构负债端：货币加存款 .....               | 13 |
| 1.2.1. 货币层次划分和 M2 口径变迁 .....           | 13 |
| 1.2.2. 定义法和信用派生法探析 M2 本质 .....         | 14 |
| 二、如何分析金融数据？ .....                      | 17 |
| 2.1. 把握规律：2016-2021 金融数据复盘 .....       | 17 |
| 2.2. 月度分析案例——2021 年 12 月金融数据 .....     | 21 |
| 三、金融数据与实体经济的关联 .....                   | 25 |
| 3.1. 社融信贷各分项对实体经济的领先启示 .....           | 25 |
| 3.2. M2-M1、社融-M2 剪刀差背后的信息 .....        | 27 |
| 四、如何预测金融数据？ .....                      | 29 |
| 4.1. 信贷社融的预测 .....                     | 29 |
| 4.1.1. 近月预测：利用高频数据进行分项预测 .....         | 29 |
| 4.1.2. 远月预测：利用宏观杠杆率的信息 .....           | 34 |
| 4.2. M1、M2 的预测 .....                   | 35 |
| 4.3. 预测时不容忽视的细节：存量相减 $\neq$ 当期增量 ..... | 38 |

金融数据主要是指社融、信贷以及货币存款数据。每月中旬发布上一个月数据情况，紧随通胀数据，是每月宏观数据中最先公布的一批重要数据。该数据颇受市场关注，主因两点：

**第一，金融数据具有领先性。**货币金融周期领先于经济周期，实体企业要开工生产，首先要有钱投入。行军打仗，粮草先行，金融数据表征的便是经济运行中的粮草。从历史上看，金融领先经济通胀在 1-2 个季度。

**第二，金融数据由央行编制和发布，来源较为权威，**是衡量我国金融对实体支持和广义流动性的官方指标，因而也是我国货币政策调控的重要参考指标，可以借此指标来研判政策走向。

按照金融机构的资产负债表来看，属于资产端的是金融数据中的社会融资规模（简称社融）、新增人民币贷款，反映了实体“信用”扩张程度，是实体融资需求和银行端信贷供给的综合结果；属于负债端的货币供应量（M0、M1、M2）与新增人民币存款反映的是居民、企业的“货币”（广义流动性）的情况。

本分析手册主要分为三个部分：

**第一，金融数据主要是什么？央行是怎么编制的？**

**第二，金融数据如何分析？**怎样通过每月的金融数据去捕捉经济变化的蛛丝马迹，进而去分析其对未来资产价格的走势的影响？

**第三，金融数据如何去预测？**进而如何预判未来的货币政策取向？

## 一、金融数据是什么？

### 1.1. 金融机构资产端：社融以及信贷

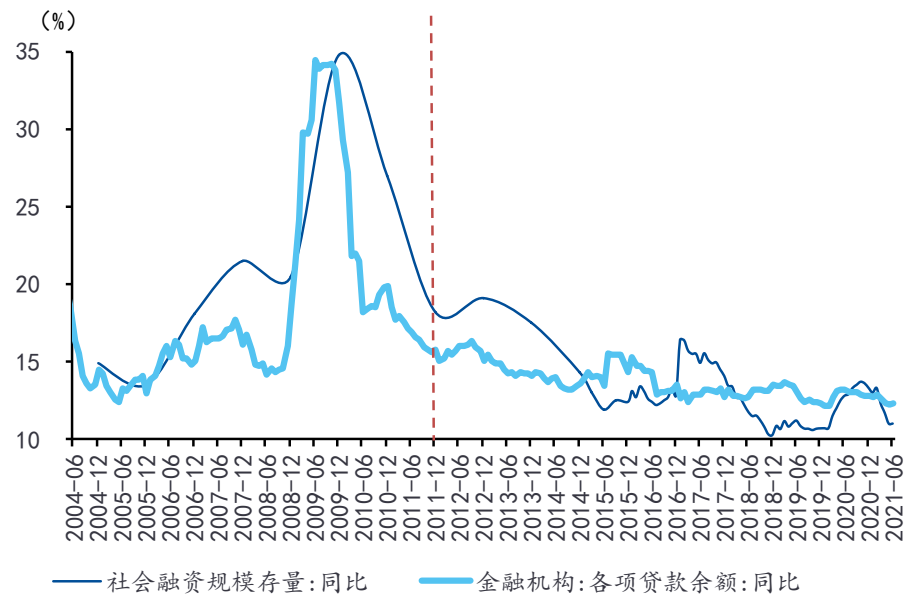
#### 1.1.1 社融的诞生和口径变迁

社融是社会融资规模的简称，在 2011 年央行的年度工作会议中提出并正式进入货币政策制定，是指实体经济（境内非金融企业和住户）从银行、信托等金融体系内获得的资金，属于金融机构的资产端，而传统的货币供应量来源于金融机构的负债端。

**该指标包括 9 个大项，**即人民币贷款、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，可以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状况。

之所以在 2011 年设立社融指标，是因为在 2011 年前后我国实体经济的融资方式发生了较大变化。2011 年之前，我国实体融资以银行主导的间接融资占绝对主导，直接融资比例较小，社融与信贷差别不大，因此也就没有统计社融的必要。但是随着金融创新，实体经济融资渠道逐渐多元化，非标、企业债券融资等渠道也逐渐成为实体融资中非常重要的一部分，仅仅观察表内信贷规模的变化已经无法准确把握金融对实体的支持力度，信贷和社融常常出现背离，背离恰恰反映了实体表外融资的旺盛程度。社融相比于信贷，反映更为全面。

图 1: 2011 年之后, 随着直接融资的兴起, 社融比信贷更能全面反映实体融资



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018 年以来, 社融的统计口径共发生四次调整, 其中两次在 2018 年, 两次发生在 2019 年。2018 年 7 月, 社融中的“其他”纳入“存款类金融机构资产支持证券、贷款核销”, 9 月地方政府专项债券纳入社融中的“政府债券”。前者主要是因为若不考虑这两项, 信贷规模可能被低估; 后者主要是因为地方融资平台与政府脱钩之后, 融资主体发生变化对社融统计产生扰动。

- ✓ “存款类金融机构资产支持证券、贷款核销”在理论上表现为信贷规模的减少, 但事实上实体企业并不会因为 ABS 和贷款核销而减少融资, 若剔除这两项, 便会低估金融系统对实体的支持力度。2018 年之后, ABS 发行规模和贷款核销都有所加大。2018 年 9 月两项之和高达 1612 亿元, 而彼时信贷规模也仅为 1.46 万亿。
- ✓ 地方政府专项债券从性质上是为了满足地方公益性项目的资金需求, 并不纳入预算赤字管理。但从 2014 年 43 号文发布之后, 地方融资平台与政府融资脱钩, 平台融资规模大幅下降, 而与此同时, 地方政府专项债券在 2015 年之前不足 1000 亿元, 而后不断增长, 2018 年已经达到 1.35 万亿, 2020 年疫情年达到 3.75 万亿, 2021 年的预算规模也在 3.65 万亿。若不将专项债纳入社融口径, 则地方融资平台融资的大幅下降会被错误地解读为金融体系对实体的融资大幅下降, 从而低估社会融资规模。而事实上, 部分地方融资平台先前的融资需求已经用专项债来进行满足, 融资主体从平台公司转移为了地方政府。

2019 年 9 月, 央行将交易所企业资产支持证券纳入“企业债券”。这是因为证券公司、基金公司子公司在交易所发行资产支持证券, 大多数都是用企业的应收账款和小贷公司的贷款作为基础资产, 反映了金融对实体经济的支持。

2019 年 12 月, 央行将国债、地方政府一般债券和地方政府专项债券统一纳入合并为“政府债券”。这是因为不论是国债还是专项债等, 募集资金都是运用支持实体经济, 这种调整的背后体现了货币政策与财政政策的协调配合, 反映了两个“钱

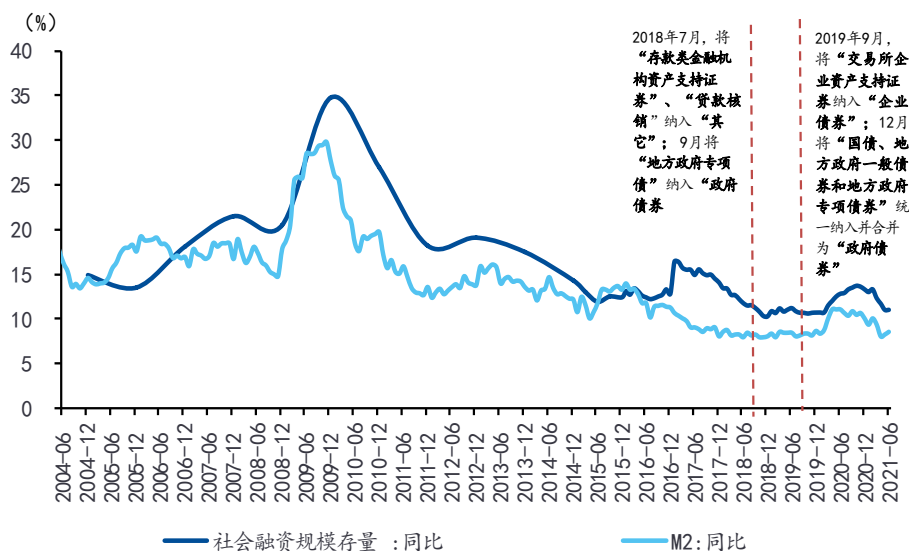
袋子”对于社会信用总量的影响程度。

图 2：社融指标发展简史

| 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”。                                     |
| 2010年3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。                   |
| 2018年7月  | 2018年第一次修订，将存款类金融机构资产支持证券、贷款核销纳入“其他”。                            |
| 2018年9月  | 2018年第二次修订，将地方政府专项债券纳入“政府债券”。                                    |
| 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”。 |
| 2019年9月  | 央行将交易所企业资产支持证券纳入“企业债券”。  |
| 2019年12月 | 央行将国债、地方政府一般债券和地方政府专项债券统一纳入合并为“政府债券”。                            |

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：社融指标的四次重要的口径变更



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

### 1.1.2 社融总量层面的两大关注点：存量同比和新增规模

每月中旬央行一般会公布两种口径的社融数据，一个是存量规模数据，另一个是当月新增规模，即增量数据。我们通常所说的信用周期见底或者见顶，指的是社融存量同比增速是否见底或者见顶。

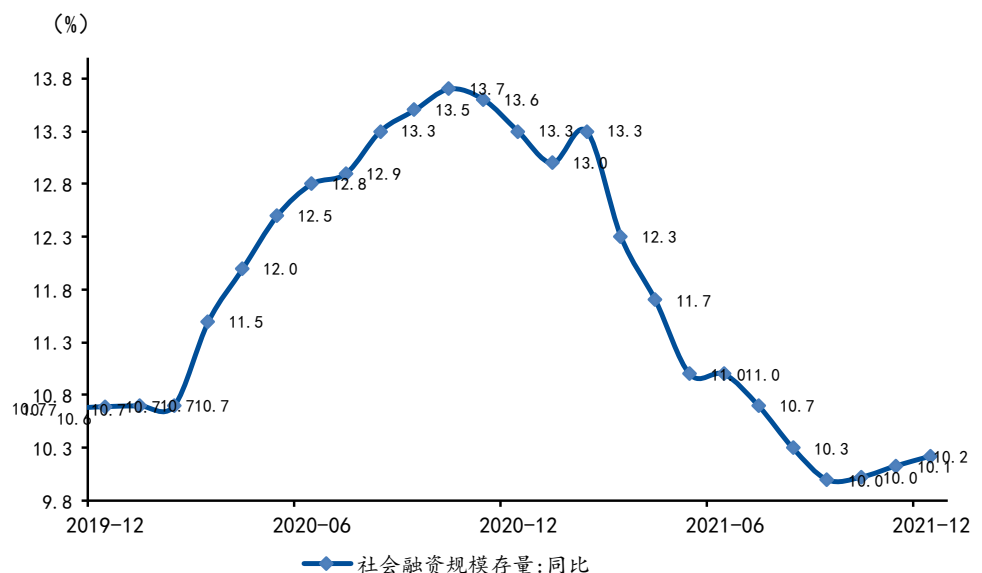
由于增量数据波动大，我们常常最为关心社融存量的同比数据。社融规模存量是



指仍然存留在实体经济体系内、支撑实体经济发展的融资规模。市场中我们常讨论的“信用收缩（紧信用）”、“信用扩张（宽信用）”等，观测的指标就是社融存量同比增速。我们常常用“社融是否见顶”，“社融是否触底反弹”，“社融是否企稳”来观察信用收缩和扩张的情况，这些拐点的判断均指的是社融存量同比增速的拐点。

- ✓ 最近一轮社融的“顶”出现在 2020 年 10 月，彼时社融存量同比增速触及 13.7% 之后见顶回落，此后一路下行至 2021 年 5 月的 11%，体现了货币政策在四季度由“宽信用”转向“紧信用”。
- ✓ 最近一轮社融的社融“底”出现在 2021 年 9 月，2021 年 5 月前开启了信用收缩之路，6 月社融增速企稳在 11%，信用收缩最快的时刻已经过去。表明 2021 年四季度已经从“紧信用”过渡到“稳信用”。

图 4：最近一轮社融“顶”出现在 2020 年 10 月，社融“底”出现在 2021 年 9 月



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

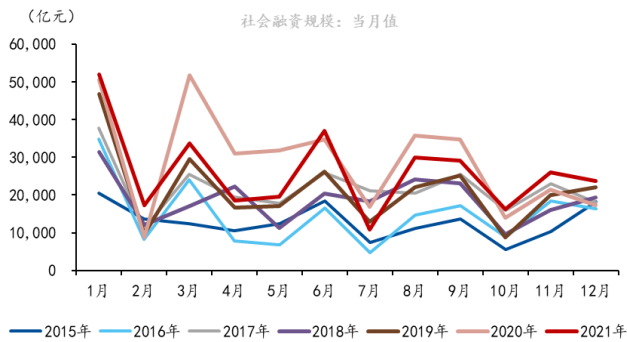
社融新增规模指的是当月投放总量扣除到期后的净融资规模，对短期动态平衡有更好的发现和解释能力。一方面，需求端，新增社融能很快地揭示实体融资需求；另一方面，供给端，其可以很好得反映银行扩表意愿，因此可以借以推测货币政策的变化。需要注意的是，新增社融中既包含债务本金，也包含存量债务的利息。

社融新增规模具有非常明显的季节性，环比波动较大，常常需要测算同比多增/少减的规模来进行解读。这种季节性波动主要来自其中人民币贷款的季节性波动。这种季节性主要有两大表现。

- ✓ 第一，年内主要表现为季末冲量走高，季初走低，比如 3、6、9 月为银行季末考核时点，常常为满足考核指标而有较大的投放意愿。
- ✓ 第二，1 月和 11 月也会呈现明显扩张。由于银行有“早投放、早收益”的倾向，1 月常常为信贷和社融的“开门红”，近年来 1 月份社融规模占比可以达到全年的 15% 左右。而四季度整体上是全年信贷额度较低的季度，但 11 月常常

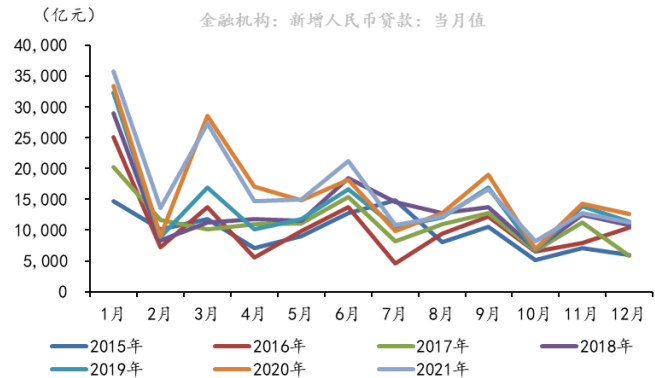
因为银行为提前安排剩余额度而投放有所扩大。一般而言，年底12月时，信贷额度常常所剩无几，规模也为全年较低水平。

图 5：新增社融规模具备一定的季节性特征



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：新增社融规模的季节性主要受到信贷规模的影响



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

剔除季节性波动之后，若当月社融新增规模不及预期，则说明实体经济融资体量不及预期，市场常常会下修对未来实体经济的增速。

### 1.1.3 社融和信贷的各分项分析：了解融资增长质量的窗口

社融和信贷的分项分析是我们了解融资增长质量的重要切入口，因为社融和信贷总量高并不一定意味着融资将延续高增长，比如当支撑高总量的因素是票据、短贷等分项时，由于资金期限短难以带动企业中长期投资便难以拉动融资的持续扩张。

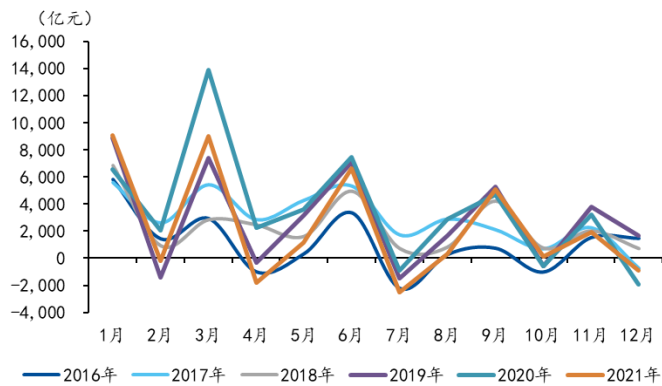
我们首先将社融拆解成直接融资、间接融资、其他融资三个层面：

首先是间接融资层面，包含表内的人民币贷款和外币贷款以及表外的信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票。

社融口径的新增人民币贷款与央行单独公布的新增人民币贷款口径存在差异，前者不包含非银贷款而后者包含，这是因为社融反映金融体系对实体经济的支持情况，而非银贷款反映的是金融体系内部的资金流动。按投向的经济部门的不同划分为企业、居民两大类。

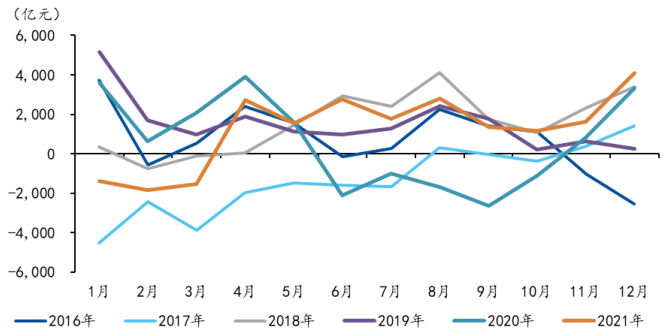
企业部门的信贷分析尤为重要，可以拆分成短期贷款、票据融资和中长期贷款三项（由于融资租赁和垫款规模较小，分别在200-300亿和100-300亿之间，一般不作单独分析）。其中企业短期贷款和票据融资期限在1年以下，用于企业维持营运、偿还负债等，与企业中长期投资关系较小，若该部分占比较高，则信贷的质量偏差。短贷呈现明显的季节性，1月、3月、6月、9月新增量处于高位，1月主因年初开门红银行大量投放各类信贷，3月、6月、9月的高增受季度末冲贷影响，6月尤为明显。

图 7： 短贷呈现明显的季节性



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8： 票据融资季节性弱于短贷,常常作为银行腾挪调整项目



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

票据融资规模的高低与实体融资需求强弱呈现明显的负相关,并且与银行风险偏好高度相关。具体而言,若实体融资需求趋弱时,银行往往为维持信贷额度不被收回而投放大量票据,也就是市场上常说的“票据冲量”,这属于被动增加票据投放的情形。此外,若经济趋于下行、企业信用风险上升时,银行也可能主动收缩信贷投放比例转而投放票据,反映银行风险偏好处于低位。

图 9： 票据监管类文件梳理

| 时间         | 政策文件   |
|------------|--|
| 1995/05/10 | 《票据法》发布  |
| 1997/05/27 | 央行发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》（银发〔1997〕216号）  |
| 1997/09    | 央行发布《支付结算办法》（银发〔1997〕393号）   |
| 1998/06/02 | 央行发布《关于加强商业汇票管理，促进商业汇票发展的通知》（银发〔1998〕第229号）  |
| 2001/07/24 | 央行发布《关于切实加强商业汇票承兑贴现和再贴现业务管理的通知》（银发〔2001〕236号）  |
| 2004/08/28 | 《关于修改〈中华人民共和国票据法〉的决定》修正发布  |
| 2009/10/16 | 央行发布《电子商业汇票业务管理办法》（中国人民银行令〔2009〕第2号）   |
| 2012/12/20 | 央行发布《电子商业汇票系统运行管理办法》   |
| 2015/12/31 | 原银监会发布《关于票据业务风险提示的通知》（银监办发〔2015〕203号）  |
| 2016/05/06 | 在2016年初票据市场大案频发的压力下，央行和银监会发布《关于加强票据业务监管 促进票据市场健康发展的通知》（银发〔2016〕126号）   |
| 2016/05    | 央行负责人及部分票据部代表成立团队筹备票交所，计划2016年11月上线。   |
| 2016/08/30 | 央行发布《关于规范和促进电子商业汇票业务发展的通知》（银发〔2016〕224号），大力推广电票。   |
| 2016/11/02 | 央行办公厅下发《关于做好票据交易平台接入准备工作的通知》（银办发〔2016〕224号），推进纸票电子化。并明确票交所一期系统在12月8日上线；至2017年7月底，完成票交所（一期）建设，票交所（一期）过渡期间，票交所（一期）与 ECDs 并存。 |
| 2016/12/08 | 央行发布《票据交易管理办法》（中国人民银行公告〔2016〕第29号），同日上海票交所正式开业运营。  |
| 2018/06/04 | 央行发布关于修订《电子商业汇票系统管理办法》等四项制度的通知《银发〔2018〕152号》   |
| 2018/05/09 | 银保监会发布《关于规范银行业金融机构跨省票据业务的通知》（银保监办发〔2018〕21号）   |
| 2019/07    | 北京银保监局印发《关于规范银行业金融机构票据业务的监管意见》，严格禁止银行业机构通过高比例担保票据业务违规调节资产质量、吸收存款或接续。   |
| 2020/06/05 | 央行发布《关于规范商业汇票信息披露的公告（征求意见稿）》   |
| 2020/06/28 | 央行发布《标准化票据管理办法》（中国人民银行公告〔2020〕第6号）   |
| 2020/12/23 | 最高院发布《关于审理票据纠纷案件若干问题的规定（2020修正）》   |
| 2022/01/14 | 央行和银保监会联合发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法（征求意见稿）》  |

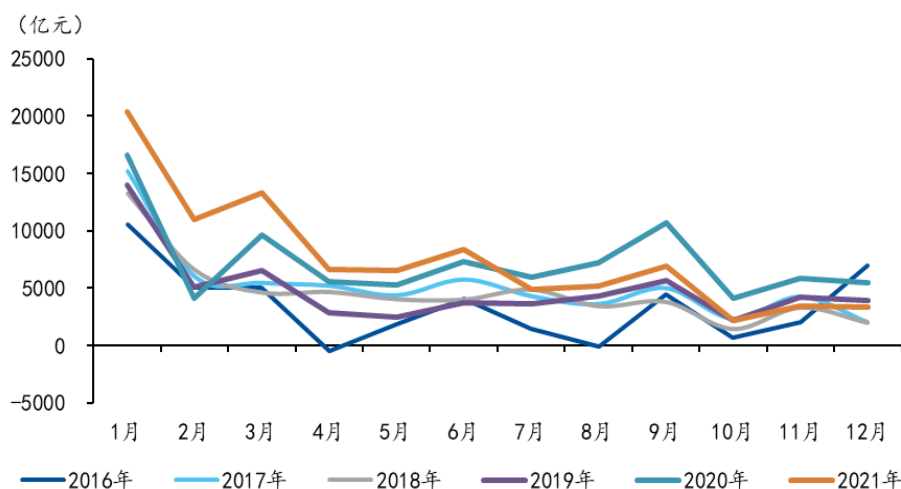
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

企业中长期贷款与资本开支直接挂钩,往往与实体经济增长高度相关,往往在年



初和季末相对较高，但是其季节性并没有企业短贷和票据融资明显。

图 10：企业中长贷呈现一定的季节性且 1 月最高



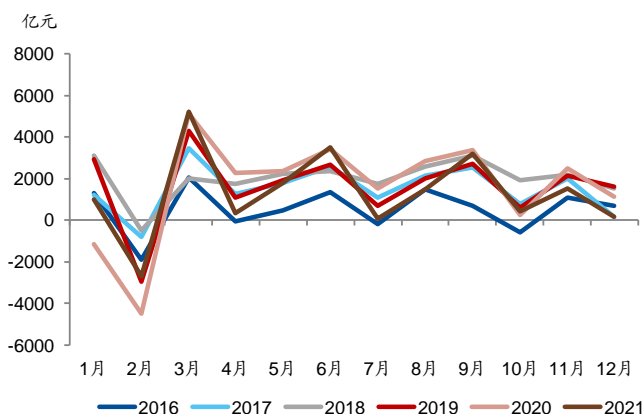
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

居民部门信贷占新增人民币贷款比重在 40%~60%，其同比波动较企业贷款更小且通常能够部分对冲企业贷款的同比变化，但是自疫情以来居民部门信贷波动有所放大，对信贷整体的影响更加明显，在分析金融数据时需要特别注意。

居民信贷可以分为短期贷款和中长期贷款，短期贷款包含个人经营性贷款、信用卡和消费贷款，中长期贷款以住房按揭贷款为主，住房按揭贷款占居民中长期贷款的 80% 左右，其余为个人中长期经营性贷款。

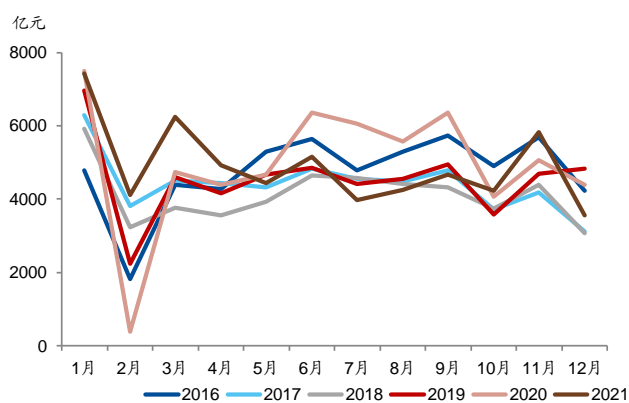
外币贷款是金融机构已信贷、贴现、垫款等方式向非金融企业与居民发放，以外币为计价单位的贷款，多用于进口付汇。

图 11：居民短贷以个人经营性贷款、信用卡和消费贷款为主，呈现明显的季节性



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

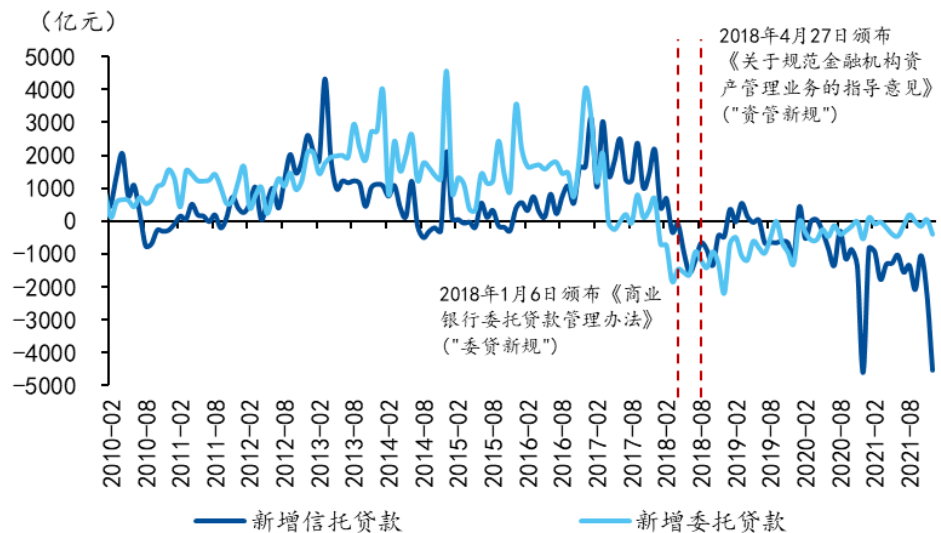
图 12：居民中长期贷款以住房按揭贷款为主，住房按揭贷款占居民中长期贷款的 80% 左右



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

间接融资层面另一分析重点是“表外三项”，即信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票。

图 13: 2018 年以来, 新增信托贷款、新增委托贷款持续为负



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

- ✓ 信托贷款, 指信托公司运用信托计划吸收的资金, 对信托投资计划规定的单位和项目发放的贷款, 不列入信托公司资产负债表。**2018 年以前, 新增信托贷款规模受融资需求影响明显, 特别是基建和地产的融资需求, 而自 2018 年资管新规颁布以来, 政策因素影响占上峰, 金融强监管下, 信托公司开展业务的难度大大增加, 新增信托贷款持续为负。**
- ✓ 委托贷款, 指企事业单位及个人作为委托人提供资金, 由当地金融机构代为发放、监督使用并协助收回的贷款。2018 年以前委托贷款通常是银行投资于城投、开发商、两高一剩企业的渠道, 而自 **2018 年委贷新规颁布后, 要求资金来源不能是资管产品, 同时银行不能代委托人确定借款人或提供担保, 因此过去“假委贷、真非标”模式终结, 新增委托贷款也自此持续为负。**

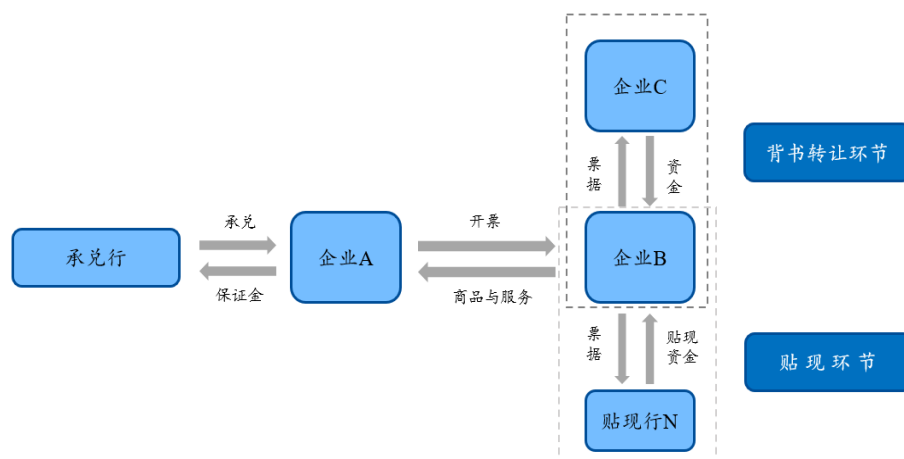
图 14：关于信托监管文件梳理

| 时间      | 政策/事件                                   | 主要内容   |
|---------|---|--|
| 2017/07 | 《中国银监会关于规范银信类业务的通知》                     | 明确银信通道类业务的定义：在银信类业务中，商业银行作为委托人设立资金信托或财产权信托，信托公司仅作为通道，信托资金或信托资产的管理、运用和处分均由委托决定，风险管理责任和因管理不当导致的风险损失全部由委托人承担的行为。<br>禁止利用通道类业务规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定，禁止通过信托通道将表内资产虚假出表。<br>禁止将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。  |
| 2018/04 | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》                   | 金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。<br>禁止刚性兑付，非标投资期限错配。<br>禁止滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。  |
| 2019/05 | 《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》             | 信托业待须整治的问题包括：违规向房地产项目、地方政府、“两高一剩”等限制领域提供融资；未有效识别或故意隐匿资产风险；开展非标资金池业务；违规提供通道服务等。   |
| 2019/08 | 《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》          | 加大信托通道业务压缩力度，督促信托机构制定下半年信托通道业务压降计划，明确相应时间安排和压降任务，按月监测信托通道业务压降情况。<br>控制房地产业务增速，遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。<br>信托业窗口指导常态化。  |
| 2020/05 | 《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》                 | 限制非标投资金额及集中度：全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的百分之三十；全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的百分之五十。<br>禁止资金池业务：资金信托单独设立、单独管理、单独建账、单独核算、单独清算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。 |
| 2020/06 | 《关于信托公司风险资产处置相关工作的通知》                   | 要求压缩信托通道业务、融资类业务。重点压降以下两类融资类信托业务：一是各类金融机构借助信托通道开展监管套利、规避政策限制的融资类业务；二是信托公司偏离受托人定位，将自身作为“信用中介”，风险实质由信托公司承担，违法违规开展的融资类业务。   |
| 2020/08 | 《标准化债权类资产认定规则》                          | 明确了信托公司开展标债资产投资业务的范畴：“非非标”不属于标债资产。此外，明确了标债资产的范畴和运营管理要求，堵住了“非非标”和部分“非标转标”的规则漏洞。<br>对标债资产涉及的底层资产进行了规范和认定，对资管产品纳入标债资产与否给予了限定，将限制信托公司通过嵌套开展标债资产投资业务的范围。  |
| 2020/12 | 2020年中国信托业年会                            | 监管层表示在2021年严监管及强监管态势将进一步巩固，监管问责也会更加严格。<br>要求信托业杜绝与监管博弈的心态，不通过变通或绕开监管规定开展信托业务，不能以此寻求相对于其他信托公司的不正当竞争优势，从而破坏市场秩序。   |
| 2021/02 | 2021年度信托监管工作会议                          | 据《证券时报》报道，监管明确表示，2021年将继续开展“两压一降”：压降信托通道业务规模，压缩违规融资类业务规模，降低金融同业通道业务，并加大风险处置力度。主要包括：融资类信托规模再降1万亿，违规金融同业通道清零，风险处置3000亿以上；房地产规模不超过2020年末。   |
| 2021/03 | 《关于辖内信托公司做好2021年“两项业务”压降及风险资产处置相关工作的通知》 | 对信托投资项目的分类进行了严格划分。<br>非投资类项目的内容包括：债权投资；应收账款投资；各类资产收（受）益权投资；附加回购、收益补偿、流动性支持等担保安排或条件严苛对赌协议的股权（含收益权）投资；对单个信托项目定向发行的私募债投资；期限较短、限制跳息次数或通过跳升利率过高等条件的永续债投资等。  |
| 2021/05 | 《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》              | 明确了五种方式处置信托业风险资产，支持中国信托业保障基金有限责任公司从信托公司收购固有不良资产或信托风险资产。<br>信托风险资产处置方式包括：向专业机构直接转让资产；向特殊目的载体转让资产；委托专业机构处置资产；信托保障基金公司反委托收购；以及其他合作模式。   |
| 2021/07 | 《中国银保监会办公厅关于清理规范信托公司非金融子公司业务的通知》        | 要求压缩层级、规范业务，明确信托公司不得新增境内一级非金融子公司。已设立的境内一级非金融子公司不得新增对境内外企业的投资；信托公司可选择保留一家目前从事特定业务的境内一级非金融子公司。   |
| 2021/11 | 《关于进一步推进信托公司“两项业务”压降有关事项的通知》            | 各信托公司需以2020年底的主动管理类融资信托规模为基础，2021年必须继续压降约20%的比例。<br>要求信托公司进一步加大存续通道业务的清理力度，年底前必须做到应清尽清、能清尽清。<br>要求持续压降融资类信托业务，确保完成信托部下达的任务，新增融资业务应依法合规，不得“假投资、实融资”。  |

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

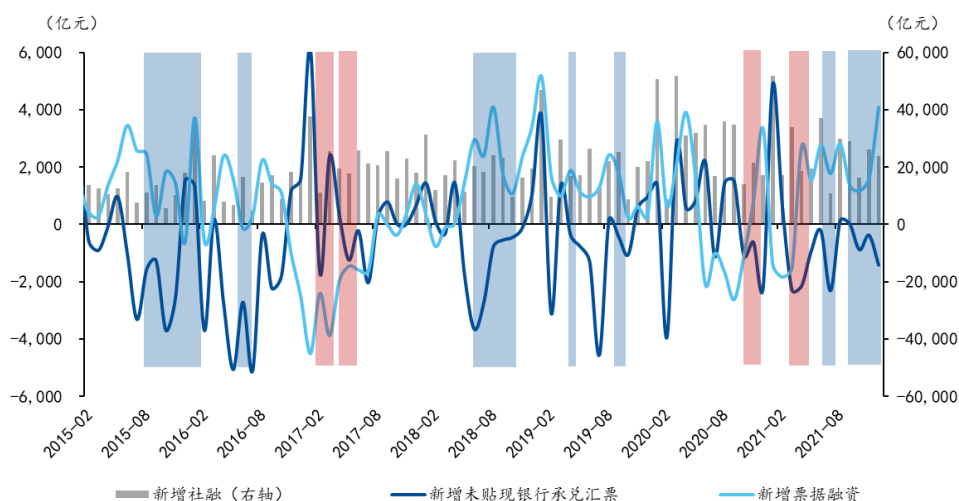
未贴现银行承兑汇票是表外三项当中近几年波动最大的一项，其新增规模通常在-2000亿~4000亿左右，对新增社融的影响也较为显著。根据中国人民银行官网定义，未贴现银行承兑汇票在统计上体现为企业签发的全部银行承兑汇票扣减已在当地银行表内贴现的部分。特别需要关注的是，新增社融中未贴票变化与企业票据融资的背离，当前者增长、后者收窄时往往对应实体融资需求旺盛；反之，则实体融资需求趋弱。

图 15: 未贴现银行承兑汇票主要运行形式



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 新增未贴票与企业票据融资背离时, 实体融资需求呈现一定规律



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

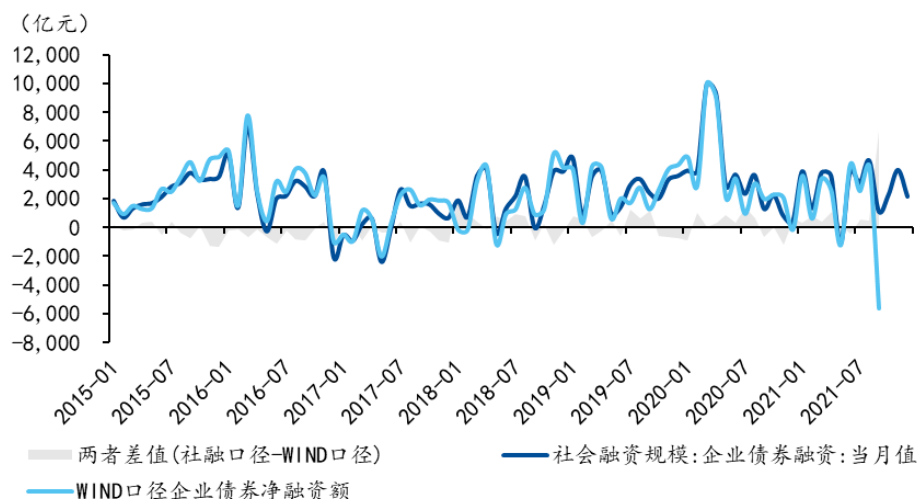
注: 蓝色区域表示票据融资明显高于未贴票, 红色区域表示票据融资明显低于未贴票

其次是直接融资层面, 包含非金融企业股权融资、企业债券。企业债券是社融分析的重点项目, 指的是非金融企业债券发行的净融资额, 包括企业债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、非公开定向融资工具、中小企业集合票据、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。

非金融企业股权融资指在境内注册的非金融企业在境内正规金融市场获得的股票融资, 但因为规模不大, 通常在 1000 亿左右, 因此不是社融分析重点。



图 17: WIND 口径企业债券与央行最终公布的数据趋势高度一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

最后<sup>1</sup>是其他项,包括贷款核销、存款类金融机构资产支持证券、政府债券、投资性房地产、保险公司赔偿和其他融资,后三项规模较小、影响不大,央行在 2011 年后不再公开披露后三项数据。贷款核销、存款类金融机构资产支持证券是在 2018 年 7 月纳入社融统计范畴的,原因在于二者实际上是过去已经发行的信贷,是支持了实体经济的,若不考虑则会低估实际的社融规模。政府债券项目发生过两次重要变动,一次在 2018 年 9 月将地方政府专项债纳入统计,主因先前部分地方融资平台的融资需求已经用专项债来满足,融资主体从平台转移向地方政府;另一次在 2019 年 12 月将国债、地方政府一般债和地方政府专项债合并为“政府债券”,这只是项目的合并,并不存在口径规模调整。

政府债券对社融带来的扰动需要特别注意,比如自 2020 年 Q2 起财政部集中采取逆周期调节手段,使 2020 年全年政府债券融资规模超 8.3 万亿,达到当年新增社融的 24%,占比远高于历史均值;2021 年上半年地方债发行速度缓慢对社融形成拖累,特别是 2 月、7 月这两个时点叠加到期规模大,净融资额仅 450 多亿和 2000 多亿,对当月新增社融产生扰动。

## 1.2. 金融机构负债端: 货币加存款

### 1.2.1. 货币层次划分和 M2 口径变迁

社融、信贷、货币供应量均是广义流动性层次的衡量指标,用于判断实体经济层面信用扩张状况,反映实体供需两方的均衡结果,与银行间的狭义流动性、资本市场流动性相互替代、竞争。与社融、信贷等金融机构资产端指标不同,货币供应量基于银行负债端,仅从银行信用派生角度出发,不考虑实体经济从非银金融机构及资本市场获得的资金支持。因此,若融资活动未影响银行资产端配置和扩张情况,则不会影响货币供应量数据,但会在社融数据有所体现。

货币供应量按流动性高低划分为 M0、M1、M2 三个层次:

- ✓ M0 (流通中的现金)=商业银行库存现金+流通于公众手中的现金;
- ✓ M1 (狭义货币)=M0+企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有

的信用卡类存款;

- ✓  $M2$  (广义货币) =  $M1$  + 城乡居民储蓄存款 + 企业存款中具有定期性质的存款 + 证券公司客户保证金 + 信托类存款 + 其他存款

人民银行自 1994 年 10 月开始公布货币供应量数据,发展至今,经历三次口径变化:

- ✓ 2001 年 6 月计入证券公司客户保证金;
- ✓ 2011 年 10 月纳入住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款;
- ✓ 2018 年 1 月用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款 (含存单)。

三次口径变化均反映金融市场发展和金融工具创新背景下,用作支付手段和流通手段的货币范畴的拓展。比如,证券公司客户保证金来自居民活期储蓄和企业活期存款,与其相互转化,实际上也是存量货币的一部分;住房公积金存款和非银存款由于其规模不断扩大,对存量货币的影响也不可忽视;非银机构持有的货币市场基金,在“互联网+”推动支付能力迅速提升,流动性不亚于  $M2$  层次,且对表内存款产生分流,若不纳入考量则会低估广义货币规模,此外统计对象为非存款机构,也能避免重复计算银行吸收用于投资货币基金的居民或企业存款。

图 18:  $M2$  指标的三次重要的口径变更



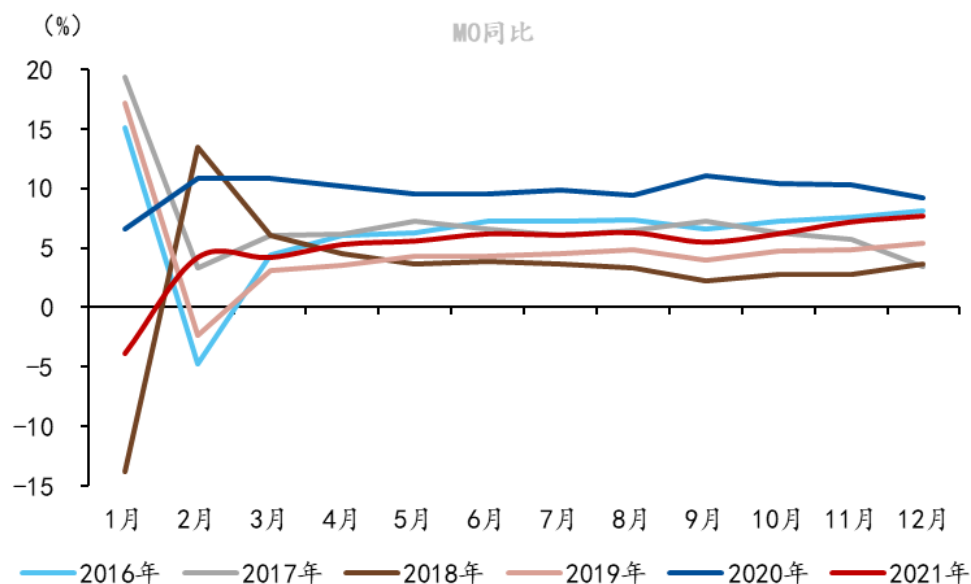
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 1.2.2. 定义法和信用派生法探析 $M2$ 本质

#### 方法一: 定义法拆解货币供应量

$M0$  同比通常在 1-2 月波动较大,而在 3-12 月维持平稳,主因春节前居民提现需求,而随着居民春节支出形成企业存款,春节后  $M0$  又会大幅回落。比如 2016 年、2017 年、2019 年春节均在 1 月底或 2 月初,带动 1 月  $M0$  抬升,2 月回落;2018 年、2021 年春节在 2 月中旬,因此这两年 2 月的  $M0$  相对处于高位,3 月有所回落;2020 年虽然春节在 1 月底,但是受疫情影响,2 月居民提现需求持续升高。

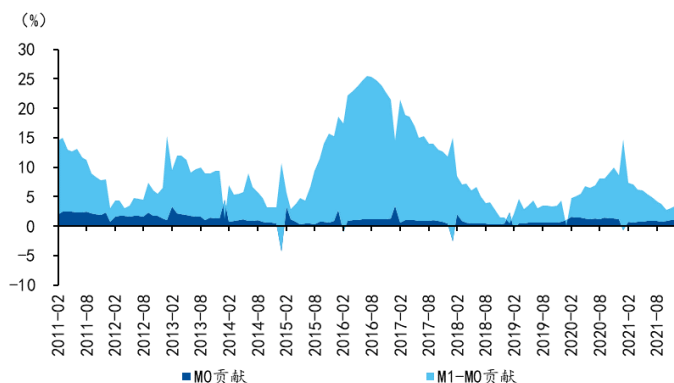
图 19: 春节前居民提现需求带动 M0 提高, 春节后 M0 回落



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

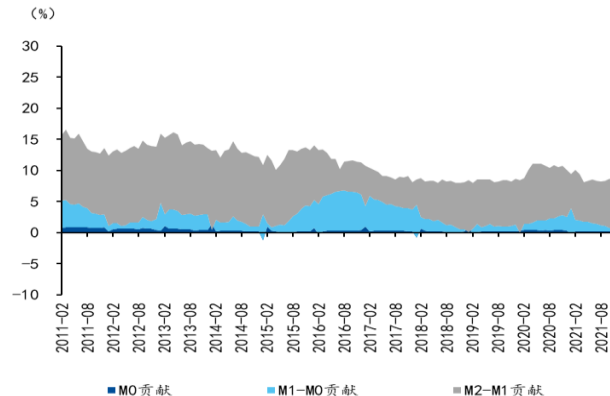
从定义出发, 拆分 M1 和 M2 的贡献因素会发现流通中现金贡献很小, 因此我们在分析 M1 同比和 M2 同比时, 主要考虑存款结构变化和存款规模变化的影响。

图 20: 定义角度拆分 M1 同比贡献因素



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 定义角度拆分 M2 同比贡献因素



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 方法二: 信用派生角度分析货币供应量

除定义法拆解影响货币供应量的因素之外, 更本质上, 我们可以从信用派生角度分析影响 M2 的因素, 这里我们借助金融机构人民币信贷收支表进行推导。

图 22： 金融机构人民币信贷收支表（2021 年 12 月数据）

| 运用方项目         | (亿元)    | 来源方项目         | (亿元)    |
|---------------|---------|---------------|---------|
| 一、各项贷款        | 1926903 | 一、各项存款        | 2322500 |
| (一) 境内贷款      | 1919855 | (一) 境内存款      | 2307172 |
| 1. 住户贷款       | 711043  | 1. 住户存款       | 1025012 |
| (1) 短期贷款      | 173196  | (1) 活期存款      | 342904  |
| 消费贷款          | 93558   | (2) 定期及其他存款   | 682108  |
| 经营贷款          | 79638   | 2. 非金融企业存款    | 696695  |
| (2) 中长期贷款     | 537847  | (1) 活期存款      | 255117  |
| 消费贷款          | 455292  | (2) 定期及其他存款   | 441578  |
| 经营贷款          | 82556   | 3. 机关团体存款     | 311530  |
| 2. 企事业单位贷款    | 1204537 | 4. 财政性存款      | 50389   |
| (1) 短期贷款      | 328997  | 5. 非银行业金融机构存款 | 223546  |
| (2) 中长期贷款     | 745823  | (二) 境外存款      | 15329   |
| (3) 票据融资      | 98516   | 二、金融债券        | 122954  |
| (4) 融资租赁      | 28621   | 三、流通中货币       | 90825   |
| (5) 各项垫款      | 2579    | 四、对国际金融机构负债   | 5       |
| 3. 非银行业金融机构贷款 | 4275    | 五、其他          | 295005  |
| (二) 境外贷款      | 7048    |               |         |
| 二、债券投资        | 503154  |               |         |
| 三、股权及其他投资     | 181387  |               |         |
| 四、黄金占款        | 2856    |               |         |
| 五、中央银行外汇占款    | 212867  |               |         |
| 六、在国际金融机构资产   | 4123    |               |         |

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

注：金融机构人民币信贷收支表是中国人民银行、银行业存款类金融机构、银行业非存款类金融机构信贷收支表轧差后结果，与货币供应量涉及机构和科目重合

#### 根据 M2 定义和资金来源等于资金运用的关系：

$M2 = \text{流通中的货币} + \text{非金融机构存款} + \text{非银金融机构存款}$

$= \text{各项存款} - \text{财政性存款} + \text{流通中的货币}$

$= (\text{各项贷款} + \text{债券投资} + \text{股权及其他投资} + \text{黄金占款} + \text{外汇占款} + \text{在国际金融机构资产}) - \text{金融债券} - \text{对国际金融机构负债} - \text{其他资产项目} - \text{财政性存款}$

由于对国际金融机构负债、黄金占款、在国际金融机构资产规模过小，可以忽略不计，于是有： $M2 = \text{各项贷款} + (\text{债券投资} - \text{金融债券}) + \text{股权及其他投资} + \text{外汇占款} - \text{财政性存款} - \text{其他项目}$ 。该公式揭示了广义货币的创造渠道，包括信贷投放、银行购买的非金融债券、股权及其他投资、央行外汇占款。

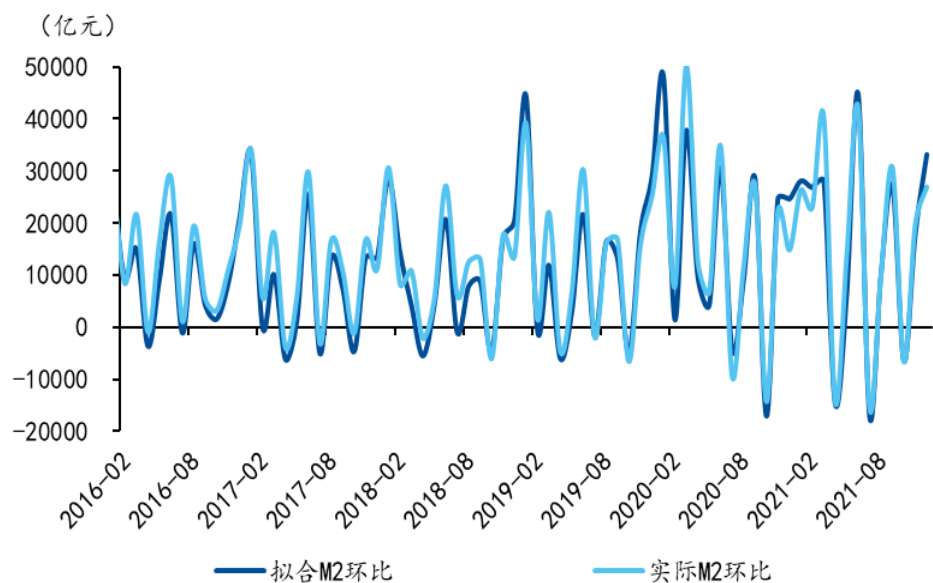
- ✓ 信贷投放是货币派生的主要来源，银行通过对居民或企业发放贷款，形成相应存款，新产生的存款缴纳准备金后又能够继续投放贷款，依次循环派生出存款货币。按借款人类型划分，有住户贷款、企业贷款、非银金融机构贷款，其中非银金融机构贷款规模很小，在 3000-5000 亿左右，仅占境内贷款的 0.2%，而其余两项住户和企业贷款规模占比约为 35%、65%。
- ✓ 银行购买的非金融债券主要包括国债、地方政府债、企业债券三类，购买国债和地方政府债意味着资金进入政府部门，增加财政存款，而政府部门只有将财政存款支出才能够形成居民和企业部门的存款，进而产生货币派生；银行投资企业债券则直接形成企业存款，数倍派生出存款货币，对 M2 正贡献。
- ✓ 股权及其他投资主要指银行持有的资管计划、理财产品、公募基金、非标等资管类产品。银行购买资管计划、理财、公募基金，资金流向非银，则增加非银存款；银行购买非标，资金流向企业，增加企业存款。不论哪类存款，都将进入信用派生中，对 M2 正贡献。



- ✓ 外汇占款对央行而言是基础货币的被动投放,投放的基础货币作为银行的超准可以用于贷款,派生存款。而投放的规模取决于两方面因素,一是外汇收入,即经常账户下出口的收入和资本账户下资金流入的收入,二是实体部门结汇意愿和银行向央行结汇意愿,前者与人民币升贬值预期有关,后者除升贬值预期外还与银行外汇头寸管理需要有关。
- ✓ 在 M2 的公式中需要减去财政性存款这一项,这是因为财政存款趴在央行资产负债表的负债端,如果政府部门不支出是不会形成居民和企业存款从而进入银行体系进行货币派生的。而财政存款规模与缴税、财政支出和政府债券净融资有关,缴税量的减少、财政支出的增加和政府债券净发行对 M2 将是正贡献。

利用金融机构人民币信贷收支表中各项存款、财政性存款和流通中货币项目计算拟合 M2 值,发现拟合的 M2 环比增量与实际增量接近,因此该方法分析 M2 是可行的。

图 23: 拟合 M2 与实际 M2 环比增量接近



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

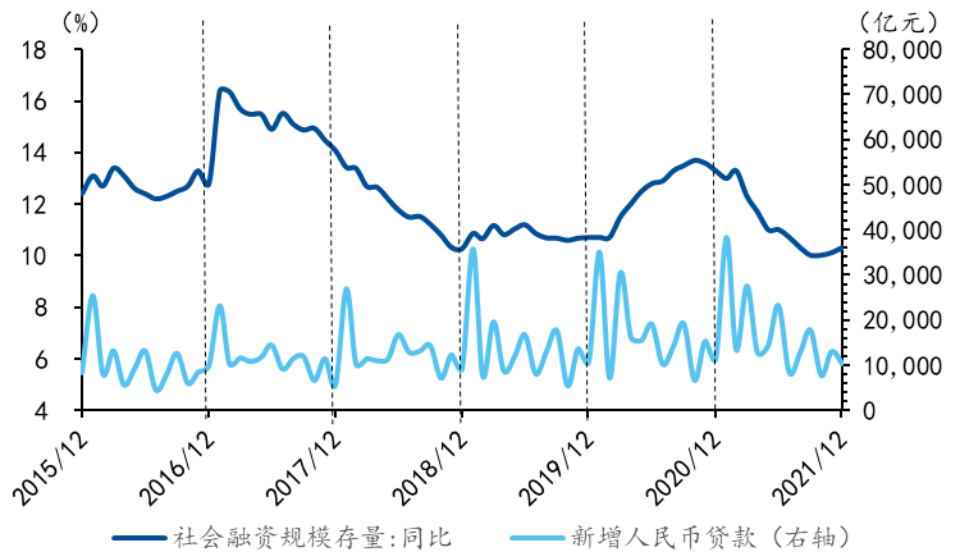
注: 拟合 M2=各项存款-财政性存款+流通中的货币

## 二、如何分析金融数据?

### 2.1. 把握规律: 2016-2021 金融数据复盘

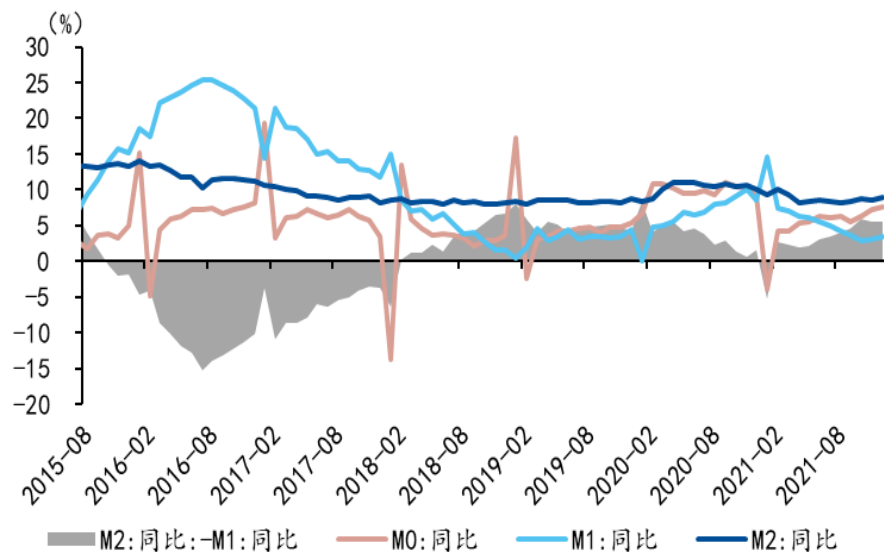
结合社融、信贷、存款的分项数据,我们梳理了 2016 年至今金融数据变化的趋势和驱动因素,以便于更好的理解金融数据变化的规律和其背后的经济含义与投资指向。

图 24：2016 年至今月度社融同比、新增人民币贷款数据



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 25：2016 年至今月度货币供应量同比数据



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

2016 年社融增速整体处于磨底状态，在 12.2%-13.4% 之间波动，阶段性高点出现在 1 月、4 月和 11 月，年中呈现先下行后上行特征，全年低点在 7 月。2016 年社融主要支撑因素来自居民抵押贷款的增长，主因政府出台刺激地产去库存政策下居民加杠杆更为积极；此外，基建领域贷款也有支撑，并带动表外委托贷款保持高位。主要拖累来自经济下行压力和供给侧结构性改革去产能要求下，银行风险偏好持续下降，企业内生资金需求不足；此外，票据违规操作案使央行监管趋严，银行谨慎投放票据，表内票融和表外未贴票持续处于低位。企业表内信贷疲弱显著拖累社融表现，即使房贷+基建贷款增长也难以对冲。**M1 增速和 M2 增速整体处于高位**，M1 增速除 1 月、2 月外均位于 20% 以上，M2 增速从年初 14% 缓慢下行，M2-M1 剪刀差始为负。存款活期化现象主因地产销售火热下居民储蓄存款大量转化为地产开发商活期存款，此外基建投资增长也带动相关企业存款活期

化。M2 增速回落主要受非银存款同比减少，主因股市行情低迷下券商保证金减少所致。

**2017 年社融增速从 1 月最高点 16.4% 逐步回落至年底的 14.1%，除 7 月、10 月有小幅反弹外，其余月份逐次回落。**年初社融增速冲高除 1 月季节性信贷开门红外，主因企业中长贷的恢复和上一年居民抵押贷款人为压降额度的释放。企业信贷因制造业贷款需求改善和基建投资加速，同时去通道、去资金池等资管监管促使非标转标下，相较同期表现更强，是支撑当年社融的主要因素。但随着房地产调控趋严的效果显现，居民中长贷持续走弱，同时资管计划严监管下除信托贷款外的表外项目均持续承压，债市受金融去杠杆影响持续低迷导致企业债融资疲弱，票据融资持续严监管等这些因素拖累社融走弱。**M1、M2 仍保持相对较高增速但自年初以来持续滑落，M2-M1 剪刀差绝对值收窄，地产销售趋弱下存款活期化现象逐步消退。**

**2018 年社融存量增速延续自 2017 年 7 月以来的下滑趋势，从年初的 13.4% 滑落至年底 10.3%，且当月增量整体弱于 2017 年。**社融持续滑落主因表内+表外双萎缩，一方面，委贷新规、资管新规颁布下信托贷款、委托贷款持续压降，表外三项自 3 月起转负，当月新增量均值约-2500 亿；另一方面，企业运营活力不佳叠加低等级城投和轻工制造业信用风险持续升温下银行风险偏好降低，导致表内企业短贷、中长贷疲弱，同时居民按揭仍偏紧。2018 年的支撑因素主要在票据融资和居民短贷，前者主因票据贴现套利行为，即票据贴现利率低于存款利率时，企业在一家银行进行票据贴现获取资金并存入另一家银行，以此获得息差收益，后者主因银行业向零售贷款领域的持续转型带动短期消费贷高增。**M1 增速自年初大幅下滑，全年跌幅近 15 个百分点，M2 同比下行相对较缓，全年跌 0.8 个百分点，M2-M1 剪刀差转正且不断扩大，反映实体融资条件恶化下信贷派生能力减弱，同时企业经营活力不足。**

**社融在 2019 年维持在 10.6%-11.2% 之间波动，处于低位磨底状态，阶段性高点在 3 月和 6 月。**表内信贷上半年维持温和增速，下半年自 8 月以来表现超预期，基建投资回暖带动企业中长贷增速回升。受委贷新规、资管新规影响表外持续压降，但压降幅度较 2018 年有所收敛，信托贷款、委托贷款两项合计月均压降规模在 1000 亿左右。企业债表现平平，略弱于同期，个别月份对社融有支撑。政府债融资在下半年放量，并且 6 月、7 月对社融支撑较强，主要受专项债用作项目资本金新规和地方政府隐性债务置换拉动。**M1 增速、M2 增速受企业融资条件改善有所回升，非标融资压降规模收敛也助于 M2 回升，M2-M1 剪刀差不断收窄反映企业经营活力恢复。**

**2020 年社融增速从底部 10.7% 左右不断爬坡至 10 月高点 13.7%，年末进入下行通道。**2020 年社融增速上行主要受“政策先发力、需求后回暖”带动，疫情对实体经济部门融资冲击仅在 2 月较为明显，3 月起在政府定向降准、再贷款再贴现工具发力下，企业融资条件大幅改善，社融增速也不断攀升，基建配套贷款、制造业中长期贷款是信贷投放的主要领域，同时地方债额度下达早、发行进度快也对社融起到明显支撑。居民信贷方面，自 6 月起地产销售反弹带动居民中长贷高增，居民短贷在消费需求修复以及短贷弥补购房资金缺口因素支持下也较同期有明显增长。表外方面，委托贷款降幅收窄反映基建配套资金需求，未贴票反弹反映商业贸易活动的修复。11 月社融增速如期触顶回落，主要来自金融监管周期趋严下非标融资收缩，并且地方专项债在 10 月已发行完毕对年末支撑有限，企业债方

面受 10 月华晨集团违约、11 月永煤违约冲击融资低迷。M2 增速受“宽货币”影响再次进入上行通道，M1 增速受疫情短暂影响下行后 3 月开启反弹，M2-M1 剪刀差持续收窄，经济主体修复迅速。

2021 年社融增速总体仍然处于下行通道中，12 月反弹至 10.3%，信贷增速小幅走弱至 11.6%。2021 年上半年社融下行来自四方面原因：第一，2020 年针对企业大规模投放短贷纾困在 2021 年上半年陆续到期，企业短贷和票据融资同比明显少增；第二，资管新规将在 2021 年末到期，表外融资自 3 月起持续高压将；第三，2020 年财政资金淤积尚未完全用于支出，2021 年政府债发行速度慢；第四，企业债融资受 2020 年末信用违约事件影响发债难度增加，并且信用债到期规模大拉低净融资。而上半年的支撑因素仍在于居民、企业中长贷同比处于高位，印证上半年地产销售景气和企业盈利支持融资需求持续旺盛。年底，银行端主动后置信贷投放节奏导致企业中长贷表现不佳。居民中长贷受短贷受房价环比下跌、房产税尚未落地影响同比多减。年底银行“以票冲贷”，助力 2022 年信贷开门红。表外处于持续压降中，资管新规在 2021 年年底到期的影响仍需注意。企业债随着到期高峰过去，净融资表现边际好转。政府债下半年发行放量成为社融的主要支撑。M1 增速持续下行，M2 回落相对缓和，受财政存款扰动以波动为主，M2-M1 剪刀差在上半年收窄，至年底止步收敛，后续持续性仍待观察。

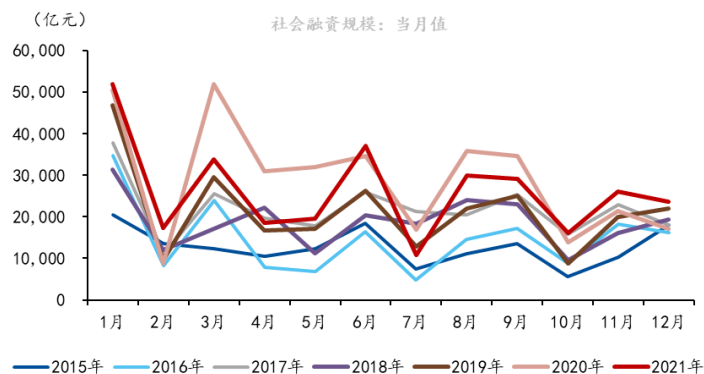


图 26: 2016 年至今月度社融结构分析

|         | 社融同比  | 新增人民币贷款   | 新增信贷      | 新增居民贷款    | 新增企业贷款    | 新增中长期贷款   | 新增居民中长期贷款 | 新增企业中长期贷款 | 新增企业票据融资  | 新增外币贷款    | 新增表外融资    | 新增委托贷款    | 新增信托贷款    | 新增未贴现票据   | 企业债券净融资   | 政府债券净融资   | 非金融企业股票融资 |
|---------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 2015/12 | 12.40 | 8,323.00  | 2,819.04  | 201.00    | 2,646.00  | 6,388.00  | 2,924.00  | 3,464.00  | -634.00   | -1,308.00 | 5,446.00  | 3,530.00  | 370.00    | 1,546.00  | 3,535.00  |           | 1,518.00  |
| 2016/01 | 13.10 | 25,370.00 | 5,814.00  | 1,292.00  | 4,522.00  | 15,383.00 | 4,783.00  | 10,600.00 | 3,719.00  | -1,727.00 | 4,054.00  | 2,175.00  | 552.00    | 1,327.00  | 5,083.00  |           | 1,469.00  |
| 2016/02 | 12.70 | 8,105.00  | 1,441.00  | -1,885.00 | 3,326.00  | 6,842.00  | 1,820.00  | 5,022.00  | -583.00   | -569.00   | -1,747.00 | 1,650.00  | 308.00    | -3,705.00 | 1,386.00  |           | 810.00    |
| 2016/03 | 13.40 | 13,176.00 | 2,943.01  | 2,063.00  | 880.00    | 9,475.00  | 4,397.00  | 5,078.00  | 517.99    | 6.00      | 2,565.00  | 1,660.00  | 732.00    | 173.00    | 7,081.00  |           | 562.00    |
| 2016/04 | 13.10 | 5,642.00  | -989.00   | -64.00    | -925.00   | 3,850.00  | 4,280.00  | -430.00   | 2,388.00  | -706.00   | -813.00   | 1,694.00  | 269.00    | -2,776.00 | 2,366.00  |           | 951.00    |
| 2016/05 | 12.60 | 9,374.00  | 357.00    | 478.00    | -121.00   | 7,106.00  | 5,281.00  | 1,825.00  | 1,564.00  | -524.00   | -3,380.00 | 1,566.00  | 121.00    | -5,067.00 | -250.00   |           | 1,073.00  |
| 2016/06 | 12.40 | 13,141.00 | 3,356.02  | 1,376.00  | 1,981.00  | 9,744.00  | 5,639.00  | 4,105.00  | -150.02   | -267.00   | -190.00   | 1,721.00  | 809.00    | -2,720.00 | 2,008.00  |           | 1,158.00  |
| 2016/07 | 12.20 | 4,550.00  | -2,208.00 | -197.00   | -2,011.00 | 6,287.00  | 4,773.00  | 1,514.00  | 276.00    | -401.00   | -3,133.00 | 1,775.00  | 210.00    | -5,118.00 | 2,208.00  |           | 1,135.00  |
| 2016/08 | 12.30 | 7,969.00  | 297.00    | 1,469.00  | -1,172.00 | 5,206.00  | 5,286.00  | -80.00    | 2,235.00  | 70.00     | 1,792.00  | 1,432.00  | 736.00    | -376.00   | 3,236.00  |           | 1,075.00  |
| 2016/09 | 12.50 | 12,628.00 | 753.71    | 715.00    | 27.00     | 10,207.00 | 5,741.00  | 4,466.00  | 1,422.29  | -487.00   | 278.00    | 1,451.00  | 1,057.00  | -2,230.00 | 2,872.00  |           | 1,368.00  |
| 2016/10 | 12.70 | 6,010.00  | -999.00   | -561.00   | -438.00   | 5,619.00  | 4,891.00  | 728.00    | 1,097.00  | -335.00   | -546.00   | 725.00    | 530.00    | -1,801.00 | 2,192.00  |           | 1,125.00  |
| 2016/11 | 13.30 | 8,463.00  | 1,532.00  | 1,104.00  | 428.00    | 7,710.00  | 5,692.00  | 2,018.00  | -1,009.00 | -310.00   | 4,790.00  | 1,994.00  | 1,625.00  | 1,171.00  | 3,859.00  |           | 861.00    |
| 2016/12 | 12.80 | 9,943.00  | 1,478.65  | 704.00    | 786.00    | 11,171.00 | 4,217.00  | 6,954.00  | -2,530.65 | -389.00   | 7,243.00  | 4,011.00  | 1,643.00  | 1,589.00  | -2,048.00 |           | 828.00    |
| 2017/01 | 16.41 | 23,132.85 | 5,560.00  | 1,229.00  | 4,331.00  | 21,493.00 | 6,293.00  | 15,200.00 | -4,521.00 | 126.03    | 12,399.79 | 3,142.26  | 3,127.59  | 6,129.93  | -510.01   | 665.45    | 1,225.38  |
| 2017/02 | 16.38 | 10,317.32 | 2,584.00  | -802.00   | 3,386.00  | 9,822.00  | 3,804.00  | 6,018.00  | -2,418.00 | 368.42    | 489.01    | 1,181.28  | 1,026.32  | -1,718.59 | -899.14   | -190.69   | 570.42    |
| 2017/03 | 15.71 | 11,586.06 | 5,394.64  | 3,443.00  | 1,920.00  | 9,985.00  | 4,503.00  | 5,482.00  | -3,892.64 | 287.86    | 7,453.04  | 2,042.91  | 3,019.89  | 2,390.24  | 263.66    | 3,229.98  | 800.08    |
| 2017/04 | 15.50 | 10,805.69 | 2,823.00  | 1,269.00  | 1,554.00  | 9,667.00  | 4,441.00  | 5,226.00  | -1,983.00 | -282.66   | 1,677.18  | -48.42    | 1,381.08  | 344.52    | 627.78    | 5,938.93  | 769.07    |
| 2017/05 | 15.50 | 11,780.36 | 4,252.00  | 1,780.00  | 2,472.00  | 8,722.00  | 4,326.00  | 4,396.00  | -1,469.00 | -99.33    | 272.40    | -273.68   | 1,791.09  | -1,245.02 | -2,365.18 | 6,504.62  | 457.84    |
| 2017/06 | 14.92 | 14,474.35 | 5,294.22  | 2,608.00  | 2,737.00  | 10,611.00 | 4,833.00  | 5,778.00  | -1,597.22 | 72.57     | 2,229.12  | -26.07    | 2,484.79  | -229.60   | -4.80     | 6,571.32  | 486.83    |
| 2017/07 | 15.54 | 9,151.56  | 1,697.00  | 1,071.00  | 626.00    | 8,876.00  | 4,544.00  | 4,332.00  | -1,662.00 | -213.27   | -605.16   | 186.75    | 1,245.26  | -2,037.17 | 2,642.33  | 9,472.43  | 535.60    |
| 2017/08 | 15.11 | 11,466.15 | 2,860.00  | 2,165.00  | 695.00    | 8,109.00  | 4,470.00  | 3,639.00  | 318.00    | -332.15   | 1,390.59  | -69.94    | 1,218.20  | 242.33    | 1,525.46  | 4,419.74  | 652.84    |
| 2017/09 | 14.89 | 11,884.84 | 2,081.70  | 2,537.00  | -521.00   | 9,815.00  | 4,786.00  | 5,029.00  | -21.70    | -232.32   | 3,928.84  | 783.17    | 2,362.01  | 783.66    | 1,669.07  | 5,486.09  | 518.98    |
| 2017/10 | 14.96 | 6,635.25  | 678.00    | 791.00    | -113.00   | 6,076.00  | 3,710.00  | 2,366.00  | -378.00   | -43.91    | 1,132.62  | 107.82    | 1,012.69  | 12.11     | 1,628.08  | 4,967.96  | 601.35    |
| 2017/11 | 14.49 | 11,428.46 | 2,225.00  | 2,028.00  | 197.00    | 8,453.00  | 4,178.00  | 4,275.00  | 385.00    | 197.70    | 1,721.94  | 306.41    | 1,400.49  | 15.03     | 979.25    | 5,979.30  | 1,323.54  |
| 2017/12 | 14.08 | 5,769.49  | -766.57   | 181.00    | -984.00   | 5,171.00  | 3,112.00  | 2,059.00  | 1,403.08  | 169.14    | 3,500.32  | 661.06    | 2,162.80  | 676.46    | 687.86    | 2,758.93  | 816.72    |
| 2018/01 | 13.43 | 26,850.25 | 6,856.00  | 3,106.00  | 3,750.00  | 19,210.00 | 5,910.00  | 13,300.00 | 347.00    | 266.40    | 1,125.58  | -708.95   | 397.19    | 1,437.35  | 1,893.85  | 5.36      | 499.77    |
| 2018/02 | 13.39 | 10,199.49 | 939.00    | -469.00   | 1,408.00  | 9,805.00  | 3,220.00  | 6,585.00  | -775.00   | 86.26     | 29.07     | -750.19   | 673.53    | 105.73    | 733.94    | 175.27    | 379.01    |
| 2018/03 | 12.69 | 11,424.57 | 2,860.01  | 2,032.00  | 829.00    | 8,385.00  | 3,770.00  | 4,615.00  | -118.81   | 139.38    | -2,515.90 | -1,850.03 | -343.28   | -322.59   | 3,611.32  | 1,815.85  | 404.22    |
| 2018/04 | 12.65 | 10,987.35 | 2,478.00  | 1,741.00  | 737.00    | 8,211.00  | 3,543.00  | 4,668.00  | 23.00     | -25.58    | -129.12   | -1,481.28 | -101.45   | 1,453.61  | 4,041.69  | 2,302.82  | 532.89    |
| 2018/05 | 12.20 | 11,396.18 | 1,635.00  | 2,220.00  | -585.00   | 7,954.00  | 3,923.00  | 4,031.00  | 1,447.00  | -227.96   | -4,247.24 | -1,570.33 | -936.27   | -1,740.63 | -350.82   | 5,728.05  | 437.64    |
| 2018/06 | 11.76 | 16,787.34 | 4,960.83  | 2,760.00  | 8,635.00  | 4,634.00  | 4,001.00  | 2,946.98  | -363.92   | -8,667.68 | -1,642.12 | -1,576.33 | -3,649.23 | 1,307.64  | 6,509.33  | 257.95    |           |
| 2018/07 | 11.49 | 12,861.15 | 733.00    | 1,768.00  | -1,035.00 | 9,451.00  | 4,576.00  | 4,875.00  | 2,388.00  | -773.22   | -4,899.38 | -950.48   | -1,205.11 | -2,743.79 | 2,188.97  | 7,998.11  | 175.34    |
| 2018/08 | 11.52 | 13,140.00 | 850.00    | 2,598.00  | -1,748.00 | 7,840.00  | 4,415.00  | 3,425.00  | 4,099.00  | -344.35   | -2,670.52 | -1,206.63 | -685.16   | -778.74   | 3,540.57  | 8,651.34  | 140.61    |
| 2018/09 | 11.21 | 14,341.00 | 4,232.00  | 3,134.00  | 1,098.00  | 8,109.00  | 4,309.00  | 3,800.00  | 1,742.83  | -669.99   | -2,869.54 | -1,432.32 | -889.65   | -547.57   | 14.70     | 9,108.11  | 272.03    |
| 2018/10 | 10.79 | 7,141.28  | 773.00    | 1,907.00  | -1,134.00 | 5,159.00  | 3,730.00  | 1,429.00  | 1,064.00  | -799.82   | -2,767.82 | -948.63   | -1,365.90 | -453.29   | 1,522.89  | 3,032.04  | 175.65    |
| 2018/11 | 10.31 | 12,302.33 | 2,029.00  | 2,169.00  | -140.00   | 7,686.00  | 4,391.00  | 3,295.00  | 2,341.00  | -786.84   | -1,891.99 | -1,310.27 | -454.80   | -126.92   | 3,917.56  | -247.21   | 200.02    |
| 2018/12 | 10.26 | 9,281.46  | 734.00    | 1,524.00  | -790.00   | 5,055.00  | 3,079.00  | 1,976.00  | 3,395.00  | -701.76   | -1,675.40 | -2,210.49 | -488.06   | 1,023.14  | 3,895.26  | 3,451.75  | 130.39    |
| 2019/01 | 10.85 | 35,668.36 | 8,849.00  | 2,930.00  | 5,919.00  | 20,969.00 | 6,969.00  | 14,000.00 | 5,160.00  | 343.47    | 3,432.46  | -699.28   | 345.02    | 3,786.73  | 8,828.90  | 1,699.77  | 289.15    |
| 2019/02 | 10.65 | 7,640.64  | -1,452.00 | -2,932.00 | 1,480.00  | 7,353.00  | 2,226.00  | 5,127.00  | 1,695.00  | -105.25   | -3,648.90 | -508.40   | -37.01    | -3,103.49 | 874.93    | 4,346.70  | 119.26    |
| 2019/03 | 11.16 | 19,584.40 | 7,395.00  | 4,294.00  | 3,101.00  | 11,178.00 | 4,605.00  | 6,573.00  | 978.00    | 2.52      | 823.40    | -1,070.25 | 528.25    | 1,365.39  | 3,546.22  | 3,412.18  | 122.30    |
| 2019/04 | 10.81 | 8,732.83  | -324.00   | 1,093.00  | -1,417.00 | 6,988.00  | 2,823.00  | 1,874.00  | -330.46   | -1,424.90 | -1,196.78 | 128.92    | -357.04   | 3,948.86  | 4,432.70  | 261.72    |           |
| 2019/05 | 11.03 | 11,855.46 | 3,157.00  | 1,948.00  | 1,209.00  | 7,201.00  | 4,677.00  | 2,524.00  | 1,132.00  | 190.71    | -1,451.39 | -631.06   | -51.91    | -768.42   | 1,032.90  | 3,856.72  | 259.23    |
| 2019/06 | 11.19 | 16,736.90 | 7,075.00  | 2,667.00  | 4,408.00  | 8,611.00  | 4,858.00  | 3,753.00  | 961.00    | -3.81     | -2,122.96 | -826.89   | 14.89     | -1,310.97 | 1,439.08  | 6,867.27  | 153.25    |
| 2019/07 | 10.85 | 8,086.07  | -1,500.00 | 695.00    | -2,195.00 | 8,095.00  | 4,417.00  | 3,678.00  | 1,284.00  | -220.87   | -6,224.99 | -986.60   | -675.95   | -4,562.43 | 2,944.08  | 6,427.32  | 592.78    |
| 2019/08 | 10.68 | 13,045.18 | 1,643.00  | 1,998.00  | -355.00   | 8,825.00  | 4,540.00  | 4,285.00  | 2,426.00  | -247.08   | -1,014.51 | -513.41   | -658.00   | 156.91    | 3,383.73  | 5,058.97  | 255.96    |
| 2019/09 | 10.67 | 17,612.44 | 5,257.00  | 2,707.00  | 2,550.00  | 10,580.00 | 4,943.00  | 5,637.00  | 1,790.00  | -440.35   | -1,124.50 | -21.51    | -672.03   | -430.96   | 2,430.53  | 3,776.97  | 289.25    |
| 2019/10 | 10.58 | 5,469.64  | -555.00   | 623.00    | -1,178.00 | 5,803.00  | 3,587.00  | 2,216.00  | 214.00    | -9.59     | -2,343.93 | -666.77   | -623.68   | -1,053.48 | 2,031.70  | 1,870.89  | 179.60    |
| 2019/11 | 10.67 | 13,633.17 | 3,785.00  | 2,142.00  | 1,643.00  | 8,895.00  | 4,689.00  | 4,206.00  | 624.00    | -249.33   | -1,063.00 | -959.19   | -673.40   | 569.59    | 3,329.69  | 1,716.00  | 523.90    |
| 2019/12 | 10.69 | 10,769.82 | 1,670.00  | 1,635.00  | 35.00     | 8,802.00  | 4,824.00  | 3,978.00  | 262.00    | -205.17   | -1,455.92 | -1,315.55 | -1,091.78 | 951.40    | 3,593.00  | 3,738.17  | 432.16    |
| 2020/01 | 10.70 | 34,924.00 | 6,550.00  | -1,149.00 | 7,699.00  | 24,091.00 | 7,491.00  | 16,600.00 | 3,596.00  | 513.00    | 1,809.00  | -26.00    | 432.00    | 1,403.00  | 3,967.00  | 7,613.00  | 609.00    |
| 2020/02 | 10.70 | 7,202.00  | 2,045.00  | -4,504.00 | 6,549.00  | 4,528.00  | 371.00    | 4,157.00  | 634.00    | 252.00    | -4,857.00 | -356.00   | -540.00   | -3,961.00 | 3,894.00  | 1,824.00  | 449.00    |
| 2020/03 | 11.50 | 30,390.00 | 13,896.00 | 5,144.00  | 8,752.00  | 14,381.00 | 4,738.00  | 9,643.00  | 2,075.00  | 1,145.00  | 2,209.00  | -588.00   | -21.00    | 2,818.00  | 9,931.00  | 6,344.00  | 198.00    |
| 2020/04 | 12.00 | 16,239.00 | 2,218.00  | 2,280.00  | -62.00    | 9,936.00  | 4,389.00  | 5,547.00  | 3,910.00  | 910.00    | 21.00     | -579.00   | 23.00     | 577.00    | 9,237.00  | 3,357.00  | 315.00    |
| 2020/05 | 12.50 | 15,502.00 | 3,592.00  | 2,381.00  | 1,211.00  | 9,967.00  | 4,662.00  | 5,305.00  | 1,586.00  | 457.00    | 226.00    | -273.00   | -337.00   | 836.00    | 2,879.00  | 11,362.00 | 353.00    |
| 2020/06 | 12.80 | 1         |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |

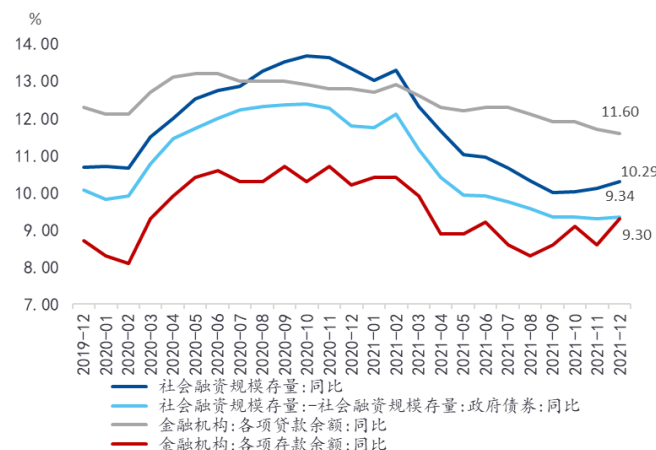
幅低于市场预期，同比多增 6508 亿。基数效应消退后，社融读数进入回升通道。至此，2021 年全年新增社融规模达到 31.35 万亿，较 2020 年的 34.8 万亿退坡 3.5 万亿左右，幅度仅次于 2018 年实体经济去杠杆之年，充分体现 2021 年的信用格局是“紧信用”。

图 27: 季节性因素方面，新增社融往往在 12 月走低



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

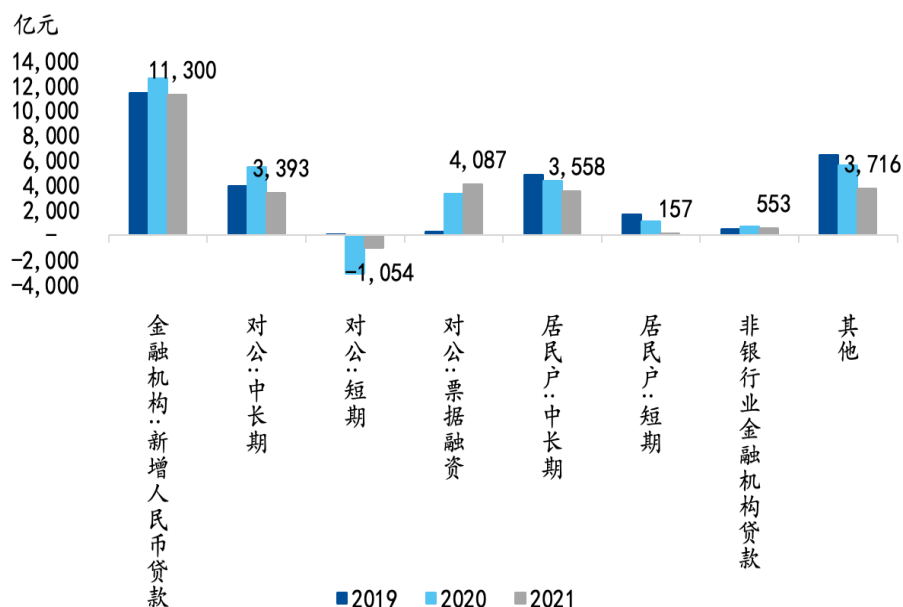
图 28: 12 月社融增速反弹至 10.3%，信贷增速小幅走弱至 11.6%



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

**第二步，拆解新增信贷分项。**由于信贷是社融最重要的组成，先对信贷结构数据进行分析有利于我们更好的去理解社融变化，这里需要注意社融中不包含非银贷款，因此非银贷款增长则对社融口径信贷分流作用加大，反之减少。

图 29: 拆解 2021 年 12 月新增人民币信贷分项



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

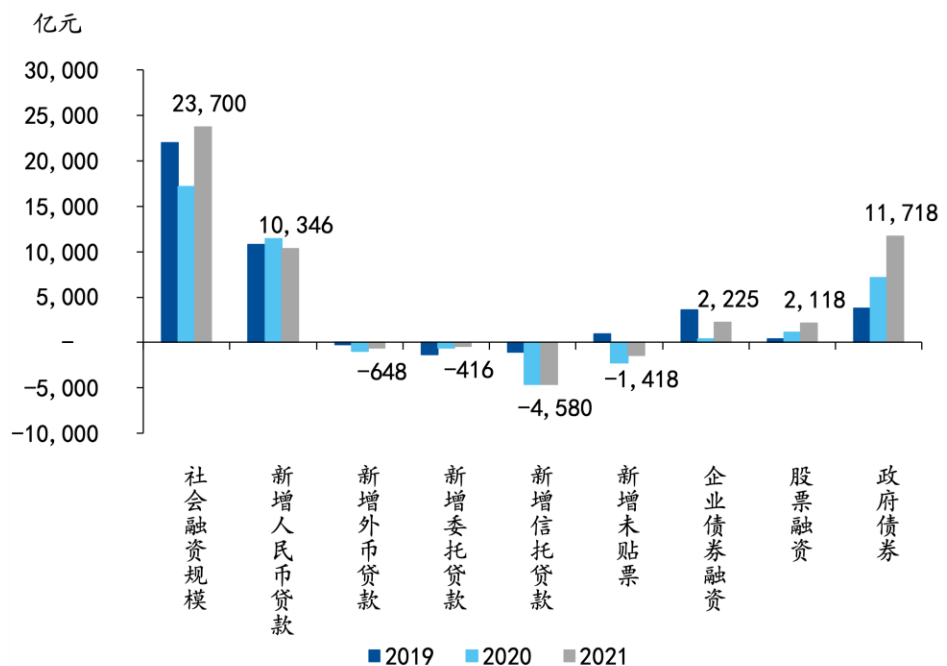
居民部门，居民中长贷结束 10 月以来的多增，再次同比多减 834 亿，弱于 2019、

2020 年同期，与 12 月销售数据再度走弱相互印证，反映了在房价环比下跌、房产税尚未落地之前，居民购房仍多数处于观望状态。

企业部门，1) 企业中长贷表现不佳，结合“短贷和票融”同比多增 2800 多亿的数据来看，可能是 12 月银行端主动后置信贷投放节奏，蓄力 2022 年开门红。2) 12 月末票据利率大幅下跌，接近零点，这一方面指向 12 月实体融资意愿仍然较弱，从票据供给端体现供给不足，另一方面指向 12 月稳信贷政策下银行信贷额度充足，从票据需求端体现需求非常旺盛。

第三步，拆解社融其他分项。除新增人民币信贷外，社融中表外融资、企业债券、政府债券三项是社融当月变化的重要因素，应着重分析。

图 30：拆解 2021 年 12 月新增社融分项



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

非标，由于低基数，非标虽然同比改善 981 亿元，符合预期，但实际压降幅度仍不小，特别是信托贷款压降最明显，新增为-4580 亿，较 2021 年 11 月进一步收缩，低于市场预期，**指向三点核心信息**。1) 证实了当前房企信托渠道融资仍然受到房企违约事件影响，并没有明显放松。2) 考虑到 12 月为资管新规过渡期倒计时阶段，资金流向仍受到管制，“两压一降”严监管依然存在。在年初（2021 年 2 月 7 日）监管部门要求融资类信托规模再降 1 万亿，违规金融同业通道清零，风险处置 3000 亿以上；房地产规模不超过 2020 年末。而在年末，监管部门再次要求各信托公司以 2020 年底的主动管理类融资信托规模为基础，2021 年必须继续压降约 20% 的比例；至于通道类业务，监管部门给出的处理意见是，“应清尽清、能清尽清”。3) 非标产品集中在到期也是本月非标融资规模下降的重要原因。一方面，每年 12 月均为非标到期高峰，另一方面，由于资管新规于 2022 年 1 月 1 日正式实施，大量前期不合规的非标产品到期截止日设定在 12 月。根据中国信托业协会的数据，2021 年 12 月信托到期规模达到了 5577 亿元，是全年最高水平。

**企业债净融资**，1) 企业债融新增 2225 亿，同比改善 1789 亿，但环比回落近 2000 亿，并且与 2018 年实体去杠杆以及 2019 年稳杠杆年份相比，也分别低于 2018 年 1670 亿元、1368 亿元。因此，新增规模仍是弱于季节性的，而同比实现多增核心仍然是因为“永煤事件”造成了 2020 年 11、12 月的较低基数，其次是 12 月资金面压力不大，银行配置信用债较多。2) 从具体数据看，企业债融正在逐步改善。一方面，房企类债券净融资略有回落，主因是 12 月份为房企境内债到期高峰，偿债压力较大，而非发债再度出现收缩。随着政策四季度以来对房企境内发债约束放松，企业债融已经成为房企表内融资的替代，2021 年 12 月房企境内发债较 11 月继续改善，环比增长 18%。另一方面，随着岁末财政支出提速，城投债的融资也有所恢复，连续两月保持 2000 亿元以上的净融资规模。

**政府债净融资**，政府债券新增 1.17 万亿，同比多增 4590 亿，是支撑社融的核心力量。由于地方专项债在 2021 年 11 月底前基本完成目标，12 月政府债融主要贡献来自于国债，12 月国债共发行 7649 亿元，净融资 6291 亿元。配合财政存款数据同比多减 762 亿元，环比减少近 3000 亿元可知，财政支出进一步加速，印证财政周期反弹。

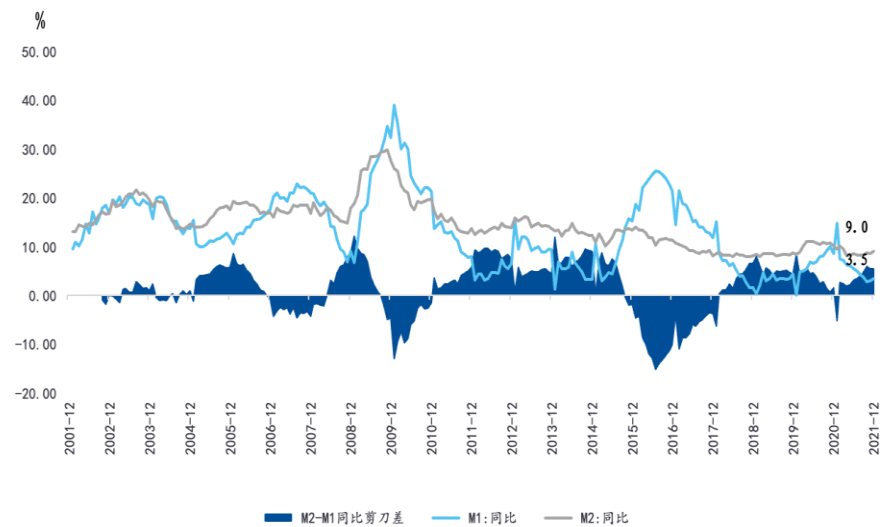
**第四步，分析货币供应量数据和存款数据**。虽然货币供应量指标较社融而言反映的信息相对更少，但是它提供了金融机构负债端视角，便于我们对之前的结论进行交叉验证。

**首先，结合存款数据分析货币供应量变化原因**。12 月，居民（同比多增 2157 亿）、企业（同比多增 2711 亿）、机关团体（多增 7831 亿）以及非银存款（同比多增 2711 亿）均有改善，叠加财政存款多减 762 亿元，以及 2020 年底的低基数，共同助推 M2 回升。M1 回暖主因低基数，目前 3.5% 的水平仍然属于历史低位，整体货币活化程度指向企业经济活动仍弱。经济基本面尚未企稳，稳增长的政策仍需加力。

**其次，分析 M2-M1 剪刀差的变化**。12 月，M2-M1 剪刀差至 5.5%，与 11 月保持一致，完全符合国君预期。剪刀差虽然止步收敛，但由于 M1、M2 双双回暖，这一持平数据似乎透露着经济的积极信号。但我们认为，搭配社融表现和存款数据，12 月 M1、M2 双双回升既有基数原因，也有年底财政支出加快、非银存款多增的影响，后续持续性仍有待观察。



图 31: M2-M1 剪刀差与上月持平至 5.5%，但 M1 指向整体货币活化程度仍然不佳，企业经济活动仍弱



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

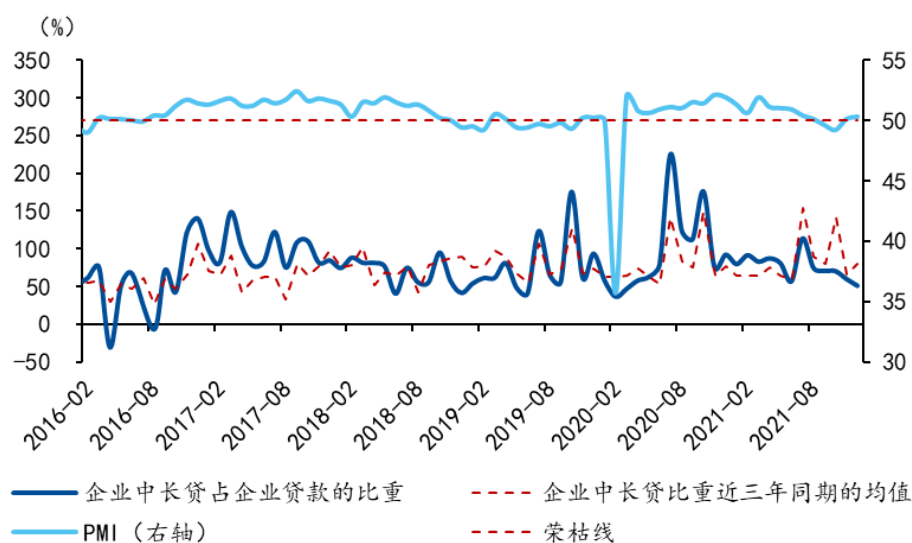
**最后，得出结论。**12 月社融反弹幅度基本符合预期，但结构指向内生信贷弱，债融是支撑。政府债年末继续发力，担当社融核心支撑；企业债虽新增规模不大，但结构改善、积极苗头已经初现；非标在严监管下仍然面临着不小的实际压降幅度。信贷仍然偏弱，结构欠佳。企业端面临着内需不足和银行后置信贷投放节奏的双重压力，居民端受房产政策和疫情影响，中长贷和短贷均表现欠佳。货币端 M2-M1 剪刀差与 11 月持平，政府债放量、财政支出增加，叠加低基数助推 M2 回升，M1 回暖因低基数，印证稳信用已来。

### 三、金融数据与实体经济的关联

#### 3.1. 社融信贷各分项对实体经济的领先启示

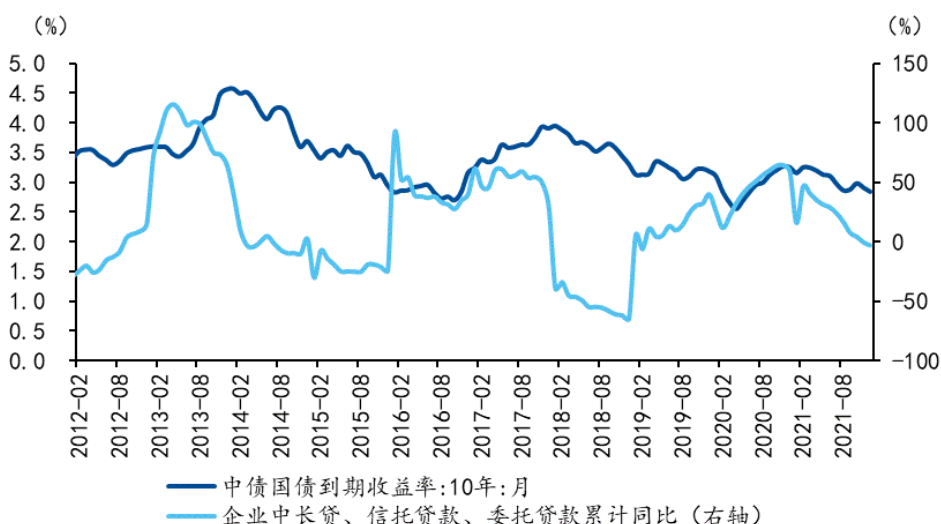
企业中长期贷款与资本开支直接挂钩，往往与实体经济增长高度相关，企业中长期贷款占比越高，信贷质量越好，对实体经济的支持作用越强。中长贷往往在年初和季末相对较高，但是其季节性并没有企业短贷和票据融资明显。此外，由于表外信托贷款、委托贷款也能为企业提供中长期资金，综合考虑这三项的累计同比可以作为判断 10 年期国债收益率变化的领先指标。

图 32：企业中长期贷款占比较高时，实体经济表现较好



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 33：企业中长期类融资累计同比对 10Y 国债收益率具有领先性

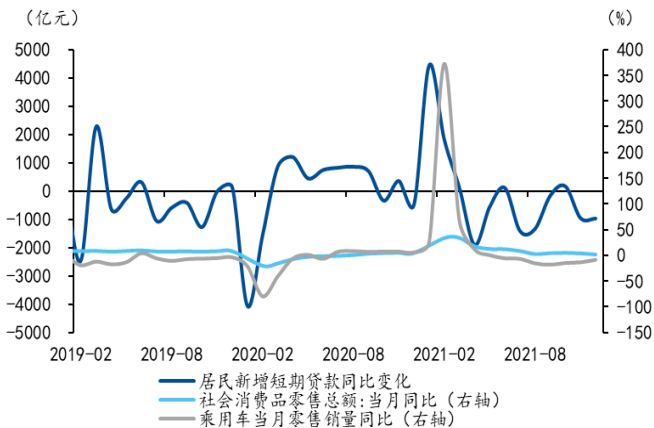


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

短期贷款受居民消费倾向影响，从历史数据看，居民短期贷款同比变化与社会消费品零售总额同比正相关并具有领先性，可以作为领先指标预判社零变化；由于汽车贷款是主导居民短期贷款变化的关键因素，居民短期贷款指标对汽车零售数据也具有较好的预判意义。

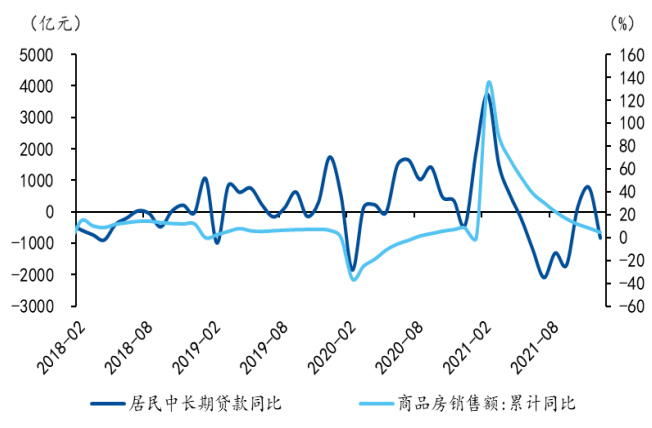
而中长期贷款主要与房地产市场景气程度相关，比如 2021 年年初随着疫后房市消费的修复，商品房销售额累计同比大幅走高，相应地，居民中长期贷款也达近十年同比最高，而随着“三道红线”、房贷新规等房地产严调控效果逐步显现，居民中长期贷款同比与房地产销售同比同时回落。

图 34: 居民短期贷款领先于社会消费品零售总额



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

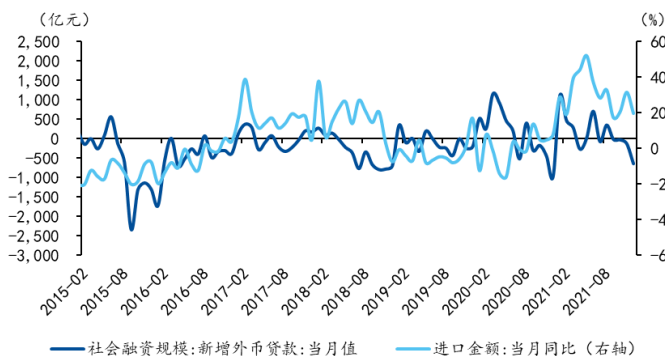
图 35: 居民中长期贷款与房市景气度正相关



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

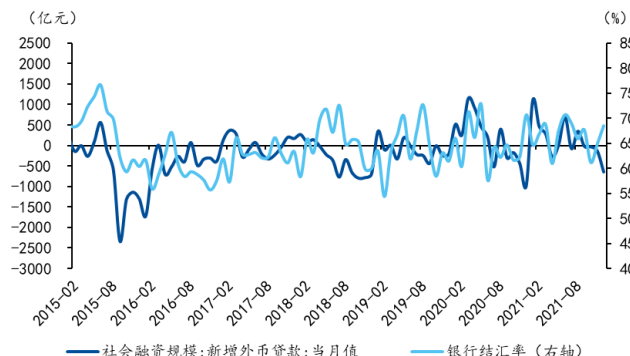
新增外币贷款的规模主要与两类因素明显相关,一是对外贸易中的进口金额,这是考虑到我国资本账户仍存在管制,资本账户下对外投资规模远小于进口规模,外币贷款更多用于进口付汇。二是人民币汇率,预期人民币贬值,企业将减少借入外币贷款避免未来提高的还款成本,当预期人民币升值时,企业将更愿意借入外币贷款。

图 36: 新增外币贷款与进口同比正相关



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 37: 新增外币贷款与人民币升值预期正相关



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 结汇率=银行代客结汇额/银行代客涉外收付款, 预期人民币升值, 则结汇率提高, 反之降低

### 3.2. M2-M1、社融-M2 剪刀差背后的信息

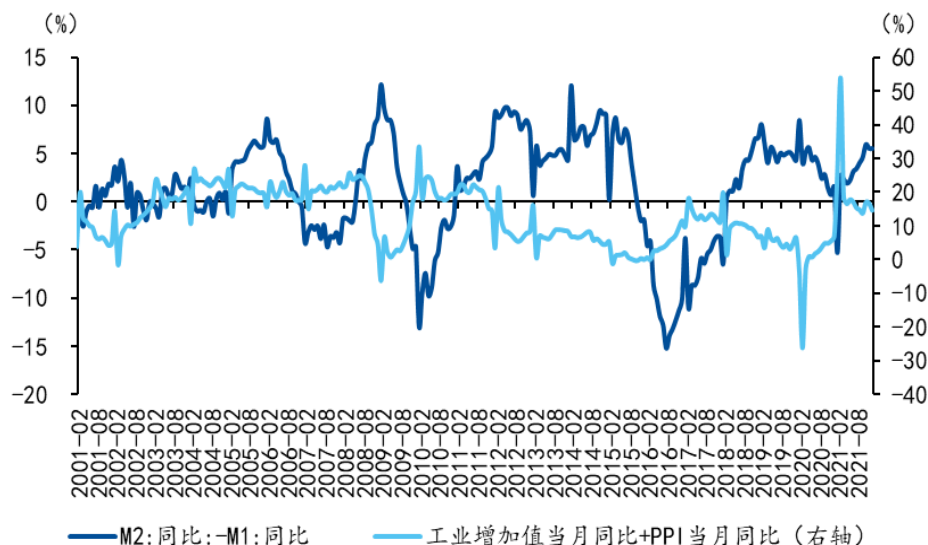
从经济含义上讲 M2-M1 表示准货币部分,即流动性弱于活期存款的那部分货币,主要包含企业定期存款、居民储蓄存款和其他存款。

M2-M1 剪刀差反映经济的活跃程度,能够前瞻性的判断经济景气情况,剪刀差收窄时经济活跃度高,原因在于当企业对经济前景乐观时,补库或资本开支的需求使企业将其他存款或理财转移为活期存款,带动 M1 上升, M2-M1 剪刀差收窄。

反之,企业对经济前景悲观,将活期存款定期化或理财化,将带动 M2-M1 剪刀差扩张。居民部门也是如此,当经济活跃度高,居民消费意愿较强时,会将储蓄用

于消费，转化为现金，进而转化为企业活期存款，带动 M2-M1 剪刀差收窄。

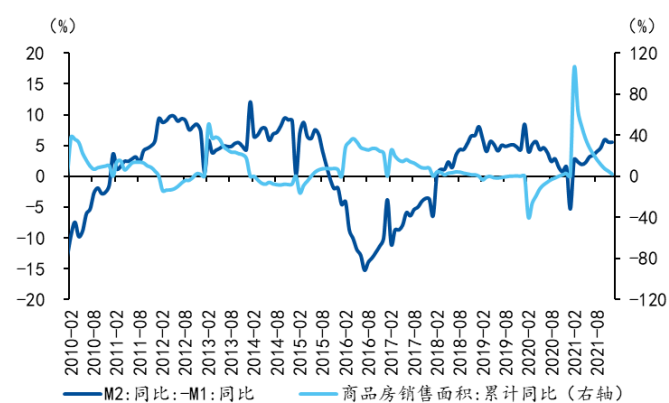
图 38: 名义工业增加值增速上行时，M2-M1 剪刀差收窄，经济活跃度高



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

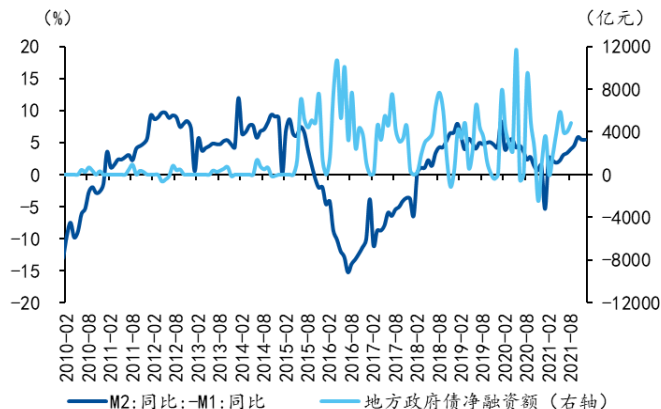
此外,分析 M2-M1 剪刀差时还需关注房地产销售和政府债务的影响。比如 2015 年 10 月至 2016 年 4 月期间,名义工业增加值增速持续为负,经济景气度较差,但是却观察到 M2-M1 剪刀差进一步收窄甚至转负,这与房地产销售的大幅上行和地方政府债务发行置换城投公司信贷有关。一方面,房地产销售回暖带动居民储蓄向房地产开发商活期存款转化,压窄 M2-M1 剪刀差;另一方面,地方政府净融资置换城投平台贷款,在城投平台尚未偿还信贷之前,形成平台的活期存款,进而对剪刀差形成压力。

图 39: 房地产销售增速与 M2-M1 剪刀差负相关



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 40: 地方政府净融资对 M2-M1 剪刀差形成扰动



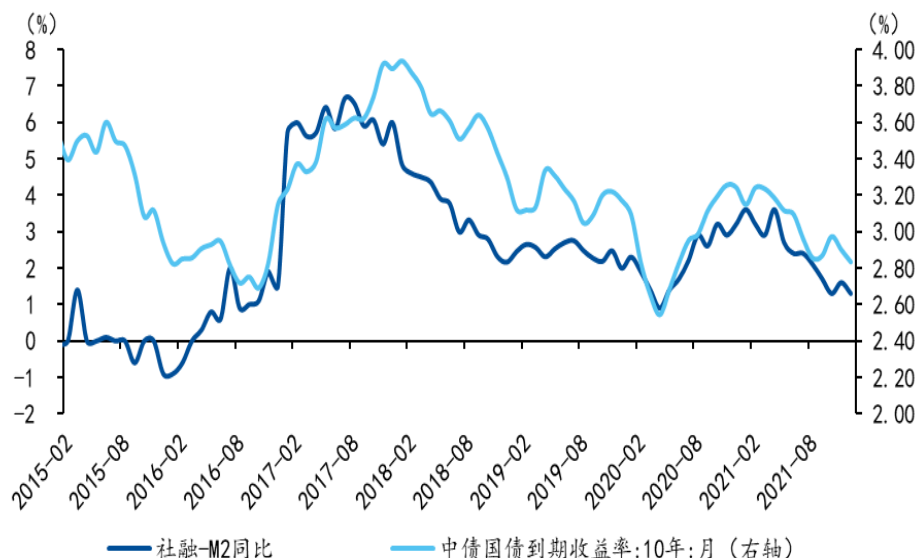
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

上文我们借助金融机构信贷收支表分析 M2 信用派生本质上是银行信贷投放、购买非金融债券、股权及其他投资和外汇占款增加投放的货币,而社融则不仅包含银行渠道,还包括银行表外、非银金融机构、直接融资等渠道扩张的信用。因此社融-M2 剪刀差反映的主要为社会全部信用规模当中通过银行表内之外的其他渠道满足的部分,当剪刀差走扩时,实体融资需求较强,需要用表外和直接融资

满足的那部分融资需求扩张，反之，剪刀差收窄时，实体融资需求偏弱。

此外，社融-M2剪刀差也可以看作是信用与货币之差，它可以作为10年期国债收益率变化的领先指标，当社融-M2走扩时，意味着实体信用扩张相对于货币扩张幅度更大，或信用收缩相对于货币收缩幅度更小，此时利空债券；反之，当社融-M2收窄时，实体信用扩张相较于货币扩张幅度小，或者实体信用收缩较货币收缩幅度更大，意味着实体融资需求偏弱，而广义流动性相对偏充裕，则利好债券。

图 41：社融-M2 剪刀差领先于 10 年期国债到期收益率变化



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 四、如何预测金融数据？

### 4.1. 信贷社融的预测

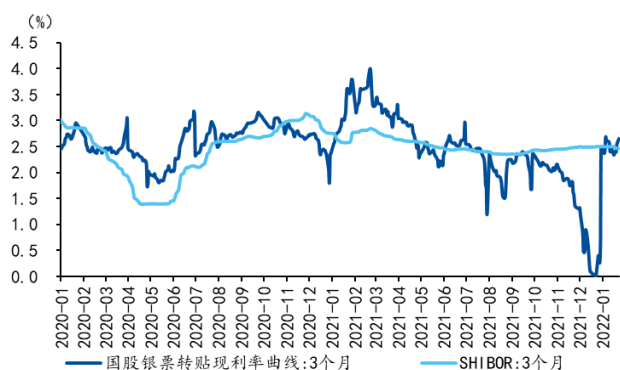
#### 4.1.1. 近月预测：利用高频数据进行分项预测

由于受政策调控影响明显，社融较难定量推测。对于近月的预测，常用的方法是对核心分项通过高频数据来进行预判。我们同样按照从表内到表外的顺序进行预测。

**表内票据融资：**票融可以直接观测票据市场演绎，可以观察的高频指标是“国股银票转贴利率”，其中又以 3 个月的转贴利率衡量效果最好。在预测中，我们可以将这一利率与作为银行负债成本的 3 个月 shibor 利率比较，如果 3 个月 shibor 利率变化不大，而国股银票转贴利率出现明显抬升，这说明票据价格需要足够低才能吸引银行投放票据，此时银行往往更倾向于信贷投放，比如历年的开年“信贷开门红”，2021 年 1-2 月，2022 年 1-2 月。而如果 3 个月 shibor 利率较稳定的情况下，国股银票转贴利率出现明显下降，则说明银行信贷额度较多，但是实体信贷需求不足，银行有动力“以票充贷”，比如 2021 年 12 月。在票据利率下行明显的月份，当月社融中的票据融资常常表现为多增，而实体信贷数据，特别是中长贷数据，表现较弱，比如 2021 年下半年的紧信用阶段。

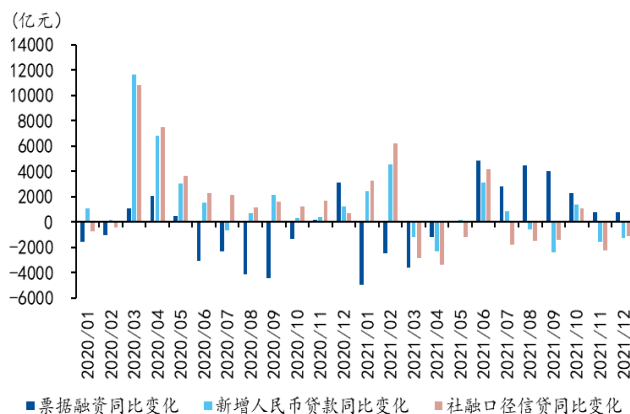


图 42: 票据利率与银行负债成本对比



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 43: 通过票据利率变化可以判断票据融资同比变化



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

**企业短贷:** 企业短贷和票融常常结合起来, 用于衡量企业的短期化融资倾向。在金融危机以来的 5 轮信用扩张中, 宽信用的第一阶段均是企业短贷和票融首先出现同比增速的回升以及同比多增。企业短贷作为企业的流动性资金需求, 具有较显著的季节性, 进而可以通过历史均值来进行预判。而在疫情年份之后需要额外的考虑一点特殊性, 即央行直达型结构货币政策工具的使用常计入企业短贷, 这些直达型工具大多目的是帮助企业度过难关, 而不是促发企业资本开支。因此, 在疫情之后, 预测企业短贷需要结合对直达工具的跟踪。

**居民短贷:** 居民短贷主要由居民经营贷和短期消费贷款组成, 反映的是当前居民的消费意愿, 滞后于反映经济活力的 PMI 约 2 个季度。

图 44: 居民短贷滞后于 PMI 约 2 个季度

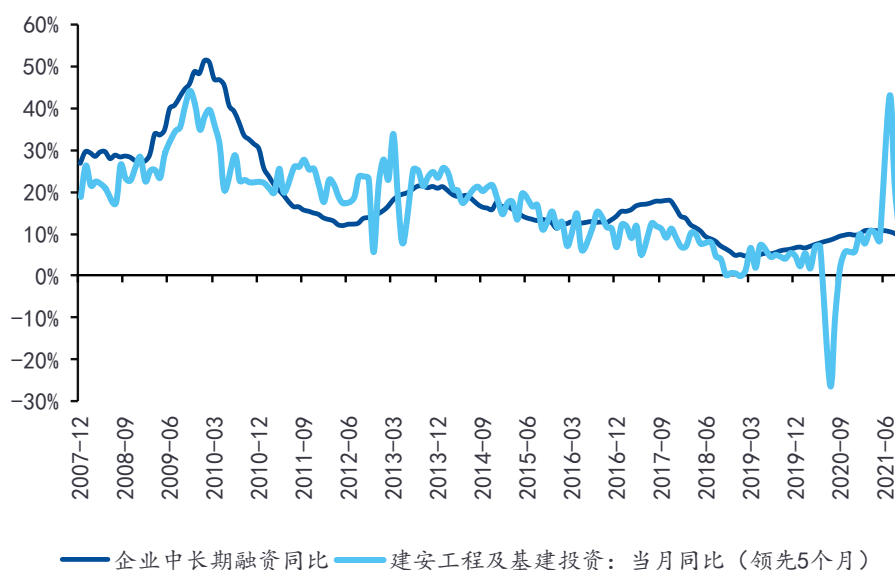


资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

**居民中长贷:** 如上文所述, 居民中长期贷款中 80%~85%是居民的按揭贷款, 因此每月高频的“30 大中城市商品房成交面积与销售额”可以作为居民中长贷的风向标。

**企业中长贷：**企业中长贷主要反应了企业的中长期融资需求，与企业开展固定资产投资的意愿关系更紧密，与企业对经济前景的预期有关，因而也较难预测。企业中长贷大概可以分为地产企业、基建相关企业和城投平台以及制造业企业三大信用载体。其中基建相关中长贷常为配合基建项目的跟进贷款，因此，地方发行的专项债对于基建相关中长贷具有 1 个季度左右的领先性。而基建相关贷款是属于政府加杠杆行为，是企业中长贷三大信用扩张主体中最领先启动的一项。因此，可以将建安工程及基建投资增速作为企业中长贷的最领先指标，其次则是地产投资增速，最后同步和相对滞后的指标是制造业投资增速。

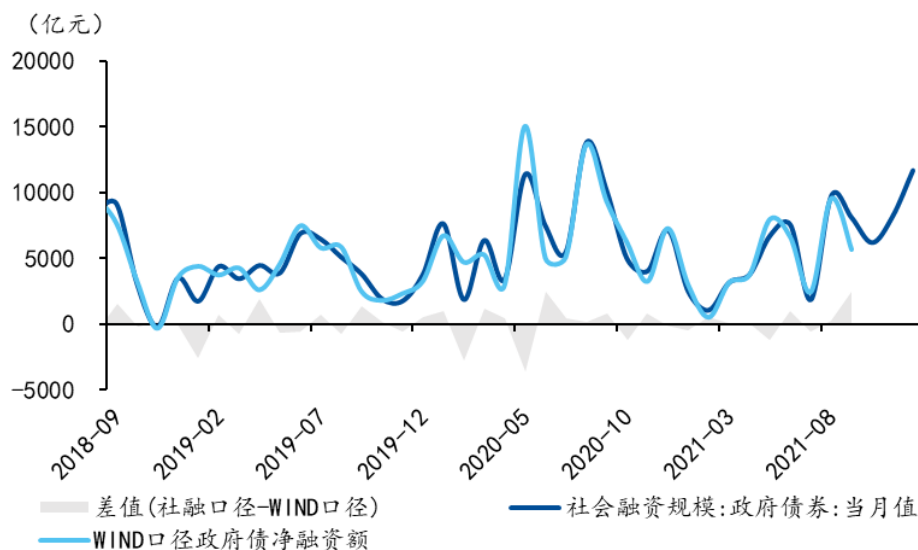
**图 45：建安工程及基建投资增速对企业中长贷具有领先性**



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

**政府债券：**分为国债和地方债，均可以从 wind 得到高频数据，除个别月份央行口径与中债登口径存在登记时点的错位导致的误差以外，大部分情况下，两者基本可以匹配。此外，每个季度地方政府均会陆续公布下一季度的发债计划，我们也可以跟踪地方债发行计划来预判后续的政府债融。虽然最终实际发行与计划发行之间存在一定差异，如 2015 年的江苏地方债，但误差同样较小，绝大多数时间用计划发行来预判效果较好。

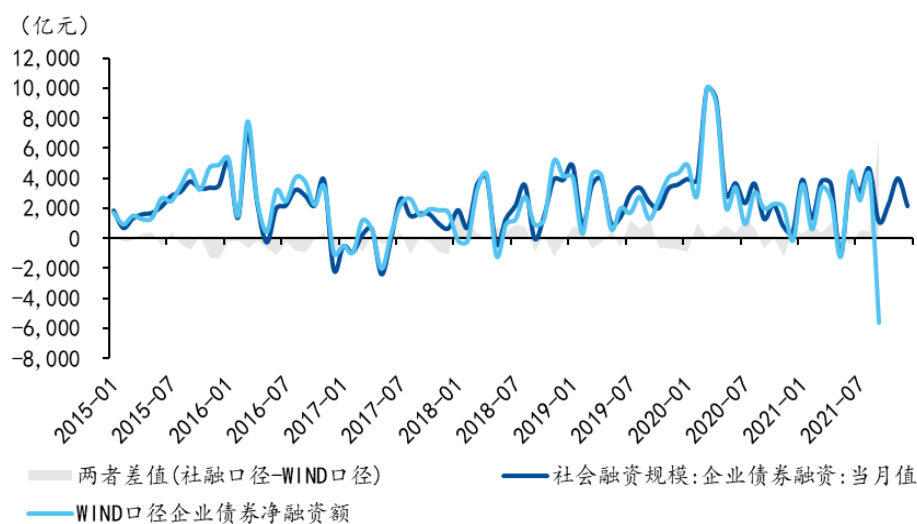
图 46: WIND 口径政府债券与央行最终公布的数据趋势高度一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

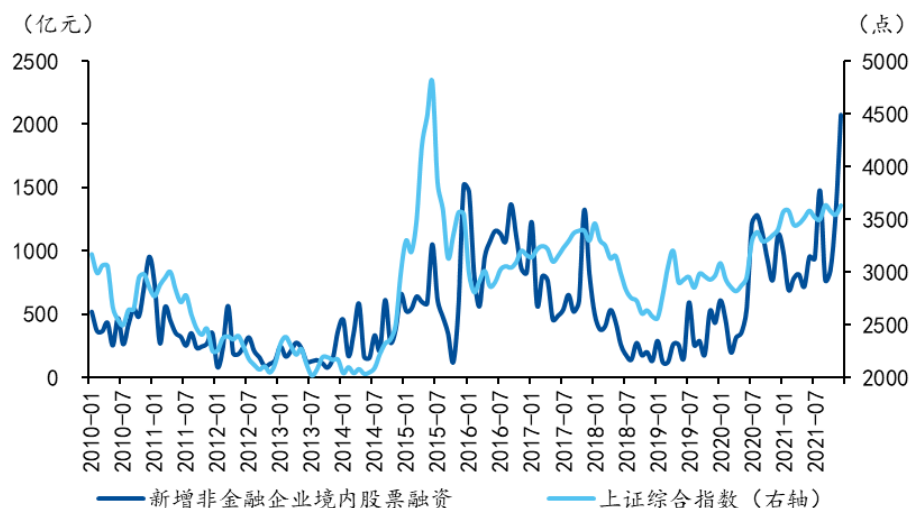
**企业债券:** 根据企业债券的构成,我们可以利用信用债市场的高频发行与到期数据预测当月企业债融资规模,其变化趋势与央行公布的最终数据一致,与最终数据偏差在-1000 亿~1000 亿左右。同时,企业债融资情况也与债市违约情况有关,企业债接连暴雷时期往往融资不佳。而非金融企业股权融资新增量与股票市场行情明显相关。

图 47: WIND 口径企业债券与央行最终公布的数据趋势高度一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 48: 新增非金融企业股权融资和股市行情高度相关



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

**表外贷款（委托、信托贷款）：**社融中信托贷款新增量对应信托贷款净融资额，数据可以从协会以及用益信托网找到。委托贷款以银行作为纽带，可以从借入方（主要是上市公司）公布的委托贷款公告中得到高频数据，但该项披露并不强制要求，因此委托贷款数据较难预测。但是委托贷款 2018 年来进入了下降通道，叠加近年来波动较小，对社融整体影响不大。

**未贴票：**正如上文所述，作为表外票据融资的未贴票与表内票据融资常常此消彼长，并且未贴票由于需要基于真实交易，常常反映企业的真实票据需求。在经济上行周期当期，企业的真实票据需求也会增加。我们可以通过票据融资情况、PMI 以及季节性来预估未贴票的变化。

图 49: 表外票据融资的未贴票与表内票据融资常常此消彼长



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 50: 近月预测所需要观察的高频指标以及相关预测逻辑

| 社融预测中主要观察的科目 |           | 存量占社融存量比值<br>(更新至2022年1月) | 近月预测可观察的高频指标以及主要预测逻辑                      |
|--------------|-----------|---------------------------|---|
| 表内信贷、企业间接融资  | 票据融资      | 3.2%                      | 国股银票转贴利率                                  |
|              | 企业短贷      | 11.1%                     | 央行直达型货币政策工具的跟踪、具有较强季节性                    |
|              | 居民短消费贷    | 2.9%                      | PMI、消费贷监管动态、具有一定季节性                       |
|              | 居民经营贷     | 5.2%                      |   |
|              | 居民中长贷     | 14.5%                     | 商品房成交面积与销售额、具有一定季节性                       |
|              | 企业中长贷     | 24.3%                     | 基建投资增速、地产投资增速（主要以企业资本开支等中长期投资有关）、具有一定季节性  |
| 政府行为         | 政府债券      | 16.9%                     | 地方债、国债高频数据以及地方政府季度发债计划                    |
| 企业直接融资       | 企业债券      | 9.6%                      | 企业债市场每月发行与到期数据                            |
|              | 企业股融      | 3.0%                      | 上证综指走势（主要与股市行情高度相关）                       |
| 企业表外三项融资     | 信托贷款      | 1.3%                      | 到期量：信托协会公布、发行规模：用益信托网                     |
|              | 委托贷款      | 3.4%                      |   |
|              | 未贴现银行承兑汇票 | 1.1%                      | 国股银票转贴利率（与表内票据此消彼长）、PMI（反映真实开票需求）、具有较强季节性 |

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

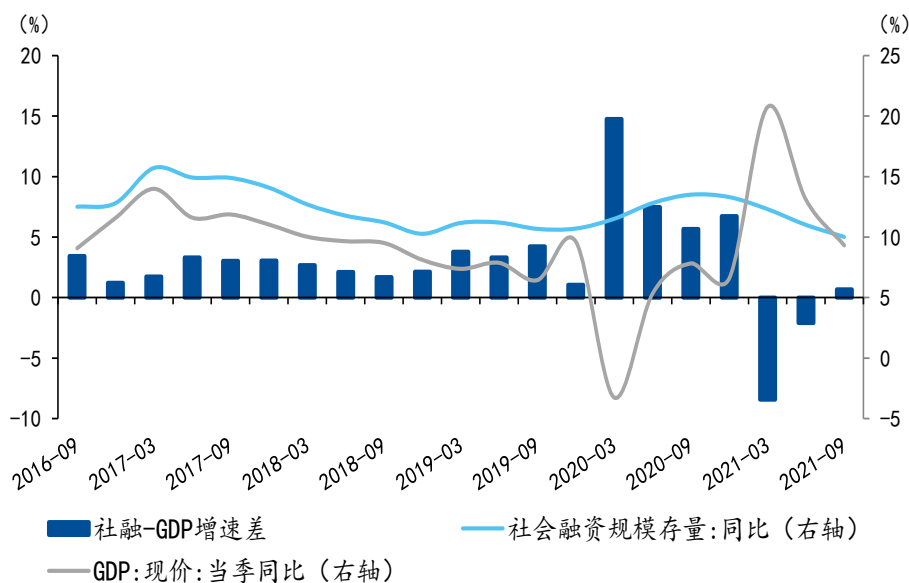
#### 4.1.2. 远月预测：利用宏观杠杆率的信息

从自上而下的视角，我们可以通过宏观杠杆率，即直接看“M2和社会融资规模增速要与 GDP 名义增速基本匹配”来预测社融增速。宏观杠杆率的本质为“社会总负债/总资产”，因此分子端代表债务增长情况，可以用社融中除股票融资以外的债务类型融资作为代理指标，而分母则为代表名义经济增长的名义 GDP 总量。过高的宏观杠杆率说明债务扩张明显超过经济增长，表明经济体处于过度负债当中。央行货币政策执行报告中常常强调“M2 和社会融资规模增速要与 GDP 名义增速基本匹配”实际上就是为了调控宏观杠杆率。在不同的年份里，政策层对于宏观杠杆率的定调不同，如 2018 年为实体去杠杆，因此，我们可以通过跟踪央行对宏观杠杆率的表态，来推算未来分子端债务扩张的程度，即扣除股票融资后的社会融资规模，进而可以估算出社融增速。

以 2019 年为例，央行表述宏观杠杆率基本稳定，而当时 2019 年宏观杠杆率相较于 2018 年上行 7.2 个点至 246.5%。我们以当时的名义 GDP 增速 7.3% 推算当年社融增速为 10.7%。我们以此作为类比，若 2022 年的宏观杠杆率将有 7 个点左右的上行空间，则社融增速也将达到 10.5%~11.1%。



图 51: 我们可以通过“M2 和社会融资规模增速要与 GDP 名义增速基本匹配”来预测社融增速



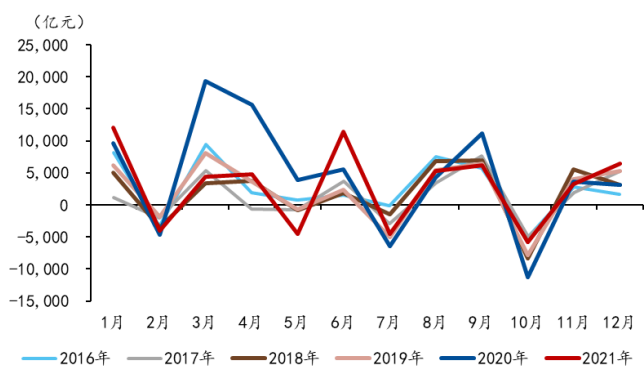
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 4.2. M1、M2 的预测

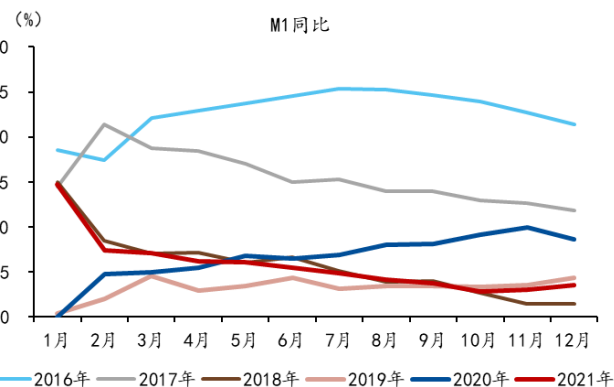
M1 中长期走势的预判,除了考虑季节性波动以外,还需要关注居民购房行为(居民储蓄向活动资金转移)、企业活期存款(用于节假日提现、购买库存等短期经营活动)。

企业活期存款受缴税和银行揽储影响存在明显的季节性,即季初下降、季末抬升特征,此外企业往往在春节前发放年终奖,因此 1 月或 2 月份,企业活期存款往往下降,对应 M1-M0 下降,相应的居民存款上升,即 M2-M1 上升。同时春节期间居民提现需求带动 M0 提升,与 M1-M0 下降有所对冲,对 M1 的影响需要分析两方力量强弱。

图 52: 企业活期存款存在季节性,且春节前大幅下降 图 53: M1 同比影响需要考虑活期存款和现金两方力量



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

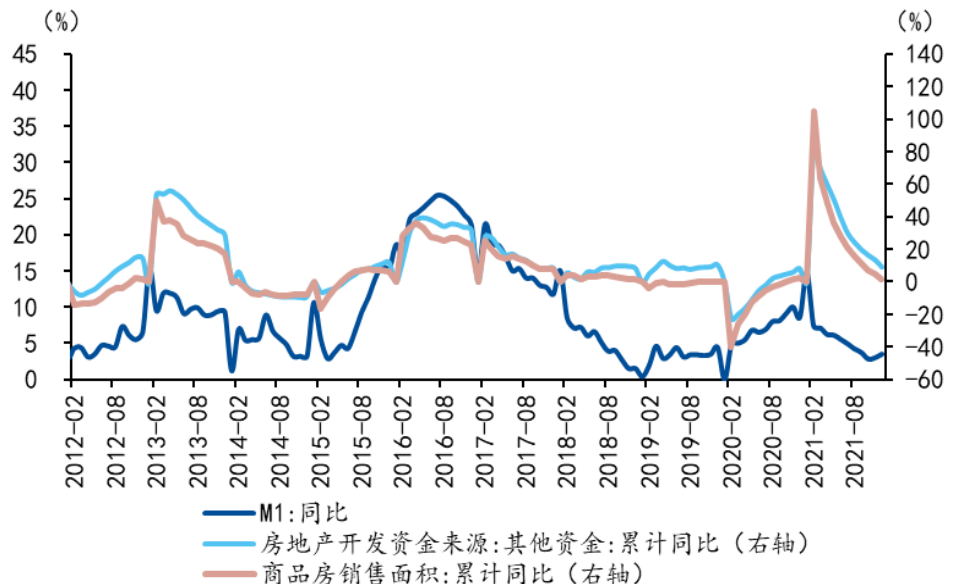


资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

除季节性波动外,还需关注居民购房行为下,储蓄向企业活期存款的转移,这是

预判 M1 中长期走势的重要因素，当房地产销售行情向好时，居民通过自有资金或申请贷款支付部分房款，使企业活期存款增加，带动 M1 同比上行，反之则 M1 趋弱。

图 54: M1 中长期走势与房地产销售正相关



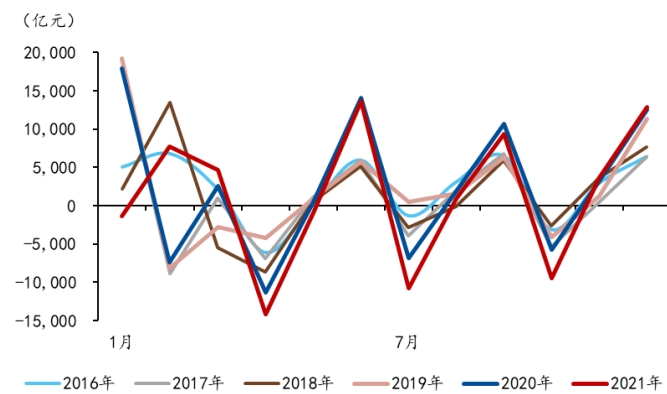
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 房地产开发资金来源中其他资金包含定金及预收款、个人按揭贷款等

由于 M2 包含 M1，在 M1 的基础上包含了城乡居民储蓄存款（活期、定期）、企业定期性质的存款等。

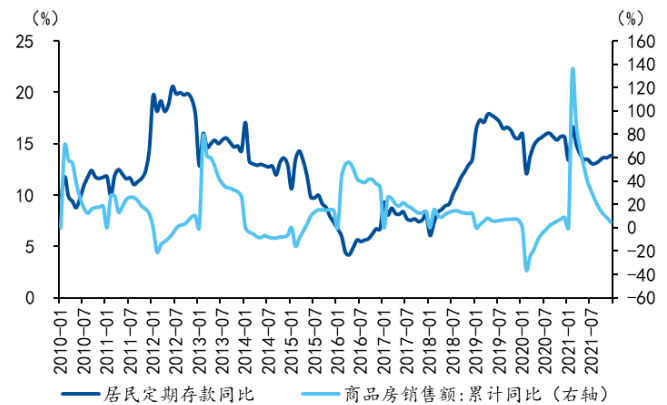
- ✓ 居民活期存款同样存在季节性，传统节假日时期活期存款减少，伴随季末银行揽储，居民活期存款又会回升。
- ✓ 居民定期储蓄与房地产景气度有关，房市销售好的时候，居民定期储蓄往往下降。
- ✓ 企业定期存款受企业经营情况影响，企业利润抬高，则定期存款往往增加，但从历史数据看，利润增速变化对定期存款增速影响有限，两者波动幅度并不一致，并且需要注意企业配置理财产品的需求会对定期存款产生扰动，当理财产品与定期存款利差处于高位时，定期存款增速往往较低，反之利差处于低位，则理财分流减弱，定期存款增速较高。

图 55: 居民活期存款呈现季节性



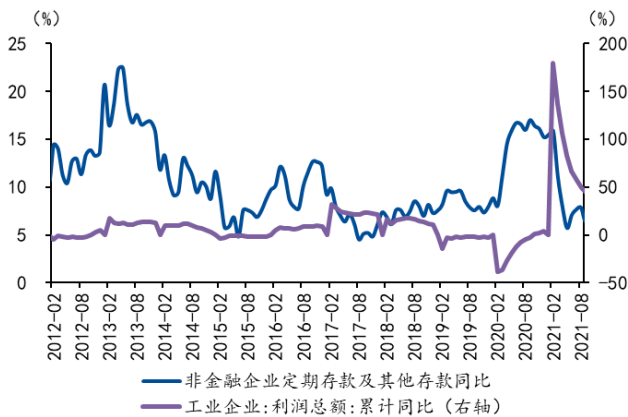
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 56: 居民定期存款与商品房销售负相关



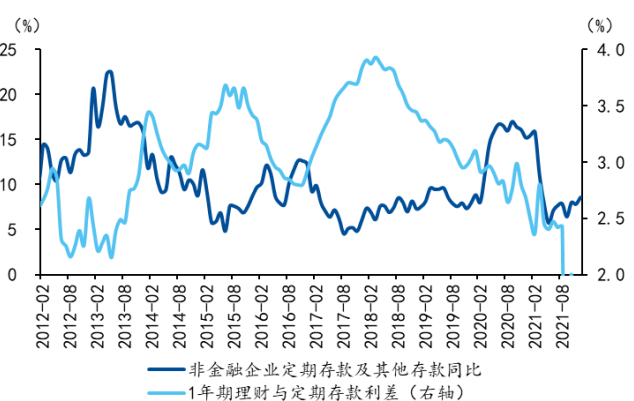
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 57: 企业定期存款与利润增速正相关, 但波动幅度不一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

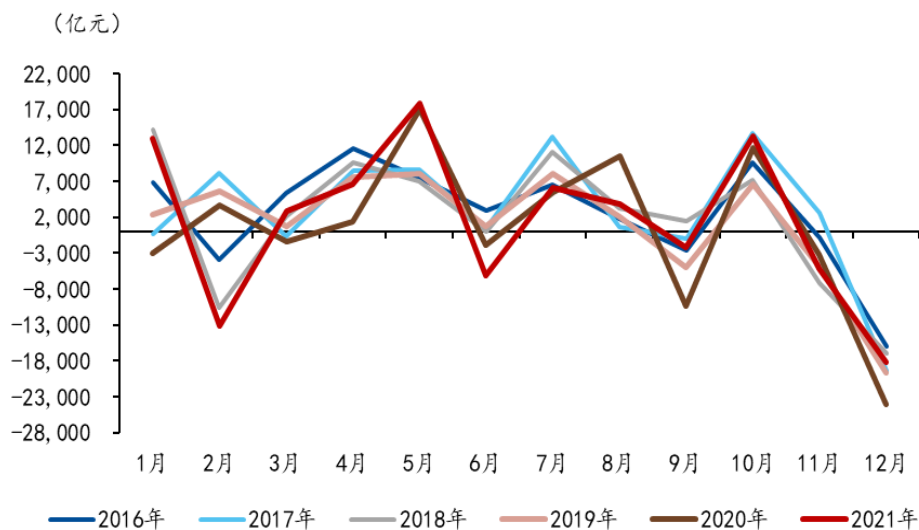
图 58: 企业定期存款与理财定存利差显著负相关



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

此外, 财政存款对 M1 同比和 M2 同比的影响在预测时也要考虑。财政存款由于不是居民和企业可以作为流通和支付手段的货币, 因此并不计入 M1 和 M2, 当财政存款增加时, M1 和 M2 相应会下降; 反之, 则 M1 和 M2 上升。一般而言, 1、4、5、7、10 是缴税大月, 财政存款增加, M1 和 M2 下降; 而 3、6、9、12 月是财政支出大月, 财政存款减少, 推高 M1 和 M2, 特别是 12 月财政突击花钱, 财政存款下降幅度往往最大。

图 59: 财政存款呈现明显季节性, 在 1、5、7、10 月高增



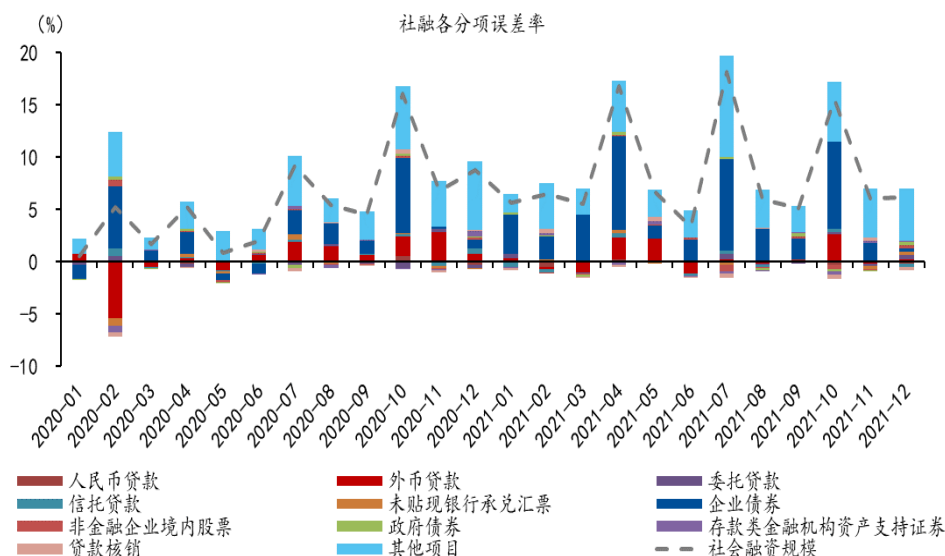
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

#### 4.3. 预测时不容忽视的细节: 存量相减 $\neq$ 当期增量

值得注意的是, 社融存量相减并不等于当期增量。社融增量和社融存量差值之间一直都存在误差, 且大多数情况下, 社融增量大于存量之差。

细究二者之间的误差从何而来, 我们需要梳理央行公布这两个数据口径的方式和频率。央行 2015 年公布社融存量季度数据, 2016 年公布社融存量月度数据, 且二者均含分项。而在社融增量这方面, 2012 年央行即公布社融增量月度数据, 并补充了 2002-2011 年的月度社融增量数据。因此月度社融存量之差与增量之间的误差, 为 2016 年后央行公布的数据之间的误差。月度社融存量之差与社融增量之间的误差, 来自于其细分项, 外币贷款、企业债券融资以及其他项之三个分项的误差是主要原因。

图 60: 社融存量之差与当月新增社融的差异主要来自外币贷款、企业债券、其他项这三个分项的误差



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

注：误差率=(该分项当月新增值-该分项存量之差)/(当月新增社融-社融存量之差)

图 61: 2020 年和 2021 年上半年社会融资规模存量之差与当月新增社融规模

| 时间      | 当月新增社融规模<br>(亿元) | 社融存量差值<br>(亿元) | 误差 (%) |
|---------|------------------|----------------|--------|
| 2020/01 | 50,535           | 50280          | 0.5%   |
| 2020/02 | 8,737            | 8300           | 5.3%   |
| 2020/03 | 51,838           | 51000          | 1.6%   |
| 2020/04 | 31,027           | 29500          | 5.2%   |
| 2020/05 | 31,866           | 31600          | 0.8%   |
| 2020/06 | 34,681           | 34000          | 2.0%   |
| 2020/07 | 16,928           | 15500          | 9.2%   |
| 2020/08 | 35,853           | 34000          | 5.4%   |
| 2020/09 | 34,693           | 33200          | 4.5%   |
| 2020/10 | 13,929           | 12000          | 16.1%  |
| 2020/11 | 21,355           | 20000          | 6.8%   |
| 2020/12 | 17,192           | 15800          | 8.8%   |
| 2021/01 | 51,884           | 49100          | 5.7%   |
| 2021/02 | 17,243           | 16200          | 6.4%   |
| 2021/03 | 33,762           | 32000          | 5.5%   |
| 2021/04 | 18,570           | 15900          | 16.8%  |
| 2021/05 | 19,522           | 18300          | 6.7%   |
| 2021/06 | 37,017           | 35800          | 3.4%   |
| 2021/07 | 10,752           | 9100           | 18.2%  |
| 2021/08 | 29,893           | 28200          | 6.0%   |
| 2021/09 | 29,026           | 27600          | 5.2%   |
| 2021/10 | 16,176           | 14000          | 15.5%  |
| 2021/11 | 25,983           | 24500          | 6.1%   |
| 2021/12 | 23,682           | 22300          | 6.2%   |

资料来源：Wind，国泰君安证券研究



注：误差率=(该分项当月新增值-该分项存量之差)/(当月新增社融-社融存量之差)

外币贷款分项误差来自使用的汇率不同，社融存量采用期末时点的汇率而社融增量采用当月平均汇率，月末汇率的大幅波动将加剧两者误差。

企业债券融资分项误差来自统计范围的时间标准不一致，存量统计以起息日为标准而增量统计以发行日为标准，因此月末几日发行的企业债券可能因起息日在下月月初从而未纳入月末存量统计，此外不同类型的企业债券发行兑付规则不同也会造成统计口径的差异。

其他项包括保险公司赔偿、投资性房地产和其他融资，其他项误差主要来自保险公司赔偿只作增量统计而不作存量统计，原因在于保险公司赔偿从年度看收支相互抵消，不存在余额概念。

市场在预测社融同比增速时往往用估测的当期增量除以基期存量，由此带来的预测偏差在 0.01%~0.11%。可以采取以下三步调整：

- ✓ 将外币贷款增量的当月平均汇率转换为月末汇率；
- ✓ 企业债券融资增量中剔除发行日在当月而起息日在下月债券并纳入发行日在上月而起息日在当月的债券；
- ✓ 其他项增量中剔除保险公司赔偿，调整后的预测偏差缩减到-0.03%~0.04%，且在 2020 年 7 月、2020 年 11 月和 2021 年 6 月与存量同比偏差接近 0%。

图 62：调整外币贷款、企业债券融资、其他项后的社融增量

| 单位：亿元<br>(除汇率外) | 调整前<br>的社融<br>增量 | 新增人<br>民币贷<br>款 | 新增外<br>币贷款 | 当月平<br>均汇率 | 月末汇<br>率 | 调整后<br>的新增<br>外币贷<br>款* | 新增委<br>托贷款 | 新增信<br>托贷款 | 新增未<br>贴现银<br>行承兑<br>汇票 | 企业债<br>券融资 | 起息日<br>在下月<br>的企业<br>债规模 | 发行日<br>在上月<br>的企业<br>债规模 | 调整后<br>的企业<br>债券融<br>资规模<br>* | 股票融<br>资 | 政府债<br>券 | 存款类<br>金融机<br>构资产<br>支持证<br>券 | 贷款核<br>销 | 其他项 | 保险公<br>司赔付 | 调整后<br>的其他<br>项* | 调整后<br>的社融<br>增量* |
|-----------------|------------------|-----------------|------------|------------|----------|-------------------------|------------|------------|-------------------------|------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------|----------|----------|-------------------------------|----------|-----|------------|------------------|-------------------|
| 2020-01         | 50535            | 34924           | 513        | 6.92       | 6.93     | 512                     | -26        | 432        | 1403                    | 3967       | 57                       | 383                      | 4293                          | 609      | 7613     | 478                           | 166      | 456 | 1266       | -810             | 49594             |
| 2020-02         | 8737             | 7202            | 252        | 7.00       | 6.99     | 252                     | -356       | -540       | -3961                   | 3894       | 650                      | 57                       | 3301                          | 449      | 1824     | -549                          | 263      | 259 | 626        | -367             | 7518              |
| 2020-03         | 51838            | 30390           | 1145       | 7.02       | 7.09     | 1133                    | -588       | -21        | 2818                    | 9931       | 831                      | 645                      | 9745                          | 198      | 6344     | -161                          | 1117     | 665 | 1139       | -474             | 50501             |
| 2020-04         | 31027            | 16239           | 910        | 7.07       | 7.05     | 913                     | -579       | 23         | 577                     | 9237       | 706                      | 837                      | 9368                          | 315      | 3357     | -202                          | 460      | 690 | 1078       | -388             | 30083             |
| 2020-05         | 31866            | 15502           | 457        | 7.11       | 7.15     | 455                     | -273       | -337       | 836                     | 2879       | 368                      | 706                      | 3217                          | 353      | 11362    | -88                           | 413      | 762 | 1039       | -277             | 31162             |
| 2020-06         | 34681            | 19029           | 204        | 7.09       | 7.07     | 204                     | -484       | -852       | 2190                    | 3686       | 331                      | 368                      | 3722                          | 538      | 7450     | -15                           | 2044     | 891 | 1160       | -269             | 33558             |
| 2020-07         | 16928            | 10221           | -524       | 7.01       | 6.98     | -526                    | -152       | -1367      | -1130                   | 2358       | 561                      | 331                      | 2129                          | 1215     | 5459     | -742                          | 748      | 842 | 1171       | -329             | 15525             |
| 2020-08         | 35853            | 14201           | 397        | 6.93       | 6.85     | 401                     | -415       | -316       | 1441                    | 3659       | 790                      | 561                      | 3430                          | 1282     | 13788    | 308                           | 643      | 865 | 1180       | -315             | 34449             |
| 2020-09         | 34693            | 19171           | -302       | 6.81       | 6.81     | -302                    | -317       | -1159      | 1503                    | 1316       | 311                      | 790                      | 1795                          | 1141     | 10116    | 440                           | 1790     | 994 | 1331       | -337             | 33841             |
| 2020-10         | 13929            | 6663            | -175       | 6.70       | 6.70     | -175                    | -174       | -875       | -1089                   | 2263       | 796                      | 311                      | 1778                          | 927      | 4931     | 194                           | 539      | 725 | 1092       | -367             | 12352             |
| 2020-11         | 21355            | 15309           | -447       | 6.60       | 6.58     | -449                    | -31        | -1387      | -625                    | 840        | 789                      | 796                      | 847                           | 771      | 4000     | 1270                          | 673      | 982 | 1312       | -330             | 20048             |
| 2020-12         | 17192            | 11458           | -981       | 6.54       | 6.54     | -981                    | -559       | -4620      | -2216                   | 436        | 109                      | 789                      | 1116                          | 1126     | 7126     | 1177                          | 3324     | 921 | 1514       | -593             | 16358             |
| 2021-01         | 51833            | 38182           | 1098       | 6.47       | 6.46     | 1100                    | 91         | -842       | 4902                    | 3865       | 828                      | 109                      | 3146                          | 991      | 2437     | -28                           | 280      | 857 | 1538       | -681             | 49578             |
| 2021-02         | 17226            | 13413           | 464        | 6.46       | 6.46     | 464                     | -100       | -936       | 639                     | 1339       | 454                      | 828                      | 1712                          | 693      | 1017     | -177                          | 370      | 504 | 1074       | -570             | 16525             |
| 2021-03         | 33485            | 27511           | 282        | 6.51       | 6.56     | 280                     | -42        | -1791      | -2296                   | 3531       | 518                      | 454                      | 3467                          | 783      | 3131     | 477                           | 1080     | 819 | 1339       | -520             | 32080             |
| 2021-04         | 18521            | 12840           | -272       | 6.52       | 6.47     | -274                    | -213       | -1328      | -2152                   | 3575       | 771                      | 518                      | 3322                          | 814      | 3739     | 174                           | 456      | 888 | 1239       | -351             | 17027             |
| 2021-05         | 19500            | 14294           | 7          | 6.42       | 6.36     | 7                       | -408       | -1295      | -926                    | -1099      | 384                      | 771                      | -712                          | 717      | 6701     | 247                           | 378      | 884 | 1170       | -286             | 18717             |
| 2021-06         | 36901            | 23182           | 701        | 6.43       | 6.46     | 697                     | -474       | -1046      | -221                    | 3811       | 302                      | 384                      | 3893                          | 956      | 7508     | -23                           | 1779     | 728 | 1171       | -443             | 35808             |
| 2021-07         | 10566            | 8391            | -78        | 6.47       | 6.46     | -78                     | -151       | -1571      | -2316                   | 2959       | 669                      | 302                      | 2592                          | 938      | 1820     | -19                           | 263      | 330 | 1345       | -1015            | 8853              |

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 63: 经三步调整后用社融增量估测同比增速的偏差缩减到-0.03%~0.04%

|         | 社融存量<br>(亿元) | 存量之差<br>(亿元) | 社融增量<br>(亿元) | 调整后的<br>社融增量<br>(亿元) | 存量同比<br>(%) | 用增量估<br>计的同比<br>(%) | 调整后增<br>量估计的<br>同比<br>(%) | 调整前预<br>测偏差<br>(%) | 调整后预<br>测偏差<br>(%) |
|---------|--------------|--------------|--------------|----------------------|-------------|---------------------|---------------------------|--------------------|--------------------|
| 2020-01 | 2563400      | 50280        | 50535        | 49594                | 10.71%      | 10.72%              | 10.68%                    | 0.01%              | -0.03%             |
| 2020-02 | 2571700      | 8300         | 8737         | 7518                 | 10.65%      | 10.67%              | 10.62%                    | 0.02%              | -0.03%             |
| 2020-03 | 2622700      | 51000        | 51838        | 50501                | 11.49%      | 11.53%              | 11.47%                    | 0.04%              | -0.02%             |
| 2020-04 | 2652200      | 29500        | 31027        | 30083                | 12.00%      | 12.06%              | 12.02%                    | 0.06%              | 0.02%              |
| 2020-05 | 2683800      | 31600        | 31866        | 31162                | 12.53%      | 12.54%              | 12.51%                    | 0.01%              | -0.02%             |
| 2020-06 | 2717800      | 34000        | 34681        | 33558                | 12.75%      | 12.78%              | 12.73%                    | 0.03%              | -0.02%             |
| 2020-07 | 2733300      | 15500        | 16928        | 15525                | 12.86%      | 12.91%              | 12.86%                    | 0.06%              | 0.00%              |
| 2020-08 | 2767300      | 34000        | 35853        | 34449                | 13.27%      | 13.35%              | 13.29%                    | 0.08%              | 0.02%              |
| 2020-09 | 2800500      | 33200        | 34693        | 33841                | 13.53%      | 13.59%              | 13.55%                    | 0.06%              | 0.03%              |
| 2020-10 | 2812500      | 12000        | 13929        | 12352                | 13.67%      | 13.75%              | 13.69%                    | 0.08%              | 0.01%              |
| 2020-11 | 2832500      | 20000        | 21355        | 20048                | 13.63%      | 13.69%              | 13.63%                    | 0.05%              | 0.00%              |
| 2020-12 | 2848300      | 15800        | 17192        | 16358                | 13.34%      | 13.39%              | 13.36%                    | 0.06%              | 0.02%              |
| 2021-01 | 2897400      | 49100        | 51833        | 49578                | 13.03%      | 13.14%              | 13.05%                    | 0.11%              | 0.02%              |
| 2021-02 | 2913600      | 16200        | 17226        | 16525                | 13.29%      | 13.33%              | 13.31%                    | 0.04%              | 0.01%              |
| 2021-03 | 2945600      | 32000        | 33485        | 32080                | 12.31%      | 12.37%              | 12.31%                    | 0.06%              | 0.00%              |
| 2021-04 | 2961500      | 15900        | 18521        | 17027                | 11.66%      | 11.76%              | 11.70%                    | 0.10%              | 0.04%              |
| 2021-05 | 2979800      | 18300        | 19500        | 18717                | 11.03%      | 11.07%              | 11.04%                    | 0.04%              | 0.02%              |
| 2021-06 | 3015600      | 35800        | 36901        | 35808                | 10.96%      | 11.00%              | 10.96%                    | 0.04%              | 0.00%              |
| 2021-07 | 3024900      | 9300         | 10566        | 8853                 | 10.67%      | 10.71%              | 10.65%                    | 0.05%              | -0.02%             |

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 预测偏差=用社融增量估计的存量同比-实际存量同比

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|  | 评级   | 说明                        |
|--|------|---------------------------|
| <b>1.投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上      |
|  | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间 |
|  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%    |
|  | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上       |
| <b>2.投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。  | 增持   | 明显强于沪深 300 指数             |
|  | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平            |
|  | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数             |

## 国泰君安证券研究所

|         | 上海                       | 深圳                           | 北京                           |
|---------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 地址      | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编      | 200041                   | 518026                       | 100032                       |
| 电话      | (021) 38676666           | (0755) 23976888              | (010) 83939888               |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com   |                              |                              |